



LUISS Guido
Carli

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

FACOLTÀ DI ECONOMIA

Corso di Laurea in Economia e direzione delle imprese

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'impresa

**ACQUISIZIONI, DISINVESTIMENTO E CREAZIONE DI
VALORE: UN'ANALISI DELLE RECENTI IPOs E M&A
NEL SETTORE DEL LUSSO E DELL'ALTA MODA**

RELATORE

Chiar.mo Prof. Paolo Boccardelli

CANDIDATO

*Emanuele Vitali
Matricola: 653431*

CORRELATORE

Chiar.mo Prof. Francesco Rullani

ANNO ACCADEMICO 2013-2014

«La vita non è una
commedia che puoi
provarla prima. La devi
vivere improvvisando.»

[V.R.]

*Ad Alfio, dolce
angelo e anima
fragile, perché quando
ormai si vola, non si
può cadere giù.*

INDICE

INTRODUZIONE	1
PARTE PRIMA (UN APPROCCIO TEORICO)	5
1. I processi di acquisizione: criteri strategici e crescita inorganica.....	6
1.1 Introduzione: la crescita inorganica, acquisizioni e condizioni fondamentali.....	6
1.2 Le alternative tra sviluppo interno e crescita esterna.....	10
1.3 Il mercato delle acquisizioni in Italia.....	16
1.3.1 <i>Caratteristiche e trend del mercato delle acquisizioni</i>	16
1.3.2 <i>Il profilo settoriale</i>	19
1.3.3 <i>Il profilo dimensionale</i>	26
1.4 Le tipologie di acquisizioni: <i>la matrice di attrattività</i>	28
1.5 Le acquisizioni e le strategie di creazione di valore: <i>modelli di analisi e lo schema della PwC</i>	32
1.6 I vantaggi e gli svantaggi tipici dell'acquisizione.....	35
1.7 Le motivazioni alla base delle scelte di acquisizioni.....	39
2. Disinvestimento e IPO: definizione, caratteristiche principali, motivazioni strategiche e quadro teorico.....	45
2.1 Introduzione: disinvestimento, crescita e creazione di valore.....	45
2.2 Il mercato delle IPO in Italia.....	54
2.3 Le caratteristiche principali delle IPO.....	58
2.4 Le IPO e la creazione di valore: le teorie economiche alla base	64
2.5 Il ruolo delle IPO all'interno delle strategie di ristrutturazione: il pentagono McKinsey.....	68
2.6 I driver di creazione di valore	71
2.7 Le motivazioni strategiche alla base delle IPO	73
2.8 Vantaggi e svantaggi delle IPO	75

3. Il profilo economico-finanziario e la creazione di valore nelle operazioni di acquisizione e nelle IPO	79
3.1. Analisi, valutazione e creazione di valore dei processi di acquisizione: fattori influenti e sinergie	79
3.1.1 <i>Il profilo economico-finanziario delle operazioni di acquisizione</i>	79
3.1.2 <i>La determinazione del valore oggettivo</i>	81
3.1.3 <i>Valore oggettivo, soggettivo e prezzo delle operazioni</i>	84
3.1.4 <i>Fattori d'influenza del prezzo</i>	87
3.1.5 <i>Sinergie, composizione stratificata del valore e prezzo limite</i>	90
3.1.6 <i>Le modalità di calcolo delle sinergie</i>	94
3.2 Analisi e valutazione finanziaria ai fini di una quotazione in borsa.....	103
3.2.1 <i>IPO e analisi finanziaria: una panoramica generale e le fasi del processo valutativo</i>	103
3.2.2 <i>Metodi di valutazioni delle IPO</i>	105
PARTE SECONDA (IL MERCATO DEL LUSO E DELL'ALTA MODA).....	109
4. Il mondo del lusso: definizioni e tipologie	110
4.1 Definire il lusso	111
4.2 Tipologie di lusso	126
4.3 I segmenti del lusso: vecchi e nuovi lussi	135
4.4 Il lusso tra esclusività ed accessibilità.....	139
4.5 Lusso e innovazione	140
4.6 Il lusso dalla grande crisi a oggi	143
5. Il segmento dell'alta moda e le caratteristiche principali.....	152
5.1 Introduzione: il sistema moda in Italia	152
5.2 Tipologie e segmentazione del mercato	155
5.3 Caratteristiche di struttura: l'analisi delle cinque forze competitive di Porter	159
5.4 I principali operatori del settore e i business model	167
5.5 Assetti proprietari delle aziende.....	175
5.6 Catena del valore.....	177
5.7 Fattori distintivi.....	184
5.8 Strategie e creazione di valore	192

PARTE TERZA (I RECENTI CASI DI M&A E IPOs)	196
6. Le acquisizioni e le IPOs nel settore del lusso e dell'alta moda.....	197
6.1 Introduzione	197
6.2 Le recenti operazioni di M&A e IPOs: razionali strategici.....	211
6.2.1 LVMH acquisisce Loro Piana	211
6.2.2 Brunello Cucinelli scende a Piazza Affari.....	219
6.2.3 Kering acquisisce Brioni	227
7. Lusso, creazione di valore e crescita: analisi economico-finanziaria dei recenti casi di acquisizione e quotazione	233
7.1 Introduzione	233
7.2 Il caso Loro Piana-LVMH.....	235
7.3 Il caso Brunello Cucinelli	245
7.4 Il caso Brioni-Kering.....	257
CONCLUSIONI	269
BIBLIOGRAFIA	278

INTRODUZIONE

L'idea del presente elaborato nasce da un concetto di partenza molto chiaro e definito: l'osservazione delle dinamiche di mercato di uno dei settori maggiormente sviluppati negli ultimi decenni, ovvero il lusso e in particolar modo il segmento dell'alta moda.

Dalla metà degli anni novanta, per quasi un ventennio, il mercato mondiale del lusso ha registrato una crescita molto positiva rispetto al resto dell'economia globale, arrivando a registrare la cifra colossale di 217 miliardi di euro, secondo i dati forniti dall'Osservatorio della Fondazione Altagamma in riferimento all'anno 2013.

Da questi dati viene naturale porsi alcune domande, tra cui cosa ha scaturito la crescita in questo settore? Ma ancora più fondamentale, come si posizionano le imprese in questo panorama di crescita e come fanno fronte a questa crescita, qualora non arrivassero a disporre delle risorse necessarie?

Quello che è stato possibile constatare mediante queste osservazioni è la presenza di una tendenza volta a cedere i diritti di proprietà delle proprie società ad investitori esterni (solitamente gruppi conglomerati o fondi d'investimento) o al mercato azionario (in questo caso quindi intraprendendo il disinvestimento attraverso la quotazione in Borsa), in modo da permettere una crescita sostenibile delle proprie imprese e contestualmente una creazione di valore all'interno delle stesse.

Per l'appunto, si è deciso di legare la trattazione al tema delle strategie d'impresa, in quanto tali scelte aziendali collimano maggiormente con la creazione di valore e la crescita aziendale a livello *corporate* piuttosto che ad una gestione manageriale e strategica del business in sé (livello *business*). Pertanto le operazioni avente come soggetto i fondi di investimento di private equity sono state volutamente escluse, in quanto tali investimenti sono orientati a scopi più finanziari e speculativi, e quindi non propriamente in linea con l'idea strategica e di crescita intesa in senso aziendale, che costituisce invece l'approccio che si vuol dare al presente elaborato

Le imprese del settore sono costrette a intraprendere questa via di crescita, in quanto il capitalismo esistente nel nostro Paese non si fa carico di iniziative (spesso anche per ragioni di impossibilità finanziaria) e preferisce abbandonare in mano straniera fiori all'occhiello della nostra economia, che per lo più provengono da un

origine di natura familiare (spesso la natura dei fondatori è quella di artigiani che aprono sartorie, negozi o quant'altro) e quindi non riescono ad assecondare le esigenze di un mercato che sta divenendo sempre più globalizzato e dinamico, che di conseguenza richiede sempre più risorse (finanziarie e non) per sostenere i processi di crescita.

Il bilancio di quanto rilevato dall'osservazione delle dinamiche di mercato è di un totale di 583 operazioni di M&A e 14 IPOs in Borsa in quattordici anni.

L'attività di fusioni, acquisizioni (M&A) e quotazioni (IPOs) nel settore della moda e del lusso è stata particolarmente effervescente dal 2000 sino ai giorni nostri.

In sostanza lo scopo che ci si prefigge di realizzare mediante il presente elaborato è quella di dimostrare empiricamente come queste aziende (e in particolare tre di esse, ovvero *Loro Piana*, *Cucinelli* e *Brioni*) sono in grado di realizzare una maggiore creazione di valore una volta che vengono acquisite da soggetti esterni o si quotano in Borsa.

Successivamente sarà pure necessario esaminare, oltre l'effettiva creazione di valore dell'impresa, anche l'entità di crescita delle aziende e di conseguenza anche la bontà dell'adozione di tali strategie sia per il caso in cui i gruppi conglomerati acquisiscono le imprese che per il caso in cui le aziende che si quotano in Borsa.

Il rilievo pratico dell'analisi di cui si è descritto può essere dimostrato mediante l'applicazione di strumenti predittivi dell'andamento gestionale delle aziende che acquisiscono le *target* e le imprese che si quotano.

Infatti, mediante tramite questi strumenti, è possibile verificare la reale creazione di valore all'interno delle imprese, facendo distinzione in due casi ipotetici, ovvero quello in cui l'impresa non avrebbe intrapreso la strategia di acquisizione o di disinvestimento (o ancor meglio quotazione) e il caso reale ed effettivo in cui esse hanno implementato tali strategie.

Un punto molto importante nella trattazione elaborato è quello concernente l'analisi dei razionali strategici che hanno spinto le imprese o ad acquisire altre entità *target* o che hanno scelto la strada della quotazione in Borsa.

Quanto visto sarà ovviamente legato al tema della crescita, la quale nasce da esigenze specifiche, dettate dal mercato del lusso e in certi casi da esigenze del brand stesso.

Infine, alla luce delle valutazioni finanziarie ed economiche, il lavoro si avvierà alla conclusione mediante la verifica quantitativa dei casi empirici analizzati. Quindi sarà opportuno valutare l'effettiva creazione di valore seguendo tre approcci fondamentali:

- **flussi di cassa futuri, valore dell'impresa generato e coerenza con il prezzo dell'operazione;**
- **accoglimento e reazioni da parte del mercato finanziario e degli investitori all'annuncio di compimento dell'operazione strategica;**
- **effettiva creazione di valore internamente all'azienda stessa in termini di crescita e sviluppo futuro.**

Per organizzare il lavoro in maniera coerente e renderlo sufficientemente schematizzato, si è deciso di suddividere lo stesso in tre parti:

- 1) **“Un approccio teorico” (Capitoli 1, 2, 3).** Questa prima parte servirà ad inquadrare la letteratura al presente elaborato. Sarà quindi dato spazio al tema della crescita mediante acquisizione o quotazione in Borsa. Un punto di notevole importanza è quello che concerne le modalità di valutazione delle operazioni strategiche, che costituiranno la base per la verifica quantitativa dell'effettiva creazione di valore dei casi aziendali analizzati.
- 2) **“Il mercato del lusso e dell'alta moda” (Capitoli 4 e 5).** In questa parte, l'elaborato inizia a intraprendere un taglio maggiormente specialistico. Qui sarà opportuno inquadrare interamente il settore del lusso e il segmento dell'alta moda, cogliendo i trends in atto, le caratteristiche principali, le esigenze dei consumatori, le modalità in cui le imprese operano all'interno, i fattori distintivi e le strategie per generare maggiore valore, che saranno la base per la comprensione e la contestualizzazione dei casi empirici.
- 3) **“I recenti casi di M&A e IPOs” (Capitoli 6 e 7).** La parte finale dell'elaborato sarà dedicata alla trattazione dei recenti casi aziendali in linea con il tema principali. Per quanto riguarda i casi di acquisizione, si è deciso di analizzare i casi

di *Loro Piana* e *Brioni*, acquisiti entrambi dalle due maggiori conglomerate del lusso (rispettivamente Louis Vuitton e Kering). Mentre per i casi di IPOs, la scelta è ricaduta su *Brunello Cucinelli*, debuttata a Piazza Affari nel novembre 2012. Tutte e tre i casi sono accomunati dal fatto di operare nel medesimo segmento, ovvero l'alta moda maschile, che costituisce un segmento altamente attrattivo e con ottime prospettive di sviluppo e crescita all'interno del settore del lusso.

La fase conclusiva, infine, cercherà di captare e riassumere quanto visto nei capitoli dell'elaborato in una panoramica globale della creazione di valore all'interno dei casi aziendali analizzati.

Innanzitutto, in questa parte, si fornirà anche il punto di vista dei vantaggi e degli svantaggi che queste operazioni possono comportare, dal punto di vista sia dei cambiamenti strategici all'interno delle imprese che dalle modifiche dell'assetto societario, le quali possono comportare degli spostamenti di reddito verso altri Paesi, nel caso specifico delle acquisizioni.

Sarà altresì interessante inquadrare anche la problematica sui cambiamenti all'interno delle aziende, una volta che esse sono state acquisite o si sono quotate in Borsa.

PARTE PRIMA

Un approccio teorico

CAPITOLO 1

“Alcune persone pensano che il lusso sia l'opposto della povertà. Non lo è. È l'opposto della volgarità.”

Coco Chanel

1. I processi di acquisizione: criteri strategici e crescita inorganica

1.1 Introduzione: la crescita inorganica, acquisizioni e condizioni fondamentali

Uno degli elementi che caratterizza qualunque ordine di imprese è il fatto che esse siano spinte da obiettivi di sviluppo che perseguono con costanza e determinazione lungo tutto il loro ciclo vitale, denotando un atteggiamento di istintivo orientamento alla crescita. Possiamo distinguere in due elementi, uno soggettivo e l'altro oggettivo, le ragioni che spiegano questa tendenza. (Conca, 2010).

In primo luogo, l'elemento di natura soggettiva è alla base delle componenti di natura psicologica che influenzano i processi decisionali, mentre quello oggettivo attiene al lato razionale e aziendale del problema.

La crescita rappresenta un passaggio importante e naturale nel DNA delle imprese e del management.

Spesso il motore della crescita è accelerato dallo scenario economico di riferimento, il quale funge da strumento per revisionare i modelli strategici, in modo da obbligare le imprese a divenire complici di un difficile e repentino cambiamento.

Di certo questo modello di crescita esaminato non ha uno sviluppo di carattere generale per la totalità delle imprese, sebbene risulti davvero inconcepibile che le aziende, per lo meno nell'ottica di lungo periodo, possano raggiungere determinati livelli di successo senza adoperare nessuna forma di crescita al loro interno.

In questa ottica, è opportuno evidenziare che le imprese non sono costantemente soggette a forze o stimoli di crescita, ma tendono ad intraprendere questa strada qualora vi siano condizioni favorevoli e opportune per avviare tale sentiero.

Infatti, le imprese (così come altre forme di organizzazione) sono soggette ad una costante dinamica al loro interno. Pertanto nella vita di un'impresa è possibile scorgere differenti fasi di evoluzione e regresso con scaglionamenti non continui. Quindi è altamente probabile che nella vita di un'impresa vi siano diverse fasi di crisi e di difficoltà di natura diversa (economica, organizzativa, finanziaria, etc.); in situazioni come queste, le imprese devono essere abili a contrastare, o per lo meno arginare, i sintomi di crisi, in modo tale da non far ripercuotere gli stessi sull'integrità dell'impresa stessa. Spesso, in questi casi, le imprese compiono delle operazioni di ristrutturazioni aziendali o rivedono interamente il proprio assetto strategico. Sono infatti situazioni comuni e ricorrenti le ristrutturazioni organizzative per far fronte alla crescita dimensionale o per assecondare il processo di internazionalizzazione, le cessioni di attività potenzialmente non strategiche in modo da rafforzare le risorse dirette al business *core* e infine le ristrutturazioni finanziarie per la crescita (Conca, 2010).

Uno degli elementi che hanno caratterizzato lo sviluppo delle imprese, negli scorsi decenni, è proprio un cambio radicale nello sviluppo dei modelli di competizione del successo. Ad esempio, è interessante pensare che il modello di impresa materiale è stato quasi completamente abbandonato e preferito al modello di impresa dematerializzata; questo passaggio, di certo, tende a valorizzare maggiormente il ruolo delle risorse e delle competenze, piuttosto che il mero valore aggiunto, inteso per lo più in senso produttivo.

Oltre a questa tendenza, è evidente che un ruolo in ascesa viene giocato maggiormente sugli aspetti di tipo immateriale, rispetto agli elementi tangibili (ampiamente caratterizzanti nei modelli di business tradizionali). Ed è proprio in questo contesto che bisogna muoversi in coerenza con la dinamicità del mercato (*orientamento proattivo*) e allo stesso tempo vi è la necessità allocare in maniera dinamica le risorse e adattare ai vari contesti le proprie competenze *core*.

Pertanto, questo orientamento verso la crescita richiede alle imprese lo sforzo di ripensare la propria organizzazione in termini di nuovi obiettivi, che possono essere schematizzati come segue (Conca, 2010):

- sviluppo di nuovi prodotti/servizi e di particolari soluzioni applicative;
- gestione della relazione con il cliente e il mercato;

- introduzione di logiche distributive alternative;
- presidio e sfruttamento della variabile tecnologica;
- utilizzo di competenze operative e logistiche;
- ampliamento del raggio d'azione a livello internazionale.

Se l'approccio dei manager e la loro sensibilità sono in linea con queste esigenze si creano le basi per generare le condizioni favorevoli per la crescita.

Di solito, in molte imprese, gli obiettivi di crescita possono essere raggiunti mediante alti sforzi di investimenti interni, ma può accadere anche una situazione completamente differente in cui le aziende sono prive delle competenze necessarie e del tempo necessario per poterle sviluppare in un tempo predeterminato. In condizioni come questa che è stata appena descritta, l'alternativa all'investimento interno è rappresentata dalla crescita esterna.

Per comprendere l'ottica con cui, in questo lavoro, saranno affrontate le operazioni di crescita esterna, si rende opportuno fare chiarezza sulle definizioni e sulla terminologia che saranno adottate in seguito.

In pratica, quando ci si riferisce alla crescita esterna in senso stretto ci si suole riferire all'insieme di operazioni, di natura straordinaria, di acquisizione di quote azionarie o di attività di altre imprese, con il conseguente passaggio dei diritti di proprietà, decisione e controllo ad un nuovo soggetto economico, che comunemente è rappresentata dall'impresa acquirente.

Proprio dal lato degli effetti generati, è opportuno distinguere i casi di acquisizioni orientate all'integrazione delle attività (fusione) rispetto a quelle che lasciano immutata l'autonomia a livello gestionale.

Infatti, mentre l'acquisizione è un'operazione di trasferimento del controllo di un'attività tramite passaggio della proprietà, la fusione rappresenta lo strumento che permette di operare, in maniera formale e tecnica, l'integrazione tra le due imprese oggetto dell'operazione strategica.

In sostanza, l'acquisizione è un processo che anticipa la fusione, mentre quest'ultima permette di comprendere come di fatto le imprese intendono operare a livello organizzativo (Conca, 2010) e strategico.

Sono diversi gli approcci semantici che queste operazioni possono assumere a secondo del contesto in cui sono collocate. Ad esempio nei paesi anglosassoni i

termini (*Merger and acquisition-M&A*) sono utilizzati in maniera complementare e infatti la società acquirente e quella acquisita vengono rispettivamente definite *incorporante* e *incorporata*. Nel diritto societario italiano, i termini assumono un significato completamente diverso e non sono assolutamente legati da rapporti di complementarità, come accennato in precedenza. Il punto di vista giuridico e legale non è oggetto di trattazione del paragrafo, piuttosto è maggiormente importante analizzare il punto di vista strategico e organizzativo delle operazioni di acquisizioni e fusione. Infatti, alla luce di queste breve premessa, tratteremo i significati delle due operazioni come sinonimi; per questo motivo esse saranno definite, da ora in poi, mediante l'uso del termine M&A, che indicano di norma delle operazioni di finanza straordinaria.

In linea generale, con il termine acquisizione si suole definire le varie forme di negoziazioni che riguardano essenzialmente i seguenti elementi:

- le quote (o parti di esse) rappresentative il capitale;
- la totalità delle attività aziendali (acquisizione di azienda);
- i rami aziendali;
- alcune specifiche attività¹.

¹ Queste forme di acquisizioni sono *sui generis* del tutto assimilabili a delle comuni decisioni di investimento, ma la fattispecie (ovvero caratterizzata da un funzionamento dell'attività acquisita in una realtà esterna) fa sì che esse vengano inserite nel novero delle acquisizioni (Conca, 2010).

1.2 Le alternative tra sviluppo interno e crescita esterna

Gli elementi finora evidenziati pongono l'evidenza che le imprese possono intraprendere diversi sentieri di crescita al fine di creare maggiore valore al proprio interno. In prima battuta, le strategie che le imprese possono percorrere sono caratterizzate da un duplice orientamento:

- per via interna;
- per via esterna.

Ognuna delle alternative presenta dei vantaggi e dei limiti che le imprese devono tenere ben in mente per progettare uno sviluppo di crescita in linea con le aspettative desiderate; infatti, esistono numerosi effetti che possono manifestarsi in un caso piuttosto che un altro, pertanto è necessario procedere un'analisi dei trade-off, di convenienza economica e di fattibilità del progetto di crescita; proprio per questo motivo, come in una qualunque decisione di esternalizzazione, l'analisi dei benefici e costi – differenziali ed incrementali – si presta in maniera positiva per la situazione analizzata, sebbene risulti molto difficile.

I motivi che sono alla base di tale complessità di questa forma decisione sono riconducibili a cinque fattori, evidenziate da Conca (2010):

1. il numero di variabili da considerare;
2. l'estensione degli effetti generati da ogni alternativa;
3. la diversità delle alternative poste in essere;
4. l'accertamento del profilo di rischio;
5. il grado di reversibilità della scelta intrapresa.

Il primo e il secondo fattore evidenziato dall'autore sono molto legati fra di loro, in quanto il numero ampio di variabili che influenzano la scelta influenza, direttamente o indirettamente, la molteplicità di conseguenze che possono generarsi nell'impresa (basti pensare agli effetti in termini di aspetti tecnologici, commerciali, organizzativi e finanziari), con caratteristiche assai differenti per ogni tipologia di caso analizzato.

La crescita mediante sviluppo interno pone le imprese davanti ad una scelta non limitata, ma con un'ampia possibilità di alternative (specie di carattere operativo), come di contro accade nelle forme di crescita di tipo esterno.

Un altro elemento da considerare nella scelta del binomio sviluppo interno-esterno concerne il grado di rischio che le due operazioni speculari possono generare all'interno dell'impresa, ma soprattutto nella creazione di valore per gli azionisti o gli investitori. Anche in questa analisi, la sostanziale diversità delle due modalità di crescita pone le imprese davanti ad una difficile analisi, in quanto tali forme rappresentano caratteristiche distinte e di conseguenza i diversi progetti di crescita hanno dei profili di rischio significativamente differenti.

Proprio quest'ultimo elemento viene riconosciuto dall'autore come il quarto fattore che guida il *trade-off* da considerare per intraprendere il sentiero della crescita: la scelta tra la crescita interna ed esterna genera di conseguenza dei problemi molto grandi in termini di possibilità di confronto, dato che tali progetti presentano gradi di rischio diversi.

Infine, l'ultimo fattore evidenziato pone l'attenzione sul grado di ritorno alla situazione iniziale prima della scelta di modalità della crescita. Su questo tema, lo sviluppo interno potrebbe essere considerato una scelta positiva rispetto la crescita esterna, poiché tra le sue caratteristiche principali si evidenziano:

- facile reversibilità della scelta di crescita;
- costi di uscita moderati.

Di contro, la possibilità di sviluppare il processo di crescita mediante l'alternativa esterna comporta il principio di un processo non reversibile – almeno esaminando l'ottica del breve e medio periodo -, con costi di uscita particolarmente elevati tale da essere sconsigliati come decisione. Pertanto, alla luce di queste considerazioni, le acquisizioni (e quindi in generale la crescita sviluppata esternamente) costituisce un'opzione altamente vincolante.

Per evitare proprio tali situazioni, le scelte di *make or buy* devono essere intraprese individuando e analizzando l'integrità dei fattori che possono influenzare la scelta. Il processo di analisi e valutazione non deve esaurirsi alla mera individuazione, ma deve

andare oltre e comprendere i possibili effetti² che queste scelte possono generare all'interno delle organizzazioni (vedasi **Tabella 1.1**).

Tabella 1.1 Le alternative tra crescita interna ed esterna: effetti generati

Crescita interna	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Corretto dimensionamento degli investimenti (accertamento della compatibilità finanziaria) ▪ Efficienza localizzativa (riflessi sul lay-out interno) ▪ Ricorso a tecnologie d'avanguardia ▪ Immediata integrabilità nella struttura preesistente (assenza di costi e tempi di transazione) ▪ Processo decisionale agevole e semplice ▪ Riflessi sul sistema competitivo causati dall'incremento della capacità produttiva settoriale
Crescita esterna	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obiettivi conseguibili in tempi rapidi ▪ Superamento di barriere all'ingresso ▪ Possibilità di acquisire competenze scarse ▪ Risparmio di costi e tempi nell'acquisizione di quote di mercato ▪ Ampie potenzialità sinergiche (riduzione dei costi, sinergie distributive) ▪ Riduzione dei rischi sul fronte dell'innovazione tecnologica ▪ Apertura di finestre strategiche ▪ Effetti positivi sull'immagine ▪ Sfruttamento di vantaggi finanziari e fiscali ▪ Criticità dell'integrazione post-acquisizione

Fonte: Conca, 2010

Uno dei fattori da evidenziare nella scelta tra le alternative di sviluppo interno e sviluppo esterno riguarda la destinazione delle aree aziendali che vengono influenzate da tali scelte (Conca, 2010). Sebbene il grado di influenza sia differente da caso a caso, l'autore individua tre principali effetti su cui essi possono ricadere:

- sul fronte finanziario;
- sul fronte tecnologico;
- sul fronte organizzativo.

Per quanto concerne gli aspetti finanziari, lo sviluppo interno consente di utilizzare le risorse necessarie alla realizzazione di un determinato progetto, rientrando nel limite finanziario imposto dal budget, configurando in tal senso la crescita interna come una scelta molto flessibile.

Invece, la crescita mediante sviluppo esterno rappresenta una scelta di tipo assoluto, in quanto l'entità del valore finanziario dell'operazione è un elemento poco influenzabile dai manager dell'impresa.

² Come evidenziato da Conca (2010), il processo di analisi degli effetti generati mira a valutare gli aspetti qualitativi e quantitativi che misurano l'entità del caso specifico di crescita esterna.

Inoltre, sempre per quanto riguarda la scelta di crescita esterna tramite acquisizione, la scelta può portare al contestuale acquisto di una serie di attività, beni materiali (o immateriali) che non sono funzionali all'acquirente, dai quali egli non può sottrarsi, sia per vincoli contrattuali sia per impossibilità di scorporo di tali attività.

Vista in quest'ottica, la crescita esterna costituisce un'alternativa molto rigida e non conveniente, almeno sotto il profilo finanziario, rispetto l'ipotesi di crescita sviluppata internamente.

Il cambio di ottica di analisi – non più finanziario, bensì tecnologico e organizzativo – mette nuovamente in cattiva luce la scelta di sviluppo esterno. Sotto questi aspetti, infatti, la crescita interna costituisce un'alternativa altamente flessibile e consente ai manager di decidere il livello ottimale di tecnologia in relazione al progetto che si vuole realizzare. Chiaramente possiamo benissimo intuire che imprese già operanti con un determinato *set* tecnologico non si sposano con il contesto analizzato, dato che esse potrebbero risultare non adeguate al livello e alla tipologia di tecnologia richiesta dall'impresa.

Anche il lato organizzativo³ assume una primaria importanza nell'analisi del binomio di alternative.

In teoria lo sviluppo interno non pone queste problematiche, in quanto gli effetti organizzativi sono ampiamente programmabili e conosciuti *ex ante*. La soluzione esterna può generare dei problemi organizzativi, dovuti principalmente alle diverse strutture organizzative, culture presenti, le routine impiegate, etc. Pertanto in queste condizioni, è probabile che, una volta portato a termine il processo di acquisizione, l'impresa acquirente proceda a riorganizzare nuovamente l'assetto della società.

L'approccio teorico che è stato adottato in quest'analisi interessa principalmente: la funzione produzione, le funzioni commerciali e di marketing, la funzione finanza, la funzione legali e ultimo l'imprenditore (o genericamente gli azionisti) dell'impresa. Tale approccio non tiene in considerazione di un aspetto molto importante, ovvero la dimensione competitiva. Infatti queste di sviluppo della crescita impattano, ovviamente, in *primis* sul lato interno delle imprese, ma aspetto più importante è il

³ In molti casi, le scelte tra le alternative si basano proprio sull'impatto che tale scelte possono avere a livello organizzativo-culturale e nelle modalità con cui è possibile procedere all'integrazione tra le varie strutture organizzative o produttive preesistenti.

fatto che esse oltrepassano il confine aziendale, influenzando in parte anche l'ambiente esterno all'impresa stessa.

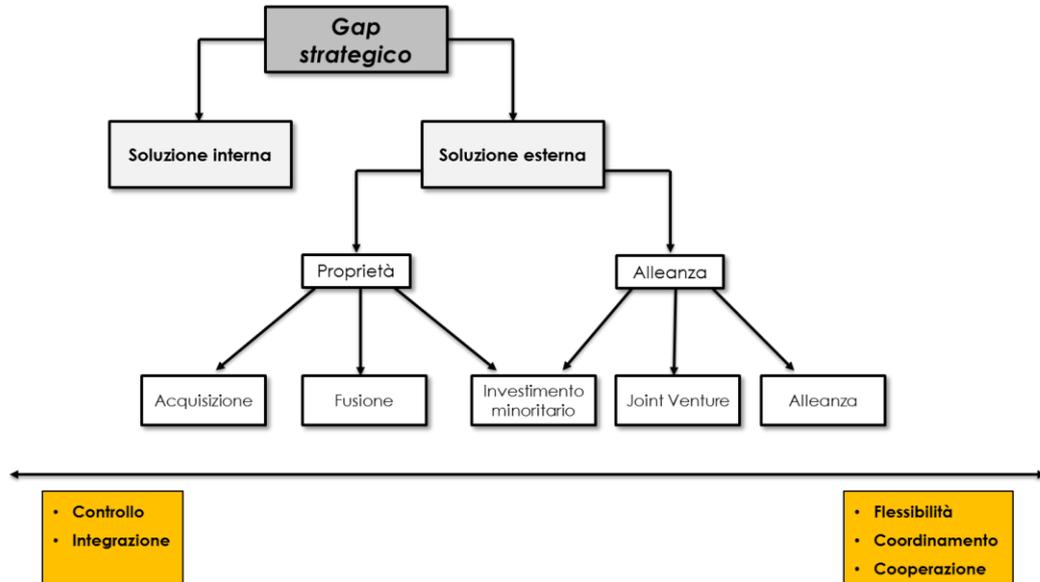
Un esempio che può essere di aiuto alla comprensione di quanto detto può essere il seguente: una politica di sviluppo interna, tramite aumento del livello dei volumi di produzione, può generare degli effetti che possono portare degli squilibri all'interno del settore in cui l'impresa opera (ad esempio un abbassamento del livello dei prezzi grazie ai vantaggi di economia di scala ottenibili o la dilazione dei pagamenti). Invece, la situazione esterna non genera questa forma di variabilità in quanto la scelta non genera variazioni a livello produttivo, in quanto le quote di produzione vengono soltanto trasferite tra soggetti economici differenti (Conca, 2010).

Però anche lo sviluppo interno può generare delle situazioni di instabilità all'interno del sistema economico e competitivo in cui l'impresa è situata; ad esempio se la crescita porta a situazioni di monopolio all'interno del settore, ciò può trasformare significativamente l'equilibrio competitivo. In questi casi, la soluzione viene affidata all'intervento di forme istituzionali (quali antitrust, garanti, associazioni di categoria, etc.).

Lo scopo del paragrafo era quello di cercare di comprendere i meccanismi di fondo che le imprese devono considerare quando meditano lo sviluppo del proprio processo di crescita. Acquisizioni o sviluppo interno non esauriscono il novero delle modalità di crescita. Giusto per completezza della trattazione, vi è una terza via che le imprese possono intraprendere, per certi aspetti simile all'acquisizione, ma di certo non completamente coincidente; si tratta della cosiddetta "crescita per via contrattuale" che si esplica nella forma dell'alleanza strategica, la quale può essere considerata come un'alternativa intermedia tra i due casi esposti nel paragrafo.

Infine, la caratteristica che vale la pena notare, che contraddistingue tutte e tre le modalità, è la loro nascita come elemento volto a chiudere un *gap* di natura strategica, nato da una debolezza di natura competitiva, che le separa dai suoi principali competitors. Proprio alla luce di questa chiave di lettura, è possibile concludere e riassumere quanto detto tramite il seguente modello (Singh e Zollo, 2004), che valuta le alternative sulla base di un *trade-off* di carattere organizzativo (**Figura 1.1**).

Figura 1.1 Il *trade-off* organizzativo nella riduzione del gap strategico



Fonte: Singh e Zollo, 2004

1.3 Il mercato delle acquisizioni in Italia

1.3.1 Caratteristiche e trend del mercato delle acquisizioni

Negli ultimi anni, le operazioni di M&A, come accennato in precedenza, vengono concepite sempre più come una leva strategica per la creazione di valore all'interno delle imprese, piuttosto che come una mera operazione finanziaria.

Questa forma di modalità di crescita riceve sempre più interesse da parte delle imprese, tanto da trovare il consenso a livello globale. In questo panorama, la crescita tramite forme esterne di acquisizione sembra essersi diffusa notevolmente anche nel nostro territorio; anzi, proprio in riferimento al caso italiano, le acquisizioni sono un valido strumento per comprendere al meglio il processo economico che ha caratterizzato l'intera nazione; ciò è dovuto al fatto che le acquisizioni:

- sono all'origine di cambiamenti sostanziali nel nostro sistema industriale;
- indicano la direzione di determinati orientamenti strategici all'interno delle imprese del sistema paese;
- coinvolgono una molteplicità di interessi e individui (*stakeholders*).

I trend in atto sul mercato globale delle acquisizioni sembrano confermare quanto evidenziato in precedenza⁴, sebbene nel 2009 vi sia stato un brusco calo dovuto al rallentamento dell'economia globale che ha impattato sullo sviluppo delle imprese tramite crescita esterna (verosimilmente anche la crescita interna ha subito un rallentamento).

L'andamento del mercato delle acquisizioni in Italia si inserisce perfettamente in questo panorama di crescita – con lo stesso trend del 2009 in periodo di crisi registrato anche a livello globale - infatti, il progressivo miglioramento della situazione economica generale e le condizioni più favorevoli sui mercati finanziari europei ed italiani si sono rivelati complici nell'aumento della fiducia degli operatori italiani e nell'attrazione di investitori stranieri nel nostro Paese.

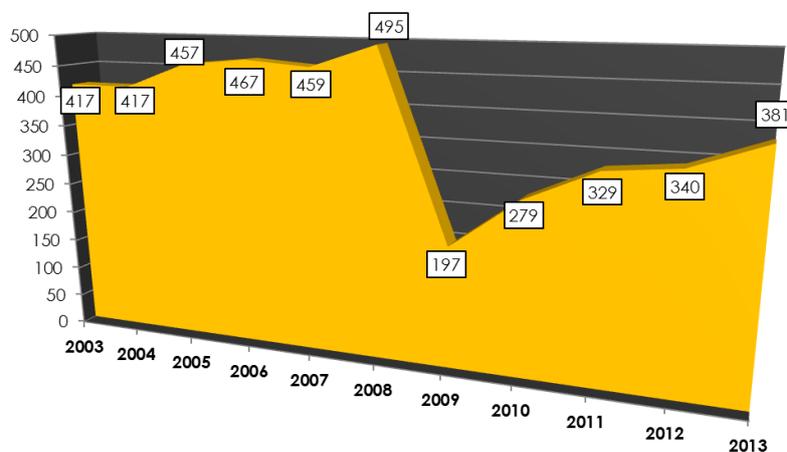
⁴ Rapporto M&A. *I mercati preparano la ripresa*, 2014. KPMG (Divisione Corporate Finance).

La situazione italiana, come evidenzia Conca (2010), conferma che la teoria che i processi di acquisizione non anticipano il ciclo economico positivo, ma sono prociclici, nel senso che sono correlati in maniera diretta alla natura (positiva o negativa che sia) del ciclo contingente.

Secondo i dati di KPMG, le operazioni di M&A in Italia hanno segnato un andamento abbastanza ciclico con una significativa crescita a partire dal 2003 sino al 2008 (anno della crisi), uno stagnamento nel 2009 (anno di piena crisi economica e finanziaria) e nuovamente una ripresa positiva a partire dal 2009 sino ai giorni nostri. Sebbene non siano ancora presenti dati sicuri sul 2014, le tendenze registrate nel primo trimestre (secondo dati KPMG) sono state molto positive⁵.

I grafici seguenti (**Grafico 1.1** e **Grafico 1.2**) offrono dei validi spunti di analisi sui trend storici avvenuti all'interno del panorama delle acquisizioni in Italia, ma soprattutto forniscono un utile strumento per evidenziare, a livello quantitativo, il punto di vista della numerosità e del valore delle operazioni nell'arco degli ultimi dieci anni.

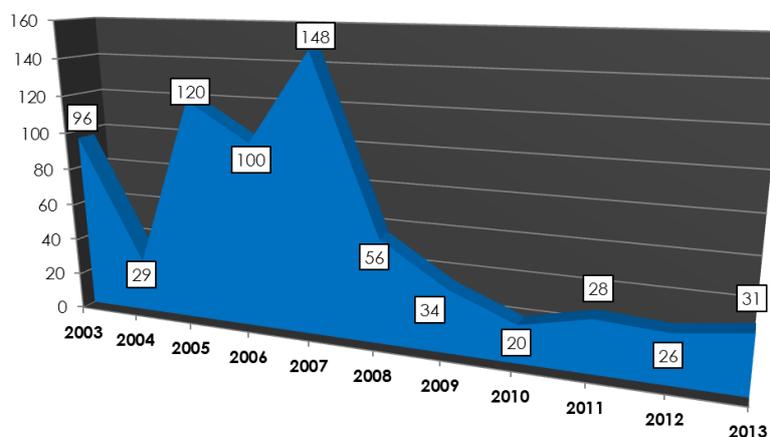
Grafico 1.1 Il mercato delle acquisizioni in Italia: numero di operazioni



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG

⁵ A tal proposito, l'analisi condotta da KPMG ha censito 105 operazioni di M&A per 10,7 miliardi di euro di controvalore. Un risultato messo a segno grazie a grossi deal come la fusione Fiat-Chrysler (2,7 miliardi di euro) e l'affare Unipol-Fondiaria Sai (2,6 miliardi). *Fonte: Il Sole 24 Ore*

Grafico 1.2 Il mercato delle acquisizioni in Italia: controvalore delle operazioni (dati in miliardi di €)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG

Per quanto riguarda le modalità principalmente usate dalle due controparti in un processo di acquisizione, la trattativa privata (tramite scambio di quote societarie) rimane il meccanismo più usato. In alternativa, gli investitori possono procedere tramite acquisizione di rami aziendali o particolari *asset*. L'esistenza di questa seconda forma di trattativa, peraltro usata in maniera molto limitata, è la dimostrazione di come le risorse vengono allocate in maniera dinamica dalle imprese. Infatti, mediante l'acquisizione di rami o di asset aziendali, le imprese possono rafforzare la propria presenza in determinate aree strategiche di affari, che invece sono oggetto di disinvestimento da parte dei concorrenti. Analizzando la situazione dal lato speculare, l'uscita da determinati business o settori può essere alla base della ricerca di nuove risorse per sviluppare e concentrarsi sul *core business*.

Come è noto, i processi di acquisizione assumono delle caratteristiche particolare, a secondo delle condizioni presenti nel sistema economico e nel mercato a cui fanno riferimento. Le principali fattori che sono importanti nell'influenzare le varie diversità tra i processi di acquisizione sono riassumibili come segue (Conca, 2010):

- consolidamento del *core business* (attraverso l'integrazione con i competitor, in modo tale da aumentare le quote di mercato, ridurre i costi, sfruttare le sinergie che vi possono presentare;

- una chiara visione dei disinvestimenti in chiave strategica;
- la rilevanza delle operazioni *cross border*⁶ come risposta all'apertura internazionale e alla globalizzazione dei mercati e delle aree competitive di riferimento;
- la maggiore frequenza di operazioni di grandi dimensioni;
- la maggiore consapevolezza da parte delle PMI di poter conseguire strategie di sviluppo per vie esterne;
- il crescente ruolo degli investitori istituzionali;
- la disponibilità di risorse per finanziare l'acquisizione;
- l'accresciuta maturità delle imprese e dei partner finanziari coinvolti nel processo di acquisizione.

Proprio quest'ultimo elemento si pone come conferma di quanto affermato in precedenza, ovvero sul ruolo principale dell'Italia nell'affermazione di un mercato vero e proprio con strutture, meccanismi, regole stabili e in linea con gli altri mercati più avanzati; ciò mette la nostra nazione nelle condizioni favorevoli per l'avvio di un mercato delle imprese a livello di Unione Europea (Conca, 2010).

1.3.2 Il profilo settoriale

L'analisi del mercato delle acquisizioni in Italia ha attraversato in maniera trasversale una buona parte dei settori della nostra economia, sebbene l'intensità di ogni operazione sia differente a secondo del caso specifico che si analizza. Oggetto del paragrafo sarà appunto evidenziare i settori di sbocco che vengono preferiti dalle imprese, in quanto maggiormente attrattivi per l'implementazione di strategie di crescita esterna mediante acquisizione.

Prima di constatare la situazione odierna, è interessante procedere con un inciso sui trend storici che hanno attraversato il settore. A proposito di ciò, nell'ultimo decennio, il mercato delle acquisizioni in Italia si è caratterizzato per un significativo cambiamento nel peso dei vari settori; infatti, i dati storici confermano una diminuzione di questa forma di crescita nel panorama industriale, mentre si rafforza il ruolo delle acquisizioni all'interno del settore delle banche e dei servizi finanziari.

⁶ Verosimilmente sono le operazioni di acquisizione che avvengono tra le imprese italiane e straniere.

La tabella seguente (**Tabella 1.2**) evidenzia i settori in cui si sono succeduti le acquisizioni nel nostro paese, corredato dal contestuale tasso di crescita (che per comodità di analisi è limitato ad un mero giudizio qualitativo. Quello che emerge da questi dati storici è un panorama sui settori maggiormente coinvolti ai giorni nostri – sebbene l’analisi (Conca, 2010) sia riferita come ultimo anno al 2009 – con un particolare riferimento al periodo di fermento dovuto alla crescente affermazione delle *new economies* (sviluppate principalmente tra il 2000 e il 2002) e al periodo successivo fino all’avvento della crisi globale del 2007, che ha attraverso trasversalmente buona parte dei settori e quindi di conseguenza anche lo sviluppo delle forme di crescita tramite acquisizione.

Tabella 1.2 I principali settori interessati dai processi di acquisizione

	1994-1996	1997-1999	2000-2002	2003-2007	2008-2009
Elevata crescita	Utilities, Trasporti, Banche, Telecomunicazioni, Turismo, Immobiliare	Utilities, Informatica, Commercio	Informatica, Telecomunicazioni, Immobiliare	Banche, Utilities	Banche, Finanziarie, Utilities
Crescita	Alimentare, Chimico, Informatica, Meccanico, Servizi diversi, Mezzi di trasporto, Commercio, Elettronica	Elettronica, Editoria, Mezzi di trasporto, Immobiliare	Alimentare, Servizi diversi, Assicurazioni, Commercio, Turismo	Mobili, Commercio, Telecomunicazioni	Alimentare, Mezzi di trasporto, Meccanico, Servizi diversi, Biomedicale
Stabilità	Assicurazione, Tessile abbigliamento e calzature, Finanziarie, Editoria	Banche, Meccanico, Tessile abbigliamento e calzature, Servizi diversi, Trasporti, Telecomunicazioni	Meccanico, Utilities	Trasporti, Servizi diversi, Tessile abbigliamento e calzature, Immobiliare, Assicurazioni	Tessile abbigliamento e calzature, Telecomunicazioni, Chimico, Informatica
Riduzione	/	Turismo, Alimentare, Finanziarie, Chimico	Tessile abbigliamento e calzature, Finanziarie, Chimico, Banche, Mezzi di trasporto, Editoria, Trasporti, Elettronica	Mezzi di trasporto, Meccanico, Alimentare, Chimico, Informatica, Turismo	Immobiliare, Commercio

Fonte: Conca, 2010

Il panorama sui dati storici è necessario per la comprensione della situazione passati e permettere un approccio maggiormente facilitato alla situazione attuale. Lo svolgimento dell’analisi dei dati attuali – intesi all’anno 2013, ultimo disponibile – ci permette di valutare i trend sulla base dei macrosettori di appartenenza delle imprese acquirenti (*bidder*) e delle acquisite (*target*). Quindi, in ragione di questo motivo, scinderemo l’analisi seguendo tale distinzione.

Analisi settoriale Bidder

Il peso dei settori di provenienza delle aziende acquirenti ha subito notevoli cambiamenti nel 2013 rispetto ai controvalori. Come riportano i dati KPMG, i beni industriali (che includono in senso lato costruzioni, chimica, automobili, nonché le classiche lavorazioni industriali quali la siderurgia, la meccanica e l'impiantistica) guidano la classifica dei settori per contributo al valore delle operazioni, rappresentando un controvalore di operazioni di M&A pari a circa 7 miliardi di euro (dato quasi quadruplicato rispetto i valori del precedente anno). Tale valore rappresenta il 23% del mercato totale, il 24% dei volumi di operazioni totale e 90 operazioni ultimate.

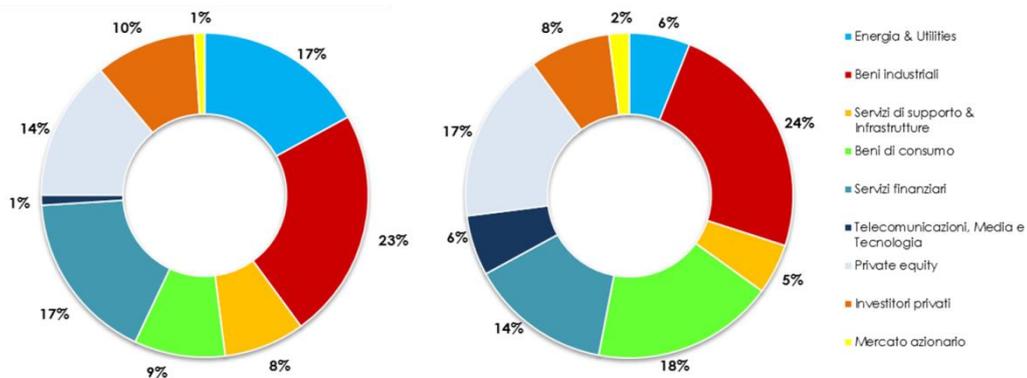
Continuano la classifica al secondo posto *ex equo* i settori dell'Energia e delle Utilities unite ai Servizi Finanziari; essi rappresentano un controvalore di operazioni di 5.3 miliardi di euro, attestandosi a quota 17% del valore complessivo.

Il podio è chiuso dagli investimenti realizzati da investitori di *Private equity*, il cui peso sul totale del valore delle operazioni di M&A è pari al 14% (anch'esso in crescita rispetto il precedente anno).

Il mercato dei beni di consumo, che è stato il settore protagonista dell'anno 2011 per operazioni realizzate e valore associato⁷ (dati KPMG), rimane comunque il secondo per numero di operazioni effettuate con un valore pari al 17%. La lettura dei grafici successivi (**Grafico 1.3**) sarà chiarificatrice e semplificatrice dei dati appena descritti, permettendo una rapida analisi dei settori suddivisi in questo caso per società acquirenti.

⁷ Tale comparto contava per il 32% del totale del valore di operazioni di acquisizioni realizzate

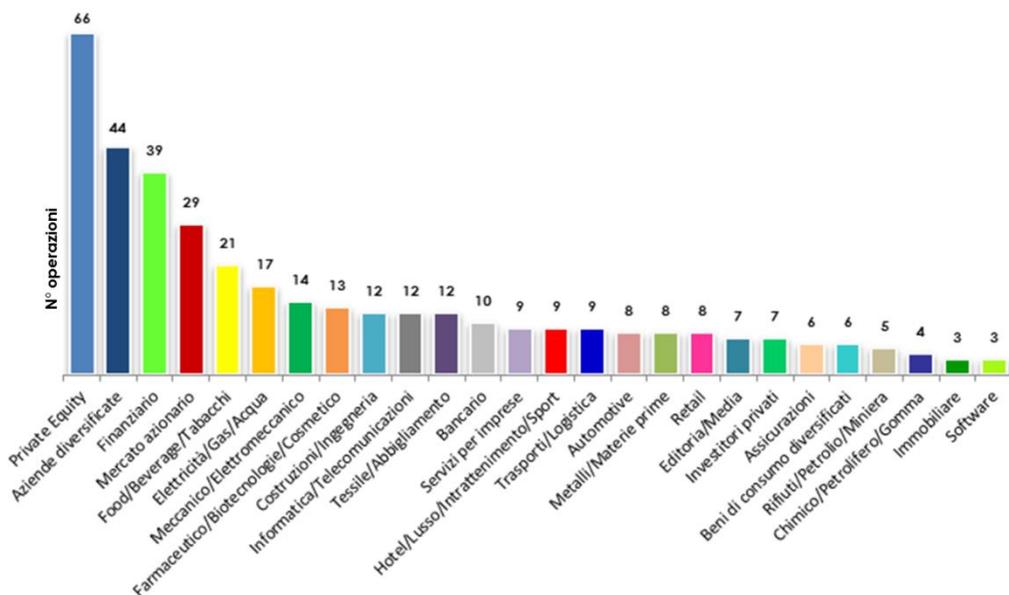
Grafico 1.3 Il mercato italiano delle M&A: peso % del numero di operazioni completate e del controvalore per settore di appartenenza delle imprese acquirenti (Anno 2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG Corporate Finance

Oltre alla rappresentazione grafica già viste, un ulteriore dato che merita una particolare attenzione è il numero di operazioni di finanza straordinaria – effettuate tramite la forma delle M&A – suddivise per settore appartenenza dell’impresa acquirente (*bidder*), il quale è da ritenersi in termini scomposti e quindi maggiormente dettagliati rispetto al grafico precedente (Grafico 1.4).

Grafico 1.4 Il mercato italiano delle M&A: analisi dettagliata per settore del numero di operazioni delle imprese acquirenti (Anno 2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG Corporate Finance

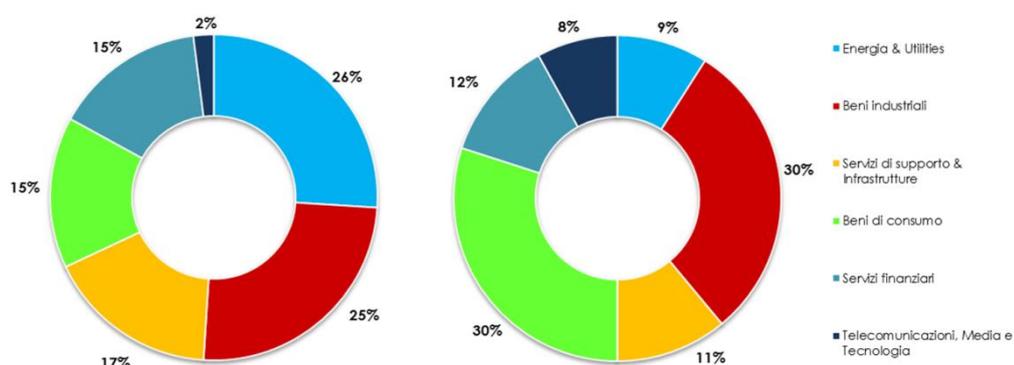
Analisi settoriale Target

Per completezza di trattazione, il procedimento di analisi del settore, già effettuato in precedenza con le imprese acquirenti, sarà adesso ripetuto dal punto di vista delle società acquisite, comunemente definite *target*.

Anche nel caso delle imprese acquisite è possibile evidenziare forti variazioni rispetto all'anno precedente. Ad esempio, secondo i dati KPMG, il settore dei servizi finanziari, il quale contribuiva nel 2012 per il 36% sul controvalore del totale delle operazioni, ha registrato un calo molto netto, che fa attestare il settore alla quarta posizione con un controvalore di 4.5 miliardi di euro (15% del totale del controvalore delle operazioni di M&A). Va comunque precisato che lo stesso settore ha raddoppiato il numero di operazioni effettuate (45 operazioni registrate nel 2013) rispetto il precedente anno.

La classifica dei settori delle imprese acquisite, in termini di controvalore delle operazioni di acquisizione, è guidata dal settore dell'Energia & Utilities e da mercato dei beni industriali e dal – rispettivamente 8.0 e 7.8 miliardi di euro). Le operazioni di acquisizione che hanno come oggetto imprese industriali sono state pari a 113, valore uguale al 30% del totale del numero delle operazioni, al pari del mercato dei beni di consumo (i quali hanno registrato un incremento di oltre il 200% rispetto il 2012). Uno schema grafico (**Grafico 1.5**) aiuterà a facilitare la lettura dei dati appena visti.

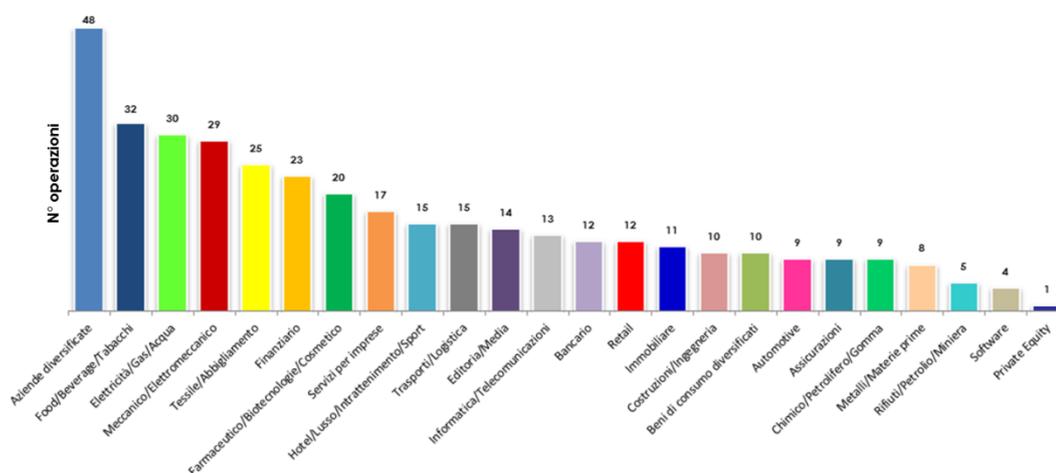
Grafico 1.5 Il mercato italiano delle M&A: peso % del numero di operazioni completate e del controvalore per settore di appartenenza delle imprese acquisite (Anno 2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG *Corporate Finance*

Come visto nel caso delle imprese bidder, il focus successivo sarà quello di analizzare i settori in maniera molto più dettagliata, in modo da evidenziare la specificità delle attività all'interno dei macrosettori che ha attraversato le operazioni di acquisizioni, dal punto di vista delle imprese acquisite (**Grafico 1.6**).

Grafico 1.6 Il mercato italiano delle M&A: analisi dettagliata per settore del numero di operazioni delle imprese acquisite (Anno 2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG *Corporate Finance*

Un elemento che differenzia sostanzialmente l'andamento nei settori per le imprese acquirenti e acquisite è la totale assenza di determinati settori, o ancor meglio di alcuni operatori, tra le imprese acquisite. È il caso infatti degli investitori (sia istituzionali, verosimilmente il mercato azionario, sia privati) e dei fondi di *Private equity*. È facilmente intuibile che la motivazione alla base di questa osservazione risiede proprio nella politica strategica di questi operatori, i quali per aumentare il proprio valore e crescere ulteriormente svolgono delle operazioni di acquisizione (sfruttando spesso la possibilità di possedere di enormi risorse liquide)⁸. Di contro, risulta molto raro il caso speculare, ovvero che gli investitori o i fondi di *Private equity* siano oggetto di compravendita da parte di ulteriori soggetti esterni. Fermo restando

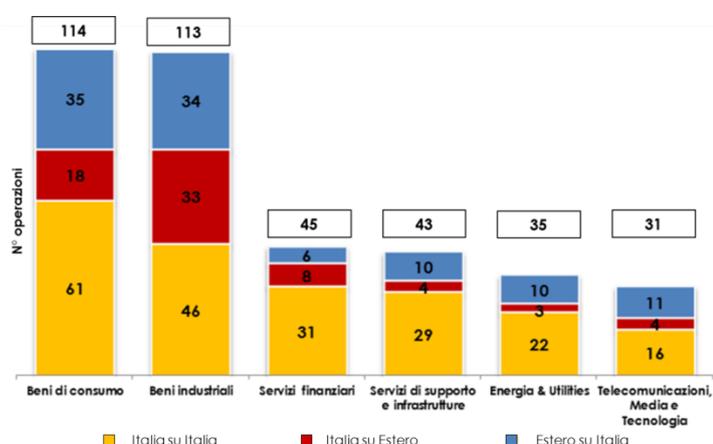
⁸ È frequente la casistica dei fondi di *Private equity* che acquisiscono le imprese, operano ristrutturazioni al loro interno (organizzative, strategiche, finanziarie) al fine di aumentare il loro valore. In questo modo è possibile cedere le quote acquisite spuntando un prezzo di vendita maggiore rispetto l'acquisto generando un elevato surplus di liquidità che possono impiegare in nuovi investimenti in partecipazioni.

le condizioni di rarità, il caso di acquisizione speculare rimane sempre possibile, sebbene non siano stati rilevati elementi di attenzione da portare in rilievo e come esempio particolare in questo senso.

Una volta aver chiarito la distribuzione delle operazioni di acquisizioni all'interno dei settori, con attenzione particolare alla suddivisione tra società *target* e società *bidder*, un ulteriore e interessante punto di analisi può essere la suddivisione delle direzioni di queste operazioni di M&A, in modo da individuare la provenienza specifica (dal punto di vista della società acquisita). In questo modo, è inoltre possibile rapportare i settori evidenziati in precedenza con l'interesse di determinati operatori e comprendere eventualmente quali settori godono di maggiore rilevanza nei mercati esteri o nazionali.

Come mostrato dal successivo grafico (**Grafico 1.7**), alla luce dei dati KPMG e dei settori già visti, il comparto dei servizi finanziari e dei beni di consumo si sono rivelati i settori con il più alto valore di operazioni di acquisizione realizzato da operatori esteri sulle imprese italiane. Invece, le operazioni nazionali (Italia su Italia) hanno subito una riduzione in buona parte del settore (escludendo il caso dei servizi finanziari che sono passati dalle 3 operazioni del 2012 alle 31 completate nel 2013); infine guardando i dati sul lato delle operazioni Italia su Estero, solo il mercato dei beni industriali ha osservato un aumento dei volumi (da 22 a 33) in termini di operazioni concluse.

Grafico 1.7 Il mercato italiano delle M&A: direzione delle operazioni per settore delle società acquisite (Anno 2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG *Corporate Finance*

1.3.3 Il profilo dimensionale

Per un'analisi più approfondita della struttura del mercato delle acquisizioni in Italia è necessario individuare, oltre alla distribuzione per settori, la variabile dimensionale. Infatti, il ruolo della dimensione è molto importante per comprendere l'entità dei controvalori registrati nel completamento di ogni operazione di M&A. Anche in questo caso, come già fatto nell'analisi del profilo settoriale, sarà lasciato spazio ad un confronto dei dati attuali (riferiti al 2013) rispetto ai trend registrati negli scorsi anni (ovvero il 2011 e 2012). A riguardo di tali dati, forniti da KPMG, la seguente tabella (**Tabella 1.3**) sarà utile per leggere i dati in maniera molto schematica e rapida.

Analizzando questi dati, il mercato delle acquisizioni con valori medi di controvalore delle operazioni (*middle market*), che si riferisce verosimilmente a tutte le operazioni nella quale la società acquisita ha una valorizzazione del 100% del valore dell'impresa (*Equity Value*) compresa tra i 50 e i 250 milioni di euro ha registrato un aumento del valore rispetto a quanto avvenuto nei precedenti anni⁹.

Tabella 1.3 Il mercato italiano delle M&A: numero operazioni per controvalore (Anni 2011-2013)

2011				
Milioni di €	Italia su Italia	Italia su Estero	Estero su Italia	Totale
<50	122	48	80	250
Middle market	21	5	10	36
<i>Tra 50 e 75</i>	6	2	5	13
<i>Tra 75 e 125</i>	6	3	2	11
<i>Tra 125 e 250</i>	9	0	3	12
>250	15	9	19	43
Totale	158	62	109	329

⁹ A supporto di quanto evidenziato, nel middle market si sono completate 51 operazioni nel 2013 (rispetto alle 28 del 2012 e le 36 del 2011); di conseguenza il controvalore associato è aumentato a 6.1 miliardi di euro nel 2013, in contrasto con i dati del 2012 e 2011, pari rispettivamente a 3.1 e 2.7 miliardi di euro)

2012

Milioni di €	Italia su Italia	Italia su Estero	Estero su Italia	Totale
<50	158	51	72	281
Middle market	11	9	8	28
<i>Tra 50 e 75</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>1</i>	<i>6</i>
<i>Tra 75 e 125</i>	<i>4</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>9</i>
<i>Tra 125 e 250</i>	<i>6</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>13</i>
>250	17	3	11	31
Totale	186	63	91	340

2013

Milioni di €	Italia su Italia	Italia su Estero	Estero su Italia	Totale
<50	134	61	76	271
Middle market	35	3	13	51
<i>Tra 50 e 75</i>	<i>14</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>18</i>
<i>Tra 75 e 125</i>	<i>9</i>	<i>2</i>	<i>6</i>	<i>17</i>
<i>Tra 125 e 250</i>	<i>12</i>	<i>0</i>	<i>4</i>	<i>16</i>
>250	36	6	17	59
Totale	205	70	106	381

Fonte: KPMG Corporate Finance

In generale, analizzando il mercato delle acquisizioni dal punto di vista delle dimensioni delle transazioni completate, alla luce dei dati presenti sulla precedente tabella emerge che:

- il valore delle operazioni con un controvalore molto alto (> 250 milioni di euro) è aumentato in senso assoluto (passando da 59 operazioni rispetto alle 31 del precedente anno);
- le transazioni nazionali guidano il mercato tra le operazioni di grossa entità con un valore maggiore dei 250 milioni di euro.
- il *middle market* ha registrato un aumento significativo, in termini assoluti, rispetto il precedente anno.

1.4 Le tipologie di acquisizioni: *la matrice di attrattività*

Il modello principale di valutazione di un'acquisizione è quello della creazione di valore per l'impresa e per gli azionisti. Se l'acquisizione genera valore in questo senso potrà di certo dirsi che sia stata compiuta con successo.

Per quanto concerne l'ottica valutativa della creazione di valore, Porter (1987) identifica tre fattori principali:

- l'attrattività del settore in cui opera il business o l'impresa che si intende acquisire;
- il vantaggio parentale in termini sinergici che si genera dopo l'acquisizione;
- il prezzo dell'azienda – o del ramo aziendale – che si intende acquisire.

L'attrattività del settore pone in essere un tipo di valutazione altamente oggettiva, perché permette di analizzare il valore dell'impresa prescindendo dalle competenze che l'impresa *bidder* può mettere sul campo. Solitamente, per un'analisi dettagliata – a livello qualitativo – dell'attrattività del settore, l'autore statunitense ha elaborato il modello delle cinque forze, le quali identificano le forze in atto sul settore di riferimento e ne studiano di conseguenza la loro pressione e l'impatto sulla redditività totale del settore. Invece, per quanto attiene al lato quantitativo, è opportuno valutare la dimensione e il segno (positivo o negativo) dello scostamento tra l'attrattività media del settore – solitamente espressa in termini di *Return On Investment* – e il costo del capitale necessario per potere operare all'interno del settore stesso.

Il vantaggio parentale (Collis e Montgomery, 2012) consiste nell'abilità dell'impresa *bidder* nel generare una maggiore performance in termini economici e di competitività del business o dell'impresa che si intende acquisire. In sostanza, questo elemento si interroga sulla relazione della casa madre e il business/impresa da acquisire, ovvero se essa sia in grado di generare maggiore valore rispetto al profilo societario, organizzativo e istituzionale precedente all'acquisizione (solitamente una collocazione autonoma o appartenenza ad un'impresa multi business). Il supporto che viene fornito in questo senso dall'impresa madre dipende fortemente dall'articolazione del modello di strategia aziendale e dal modello organizzativo

(verosimilmente dal grado di controllo familiare) del nuovo business da acquisire rispetto all'impresa acquisitrice.

Infine, il prezzo pagato dalla *bidder* per acquisire l'impresa *target* o un particolare business, rappresenta una crucialità nel processo di valutazione in quanto è l'ultimo elemento che viene considerato e che porta o meno alla decisione finale. Possiamo benissimo intuire che un prezzo molto alto va a svantaggio dell'impresa acquirente perché rischia di far sì che quest'ultima si tiri indietro dalla trattativa; infatti, un prezzo elevato può schiacciare a zero la convenienza dell'acquirente di controllare il business o l'impresa che sono potenzialmente importanti per l'attrattività del settore che per il vantaggio parentale che ne potrebbe conseguire. All'opposto, invece, l'acquisto di un'impresa che opera in un settore maturo e risulta lontana dall'identità dell'acquirente potrebbe risultare interessante a seguito di un ribassamento del prezzo.

Questi tre elementi possono essere messe insieme, in modo da costituire le variabili – entrambi con caratteristiche alte e basse - di base per la costruzione della **matrice di attrattività delle acquisizioni (Figura 1.2)**, la quale fornisce una tassonomia molto efficace delle acquisizioni in funzione dell'attrattività sia del settore sia del vantaggio parentale.

Figura 1.2 La matrice dell'attrattività delle acquisizioni

Attrattività del settore	Alta	<p>Acquisizione OPPORTUNISTA</p> <p>Accettabile se:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Prezzo basso ▪ Vantaggio potenziale derivante dalle competenze di general management 	<p>Acquisizione CONNATURATA</p> <p>Accettabile anche se il prezzo è alto (comunque rispettando i limiti stabiliti)</p>
	Bassa	<p>Acquisizione INDECIFRABILE</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Non accettabile anche se il prezzo è basso ▪ Possibili ragioni politiche o competitive (competizione multipla) 	<p>Acquisizione SFIDANTE</p> <p>Accettabile se:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Prezzo basso ▪ Competenze in grado di cambiare le regole del gioco del settore o segmento del settore
		Bassa	Alta
		Attrattività parentale	

Fonte: Molteni e Invernizzi (2010)

Nel caso di un'acquisizione *connaturata*, ovvero quando l'impresa acquirente gode di alta attrattività in termini di settore e vantaggio parentale; in questi casi, la *bidder* può pagare per l'acquisizione un prezzo elevato, rispettando comunque determinati limiti. Proprio per questa ragione, questa tipologia di acquisizione può essere intrapresa per aumentare la gamma del portafoglio di business.

Invece, la situazione speculare viene definita acquisizione *indecifrabile*, in quanto è difficile valutare una situazione di generazione di valore all'interno dell'impresa. In realtà, sebbene ci si aspetta il contrario, queste operazioni sono abbastanza frequenti. La ragione di questa operazioni non va visto in chiave razionale o economica sull'ottica dell'impresa, quanto piuttosto su logiche extraeconomiche, come ad esempio la ricerca del potere personale (Collis e Montgomery, 2012). Può capitare che questa forma di acquisizione presenta anche una logica economica, che però non va vista nell'ottica tradizionale, ma tramite una visione più ampia. Ciò può essere il caso di un'impresa che persegua una strategia di competizione multipla, la quale acquisisce business o impresa dal quale non trae valore in maniera diretta, ma possono essere strumenti utili a indebolire il potere di un concorrente, affinché si costruiscano le basi (economiche e competitive) per lo sviluppo futuro del portafoglio dell'impresa.

In seguito, si parla di acquisizione *opportunistica* quando l'impresa acquisisce una *target* operante in un settore molto attrattivo, ma che presenta una bassa relazione con le competenze e i business in cui la *bidder* opera. In questo caso l'acquisizione si configura come positiva e vantaggiosa solo se sussistono due condizioni fondamentali: come prima cosa, l'impresa *target* è particolarmente sottovalutata; oltre a questo elemento, se l'impresa acquirente riesca a trasferire all'acquisita – la quale risulta poco in linea con i business dell'acquirente – il proprio *know-how* manageriale, tale da generare ulteriore valore per l'azienda acquisita.

Infine, l'ultima tipologia che emerge dalla costruzione della precedente matrice è l'acquisizione *sfidante*, che si contraddistingue perché l'impresa di probabile acquisizione appartiene ad un settore di scarso interesse, ma molto in sintonia con la strategia dell'acquirente. Quest'ultimo sarà propenso ad accettare la sfida se è capace di trasferire le proprie competenze al business dell'impresa da acquisire in modo da influenzare le dinamiche del settore in cui crede di fare un potenziale ingresso. In altre parole, l'impresa acquirente scommette sulle potenzialità del business della *target*

agendo spesso sull'innovatività della gestione aziendale, la quale gioca in contrasto con la negatività percepita dell'attrattività del settore in cui l'impresa acquisita opera. Trattandosi di un'operazione molto rischiosa data l'elevata incertezza insita in essa, l'acquisizione è giustificabile, alla luce delle considerazioni evidenziate, solo se il relativo prezzo richiesto nella trattazione dall'acquirente sia basso.

1.5 Le acquisizioni e le strategie di creazione di valore: modelli di analisi e lo schema della PwC

Come già anticipato, la crescita è legata a doppio filo alle condizioni esterne in cui l'impresa è collocata. Ed è proprio il cambiamento di tali condizioni che spinge le imprese a rivedere le proprie strategie aziendali (e di business) con cui crea valore, obbligando in un certo senso le imprese a dei cambiamenti repentini e difficili.

La crescita di per sé non ha senso se non viene associata alla creazione di nuovo valore, motivo per il quale tale argomento è alla base di ogni scelta in termini di strategia di crescita; ciò è infatti dovuto al fatto che le differenti modalità con cui generarlo – tra cui l'acquisizione è una leva molto importante – posso comportare degli effetti diversi a seconda delle scelte effettuate.

La letteratura aziendale si è dibattuta notevolmente sui principi di base che generano valore all'interno delle imprese. L'approccio teorico che sarà utilizzato nel presente lavoro, in linea anche con quanto adottato da Conca (2010), attiene ai metodi di creazione e gestione degli strumenti di creazione di valore – approccio fornito in prima battuta da Luigi Guatri (1993) – il quale si focalizza sulla necessità da parte delle imprese di attivare una ricerca precisa e continua di tutta la serie di opportunità che l'impresa può sfruttare per creare nuovo valore al proprio interno. Per ricollegarsi a questa esigenza di ricerca è possibile fare riferimento al cosiddetto «*modello delle leve del valore*», proposto da Brugger, nel quale è possibile individuare sei aree di intervento che rappresentano in sostanza le modalità che si possono percorrere (le cosiddette leve) per generare valore (**Riquadro 1.1**).

Come possiamo facilmente individuare dal modello, le acquisizioni sono contemplate tra le modalità con cui generare valore all'interno delle imprese, precisamente tra le decisioni che attengono alla gestione dello sviluppo.

Certamente, quello descritto, è un modello molto utile e completo, dato che affronta la questione della crescita e della creazione di valore lungo prospettive differenti, partendo dagli obiettivi sino a giungere all'articolazioni delle attività da adottare con le relazioni con il mercato finanziario. La particolarità del modello risiede inoltre nella possibilità di possedere un'ampia sfaccettatura per ogni tipologia di attività, aumentando notevolmente la probabilità di generazione del valore. Un altro elemento che contraddistingue questo modello è la sua elevata razionalità

dovuta ad un approccio di tipo sequenziale al problema: infatti tutto si sviluppa tramite un percorso che consente di effettuare uno *screening* strategico del problema, per poi passare ad una serie di scelte tipicamente più operative.

Riquadro 1.1 Il «modello delle leve del valore»

Principali leve per la creazione di valore all'interno delle imprese

- 1) *Nell'area degli obiettivi:*
 - cura dell'efficienza;
 - rafforzamento della competitività;
 - ottimizzazione del portafoglio di attività;
 - gestione della capacità finanziaria;
 - controllo del profilo di rischio;
 - diffusione delle consapevolezza del valore.

- 2) *Nell'area della gestione efficiente delle risorse:*
 - rafforzamento della redditività operativa;
 - controllo del capitale investito;
 - controllo dei flussi di liquidità;
 - controllo dei costi e dei rischi finanziari.

- 3) *Nell'area della gestione dello sviluppo:*
 - individuazione delle opportunità di investimento diretto;
 - acquisizioni e fusioni;
 - joint venture e alleanze;
 - individuazione delle opportunità di investimento.

- 4) *Nell'area della gestione dei mezzi finanziari:*
 - programmazione dello sviluppo dei mezzi propri;
 - ottimizzazione della struttura finanziaria.

- 5) *Nell'area della gestione dei rischi finanziari:*
 - gestione del profilo di redditività nel tempo;
 - rafforzamento dei fattori interni ed esterni di stabilità.

- 6) *Nell'area della gestione dei rapporti con gli operatori finanziari:*
 - politica delle relazioni economiche con gli investitori;
 - politica delle comunicazioni.

Fonte: Brugger (1994)

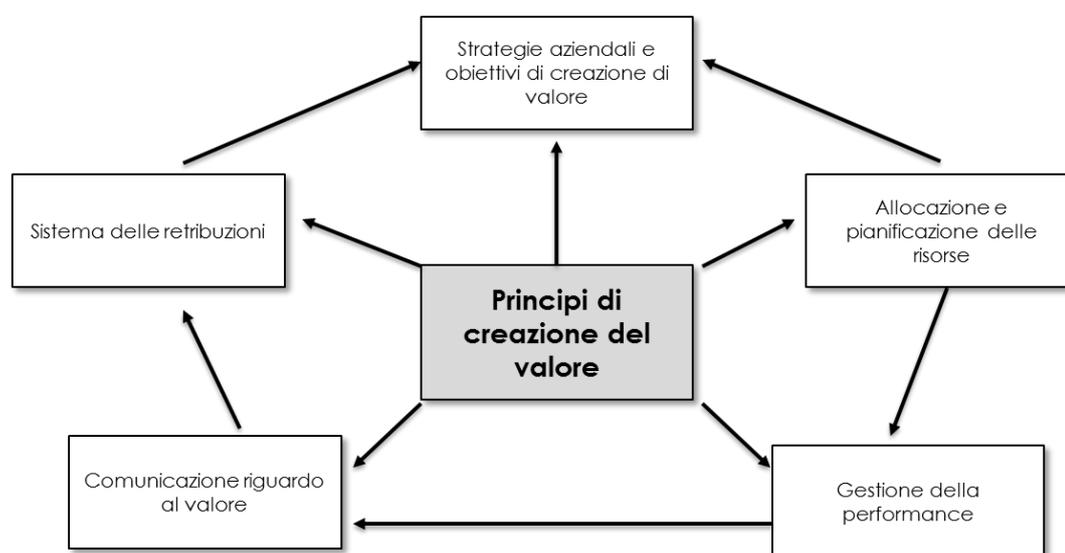
In sintesi, alla luce del modello di Brugger, le imprese sono libere di valutare in base alla propria capacità di interpretazione del contesto di riferimento:

- quali aree incorporano un maggiore successo;
- quali leve sono adottabili all'interno di ogni area di gestione;
- quale risultato è associato dall'adozione di ciascuna leva;

- quali sono i tempi di risposta in funzione di ogni relativa scelta.

Esistono tuttavia altri modelli di analisi del problema della creazione di valore, molto meno dettagliati e articolati del precedente, ma al tempo stesso efficienti, chiari e schematici in modo da permettere l'individuazione molto rapida del problema in questione. Tra i vari modelli ricordiamo lo schema proposto dalla società di consulenza inglese *PricewaterhouseCoopers (PwC)*, che ha dato un utile contributo alla sistematizzazione teorica del problema con il modello riportato in **Figura 1.3**.

Figura 1.3 Il modello di creazione del valore della PwC



Fonte: PricewaterhouseCoopers, materiale interno

Il modello proposto dalla PwC si caratterizza, rispetto al precedente e quelli che saranno visti nel capitolo successivo in tema di IPO, per un maggiore grado di astrazione teorica, ma allo stesso tempo affronta il problema della creazione del valore in chiave organizzativa e strategica, risultando in questo modo un modello con un approccio molto aziendale rispetto al precedente. Come si può osservare questo modello individua leve differenti rispetto al modello precedente, in particolar modo per ciò che concerne il sistema delle retribuzioni e l'allocazione e la pianificazione delle risorse. Sulle altre leve, invece, è possibile individuare un sostanziale parallelismo con quanto identificato da Brugger (cfr. il «*modello delle leve del valore*»).

1.6 I vantaggi e gli svantaggi tipici dell'acquisizione

Le considerazioni positive svolte in precedenza sugli effetti generati dalle forme di crescita interna (cfr. paragrafo 1.2) sembrano preferire questi ultimi alle forme di crescita esterna, tra cui ricordiamo l'acquisizione. Dall'altra parte, alla luce di questi giudizi, le imprese dovrebbero trovare solo convenienza a realizzare i percorsi di crescita solo all'interno. Ma come possiamo facilmente intuire ciò non corrisponde alla realtà, dato che le imprese preferiscono prestare maggiore attenzione – specie nell'ultimo decennio – alle forme di acquisizione di imprese o business esterni, che sembrerebbe meno conveniente.

Per valutare quindi gli effetti complessivi della decisione è necessario analizzare il problema della crescita esterna dal punto di vista dei vantaggi e degli svantaggi.

Sotto il profilo teorico non vi è alcuno dubbio che i benefici della crescita esterna sono abbastanza rilevanti, e proprio per questo motivo che la scelta risulta molto interessante e attrattiva, sebbene risulti molto rischiosa rispetto alle altre forme di crescita.

Tra i maggiori aspetti che segnano un potenziale *vantaggio* dell'acquisizione, sicuramente il fattore di minimizzazione del tempo riveste un ruolo fondamentale. La questione temporale va inteso in termini di fattori di accesso al mercato (quote di mercato, prodotti, canali di distribuzione) o di competenze dell'impresa (know-how in tecnologia, presidio conoscenze e risorse tipiche). Infatti, acquisendo un'impresa già operante non vi è la necessità di impiegare tempo ed energie sia per ottenere un rilevante posizionamento all'interno del settore sia per sviluppare risorse necessarie. Ciò costituisce di certo un enorme vantaggio se le risorse necessarie per l'attività siano scarse o di difficile riproduzione o accumulo. Mediante questo approccio, le esigenze di consolidamento del mercato e delle proprie strategie appaiono molto più importanti rispetto al rischio di insuccesso, soprattutto in contesti in cui è necessario assecondare esigenze e tempi che vengono dettati sempre più dall'esterno.

Sul lato competitivo, l'acquisizione permette di eliminare dal mercato un potenziale concorrente. Il grado di sviluppo interno che un'azienda deve raggiungere per ottenere la scala efficiente minima potrebbe innalzare il livello di competitività all'interno del settore, mentre acquisendo un competitor è possibile fare in modo che la competitività non aumenti. In questo modo, se la scala minima risulta eccessiva

rispetto le effettive dimensioni del mercato, le operazioni di acquisizione permettono di limitare l'intensità della concorrenza all'interno del settore (Collis e Montgomery, 2012).

Un altro elemento di importanza concerne la probabile generazione di sinergie – specie in termini di economie di costo e sinergie commerciali-distributive – che deriverebbero dall'acquisizione, la quale costituiscono sempre un aspetto cruciale e delicato nella definizione di un piano finanziario di acquisizione. Come vedremo, una sopravvalutazione degli effetti sinergici che vengono valutati dall'impresa *bidder* rappresenta una delle cause più frequenti di insuccesso dell'operazione.

In aggiunta ai vantaggi già evidenziati, le acquisizioni permettono, limitatamente ad alcuni settori, di investire in imprese¹⁰ che operano in settori molto innovativi, ma che ancora non hanno sperimentato la fase di sviluppo del loro ciclo di vita.

I vantaggi appena evidenziati fanno riferimento principalmente a motivi di natura strategica e organizzativa. Vi sono una serie di altri motivi, che possono essere valutati solo a livello aziendale o personale.

Talvolta influenti sono gli effetti che si ripercuotono sull'immagine dell'azienda acquirente, specialmente per le imprese di minore dimensioni, le quali sono spesso radicate in aree geografiche dove costituiscono un punto di riferimento. A queste considerazioni, vanno aggiunti anche quelli che esercitano un'influenza di natura psicologica sul decisore. Ad esempio, la decisione finale può subire un'influenza determinante se l'acquisizione ha oggetto imprese che versano in condizioni di gravi crisi e il salvataggio comporterebbe la salvaguardia dei dipendenti e dei loro posti di lavoro.

In altri casi, le persone possono essere influenzate dalla consapevolezza che l'acquisizione consente (Conca,2010):

- il raggiungimento di una notorietà e la conseguente possibilità di accedere a centri di potere altrimenti non raggiungibili (la cosiddetta «visibilità sociale»);
- l'affermazione del prestigio e dell'ego personale.

¹⁰ Altamente tipico in questo senso è il caso delle imprese farmaceutiche che hanno investito massicciamente in business e imprese operanti nella nicchia delle biotecnologie, permettendo alle imprese di anticipare i tempi di accesso in un settore che si rivela con elevate potenzialità di crescita futura. Come evidenziato da Conca (2010), comunemente queste forme di crescita sono definite apertura di «*finestre strategiche*».

Quest'ultimo aspetto, oggetto di molti studi e ricerche, ha condotto alcuni autori (tra cui ricordiamo Gaughan) a relazionare i frequenti insuccessi delle operazioni di acquisizione a tali elementi, anche sulla base della teoria della *hubris hypothesis*¹¹ (Roll, 1986).

Nonostante lo spettro dei vantaggi sia molto variegato ed elevato, le acquisizioni rappresentano anche una serie di *svantaggi*. Il primo – e con molta probabilità anche il più importante – è rappresentato dal fatto che questa modalità di crescita risulta essere uno dei meccanismi più dispendiosi per entrare in un nuovo mercato; spesso per completare transazioni del genere è possibile pagare premi superiori al 30% rispetto il prezzo di mercato delle azioni (Collis e Montgomery, 2012). Quindi è altamente probabile che il valore generato dall'acquisizione venga disperso già nello sforzo economico che l'impresa acquirente deve sostenere per acquisire il business della società *target*.

Nella maggiore parte dei casi di acquisizione, è sovente individuare il caso in cui l'impresa acquirente intende acquisire un'impresa o un business che possiede una particolarità per le attività o il know-how. Il problema principale è che tali elementi non interessano l'acquirente per la loro totalità, in quanto magari già in parte possedute. Ovviamente la gestione e di conseguenza il mantenimento di attività che per la *bidder* sono superflue comporta elevati costi, che devono essere intesi in senso monetario, ma soprattutto in termini non monetario (principalmente il tempo).

Per completezza di analisi, agli effetti positivi rilevati in precedenza devono essere associati gli effetti negativi che la decisione di acquisizione comporta nella sfera dell'impresa acquirente.

Un primo aspetto da individuare attiene alla complessità del progetto in sé e alla delicatezza dell'operazione sotto il profilo finanziario.

Ovviamente i problemi non si esauriscono solo sulle problematiche finanziarie relative all'investimento – di norma più elevato rispetto lo sviluppo interno – ma anche per le difficoltà sul lato tecnico e sulla tempistica dell'operazione.

¹¹ Questa ipotesi denota solitamente una caratteristica di eccessiva fiducia o arroganza, che porta una persona a credere di essere impassibile di eventuali sbagli. Questi sentimenti – o ancor meglio difetti nel carattere – di superbia sono spesso giustificate, divenendo così causa di comportamenti irrazionali e potenzialmente dannosi all'interno di un'organizzazione.

Una problematica molto importante da considerare è relativa alla fase *ex-post* dell'acquisizione (ovvero quella dell'integrazione dei business tra le due imprese). Infatti, in molti casi, è stato sottovalutato il rischio della mancata sinergia organizzativa, o quantomeno il rischio di uno scostamento temporale del periodo previsto per la necessaria integrazione (Collis e Montgomery, 2012).

In conclusione, nonostante i numerosi effetti positivi e i significativi vantaggi conseguibili, l'acquisizione è stata spesso oggetto di abuso, con conseguenze spesso irrecuperabili.

Infatti, in molti casi, sono state compiute acquisizioni conseguenti ad una scarsa valutazione dei benefici perseguibili e dei relativi costi richiesti; tali operazioni comportano, alla fine dell'operazione, elevati costi di transazione e possono generare uno squilibrio – rispetto la situazione iniziale – in termini economici e finanziari.

In molti altri casi, le imprese acquirenti – per far fronte alle alte esigenze di tempo richieste dall'integrazione tra le due società – hanno man mano perso la flessibilità decisionale che possedevano in precedenza, divenendo in sostanza organizzazioni poco gestibili e poco controllabili.

L'ultimo elemento che va richiamato concerne il profilo di rischio, poiché molte acquisizioni sono state effettuate ricorrendo ad un eccesso di debito, portando le imprese *bidder* al superamento dei normali e accettabili livelli di rischiosità finanziari stabilite dalle imprese stesse.

Nonostante ciò, le acquisizioni hanno costituito un solido pilastro di numerose strategie di imprese di successo, contribuendo alla generazione di maggiore valore (per gli azionisti e per l'impresa stessa), ma consentendo anche la possibilità di venire a contatto con un contesto molto allargato e maggiormente competitivo.

1.7 Le motivazioni alla base delle scelte di acquisizioni

Un importante tema di analisi riguarda i motivi di base che spingono le imprese a decidere di effettuare l'acquisizione di imprese o di business. Il profilo delle motivazioni è utile per la comprensione delle strategie perseguite nei vari contesti e per spiegare l'esistenza di eventuali correlazioni con il prezzo pagato per l'operazione.

Le motivazioni delle imprese acquirenti possono appartenere a differenti nature, proprio perché le operazioni vengono svolte guardando una molteplicità di fattori, ma comunque quando ci si riferisce ad una motivazione unica spesso si suole intendere una motivazione prevalente piuttosto che nel significato più comune della parola.

Secondo uno schema di impostazione tradizionale, le motivazioni, che spingono le imprese ad acquisire altre aziende, possono essere raggruppate nelle seguenti categorie (Conca, 2010):

- motivazioni strategiche;
- motivazioni di mercato;
- motivazioni manageriali;
- motivazioni finanziarie;
- motivazioni di controllo.

Si definiscono *strategiche* le acquisizioni che rispondono alle esigenze delle imprese di diversificazione dei business e di miglioramento del profilo di rischio della società corporate, quando vengono effettuate come integrazione verticale e quando si pongono come elemento di difesa nei confronti della concorrenza.

Le acquisizioni di *mercato* sono volte ad assumere o consolidare una posizione di dominanza o di controllo sul mercato in cui l'impresa opera: in questa categoria è possibile inserire tutte le operazioni attinenti all'acquisizione di quota di mercato, di brand, di ingresso in nuovi segmenti, di ampliamento della gamma di prodotti.

Invece le acquisizioni *manageriali* sono una tipologia di operazioni condotte dal management per raggiungere posizioni di potere, spesso anche a discapito degli azionisti stessi; questa motivazione, come è facile intuire, non è mai esplicita e rientra

nel categorie delle motivazioni implicite, in quanto queste priorità non sono palesi e dichiarate in modo chiaro e preciso.

Invece si definiscono *finanziarie* le acquisizioni che derivano dall'impiego di liquidità in eccesso, da opportunità vantaggiose da tratte in un particolare momento, oppure da politiche di investimento nel capitale di rischio.

Chiudono il novero delle motivazioni le acquisizioni per finalità di *controllo*, le quali riguardano le acquisizioni di quote di capitale di tipo incrementale, effettuate a seguito di operazioni precedenti e destinate a completare l'acquisizione della totalità delle quote – e quindi del controllo – in un secondo momento.

Secondo una ricerca condotta su un campione di acquisizioni¹² emerge chiaramente che le motivazioni prevalenti che spingono le imprese ad acquisire altre imprese riguardano le motivazioni strategiche e di mercato, che sottendono la volontà di stabilire un posizionamento competitivo molto forte.

In linea con la materia del presente lavoro, cercheremo di approfondire le motivazioni strategiche e di mercato alla base delle scelte di acquisizione delle imprese.

In termini strategici, infatti, le motivazioni più ricorrenti che giustificano lo svolgimento di operazioni di M&A sono le seguenti:

- crescita più rapida;
- opportunità di integrazione verticale (sia a monte che a valle);
- sostituzione del management inefficiente;
- acquisizione di know-how tecnologico (ad esempio i brevetti);
- potenziamento del posizionamento strategico dell'impresa. In particolare modo ciò è volto a ottenere:
 - un aumento quote di mercato delle aziende acquirenti;
 - una spinta al cambiamento tramite ingresso in nuovi settori o in attività correlate;
 - un'acquisizione di un fornitore o cliente strategico.

¹² Si veda a tal proposito Conca V. (2010), “*Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*”, Egea, Milano pp.377-382

- sfruttamento dei benefici che si instaurano con l'integrazione delle imprese, in termini di:
 - **economie di scala** (diminuzione costi medi unitari all'aumentare della scala di produzione);
 - **economie di scopo** (diminuzione di costo dovuto alla produzione congiunta dei prodotti);
 - **sinergie** (maggiore valore dell'azienda se deriva dall'unione di due imprese).
- aumento della possibilità di reperire risorse finanziarie per gli investimenti.
- investimento di liquidità, se il prezzo di acquisto è minore dell'effettivo valore delle attività
- vantaggi fiscali¹³.

In termini dell'ottica della creazione di valore, è opportuno analizzare il problema dal punto di vista della generazione di sinergie con l'integrazione delle società. Le principali tipologie di sinergie realizzabili sono suddivise in quattro categorie:

- potere di mercato;
- sinergie operative;
- sinergie finanziarie;
- sinergie manageriali.

Le sinergie derivanti da azioni di potere di mercato sono volte ad accrescere il posizionamento delle imprese all'interno di un determinato settore in due casi differenti.

In primo luogo, le acquisizioni può essere un ottimo strumento di potenza nei confronti del mercato quando, tramite l'operazione, l'impresa acquisisce una quota di mercato talmente alta da essere considerata monopolista. In secondo luogo, quando il numero di imprese che operano all'interno del mercato si riduce notevolmente e in

¹³ Le acquisizioni spesso sono finanziate da forme di debito; ciò comporta una maggiore deducibilità degli interessi passivi in bilancio. Inoltre è possibile utilizzare le perdite della società *target* per diminuire il carico fiscale complessivo della *bidder*.

tal caso l'elevato grado di interdipendenza agevola comportamenti collusivi e di conseguenza genera profitti oligopolistici. Ma affinché questo avvenga, è necessario che l'impresa acquirente appartenga allo stesso settore in cui opera l'azienda *target*, commercializzando prodotti molto simili da quelli dell'acquisita o comunque abbastanza fungibili.

Successivamente le sinergie operative rappresentano una fonte di creazione di valore molto importante. Queste forme di sinergie si realizzano nel caso di operazioni tra parti che più o meno operano in contesti e attività simili e collegate fra loro (in termini tecnologici, produttivi o distributivi). Infatti l'impresa possiede risorse e competenze particolari che aumentano il loro valore intrinseco se vengono combinate con altre di imprese differenti.

Le sinergie operative nascono in sostanza per la presenza di due fattori:

- 1) **fattori di differenziazione**, i quali servono alle imprese di aumentare la propria immagine, l'assistenza post-vendita, la qualità delle produzioni e l'ampliamento della gamma dei servizi o prodotti offerti;
- 2) **fattori di costo** riconducibili alle economie di scala e scopo.

Le sinergie finanziarie, invece, rappresentano la terza dimensione nel novero delle sinergie realizzabili con un'operazione di M&A. La natura di queste forme sinergiche è una conseguenza delle imprese di diversificare i propri business, in modo da ridurre il rischio totale dell'impresa che può quindi tradursi in un maggiore indebitamento ottenuto a basso costo e, quindi, in un maggiore valore economico prodotto dall'impresa. Volendo riassumere i fattori che generano le sinergie finanziarie possiamo elencare:

- la diversificazione, che consente di ridurre il rischio spostandosi in altri settori;
- utilizzo di liquidità, perché chi ha un surplus di cassa e poche opportunità è propenso ad acquisire imprese con poca cassa, ma alte opportunità (o il caso speculare).
- sinergie fiscali

Infine, l'ultima tipologia di sinergie che possono essere individuate in un progetto di M&A è quella relativa alle sinergie manageriali.

Spesso, l'assetto manageriale di un'impresa è in grado di generare e modificare – alla luce delle proprie competenze e capacità – le prospettive che un'impresa intende generare, in termini di redditività.

Queste forme sinergiche si realizzano ogni volta che il management della *bidder* riesce a gestire il complesso di attività dell'impresa *target* in maniera molto efficiente rispetto a quanto era fatto in precedenza con il vecchio management.

Per completezza di analisi, è molto interessante citare la tradizionale suddivisione delle sinergie realizzabili, che comunque in parte richiama quelle già viste dato che tale classificazione permette di fornire una tassonomia molto generica.

Secondo ciò, le sinergie – che rappresentano i fronti su cui agire per la creazione di valore – sono suddivise in due tipologie: sinergie di costo e sinergie di ricavo. Mentre le prime sono più semplici da realizzare, le seconde sono molto difficili da ottenere.

Le sinergie di costo dipendono in grande maggioranza da interventi di razionalizzazione delle attività delle due imprese (considerate integralmente), con l'attenzione particolare all'eliminazione di eventuali ridondanze e dei relativi costi. In genere le sinergie di costo sono più credibili¹⁴ perché:

- sono più agevoli da dimostrare;
- sono più semplici da ottenere;
- sono più facili da quantificare *ex-ante* e controllabili *ex-post*.

Gli interventi sinergici di questa tipologia ricadono tipicamente sulle seguenti aree:

- 1) *l'area produttiva*: riduzione dei costi di produzione, del personale in eccesso, più efficienza nella produzione, razionalizzazione degli impianti e degli stabilimenti;
- 2) *l'area della distribuzione*: ottimizzazione canali distributivi, ribilanciamento dei costi commerciali;
- 3) *l'area acquisti*: razionalizzazioni del portafoglio fornitori, riduzione costi per il verificarsi di economie di scala;

¹⁴ «*Synergies in the context of a M&A Transactions*», Goldman Sachs, materiale interno, 2009.

- 4) *l'area tecnologica*: unione delle funzioni di R&D, uso incrociato delle tecnologie legate ai prodotti;
- 5) *l'area dei costi generali*: riduzione dei costi per effetto della centralizzazione di alcune funzioni (ad esempio le risorse umane).

Il caso delle sinergie da ricavo implicano delle considerazioni differenti poiché vengono valutate con cautela dal mercato per una serie di motivi:

- sono di difficile realizzazione;
- sono molto articolate e quindi rendono il loro monitoraggio molto complesso;
- hanno un impatto notevole sui trend dei ricavi.

Rispetto al caso delle sinergie dei costi, lo sfruttamento di sinergie di ricavo è molto più limitato perché esse nascono:

- dalla possibilità di realizzare opportunità di *cross-selling* sia su mercati simili – ampliando la gamma dei prodotti offerti – sia su mercati adiacenti – introducendo una serie di prodotti o servizi correlati al business della *bidder*;
- dall'appropriazione di margini e ricavi a seguito di un'integrazione verticale (a monte o a valle);
- dalla possibilità di accedere a business che consentono l'accesso solo alle grandi dimensioni di un'impresa.

Come ultimo elemento, è necessario constatare che, sebbene ci si aspetta che le sinergie producano dei benefici attesi positivi, è probabile che esse siano associate a effetti negativi (le cosiddette *dis-synergies*); proprio per tale motivo, gli effetti positivi devono essere calcolati soltanto al netto degli investimenti e dei costi necessari per realizzarli (ovvero i costi di implementazione) e di possibili effetti negativi su altri fronti (ad esempio i costi sociali e finanziari, il rispetto di normative anticoncorrenziali, etc.). Un classico esempio di sinergia negativa proviene, in seguito ad una difficile quantificazione che porta ad un'errata valutazione *ex-ante*, degli effetti generati dalla cannibalizzazione di prodotti su segmenti di mercato sovrapposti.

CAPITOLO 2

“La moda è quella che viene suggerita e che spesso conviene evitare, lo stile è ciò che ciascuno ha e che deve conservare per tutta la vita.”

Giorgio Armani

2. Disinvestimento e IPOs: definizione, caratteristiche principali, motivazioni strategiche e quadro teorico

2.1 Introduzione: disinvestimento, crescita e creazione di valore

A differenza di quanto visto nel capitolo precedente, il focus oggetto del presente capitolo è quello di evidenziare il punto di vista speculare all’acquisizione, ovvero l’ottica del venditore, analizzando quindi gli aspetti del disinvestimento e in particolar modo le quotazioni (forme disinvestimenti di quote azionarie), comunemente definite IPOs. Pertanto, un punto interessante di riflessione concerne l’analisi dello stretto legame tra acquisizione e disinvestimento, dato che ogni operazione di crescita esterna – mediante acquisizione – coinvolge sempre due soggetti economici che operano all’interno della medesima negoziazione con obiettivi diversi: infatti, ciò che è acquisizione per l’uno diventa cessione per l’altro.

Data la diversità degli obiettivi sottesi alle singole parti, si rende necessaria una netta distinzione tra processi di acquisizione e i processi opposti di disinvestimento. Acquisizione e cessione rappresentano le due facce della stessa medaglia, poiché ciascuna delle due operazioni non può avvenire in assenza dell’altra; non bisogna dimenticare, tuttavia, che le motivazioni e le strategie di gestione divergono qualora ci si ponga nell’ottica dell’acquirente o in quella del venditore.

Tra le tipologie di soggetti venditori si riconoscono principalmente: gli azionisti privati, le imprese, lo Stato o gli enti territoriali.

Nonostante la valenza negativa talvolta associata al termine “disinvestimento” – operazione spesso collegata a situazioni di crisi e difficoltà aziendale – molte imprese

hanno rivalutato il ruolo delle strategie di disinvestimento, nella convinzione che esso, se gestito in maniera adeguata, può essere un'autorevole fonte di valore¹⁵.

Quest'ottica aiuta a comprendere meglio il problema, affrontandolo in una concezione meno abituale e poco analizzata nelle sue componenti di processo strategico. Innanzitutto il disinvestimento rappresenta un esempio particolarmente significativo di riallocazione delle risorse, e da pochi anni viene accettato e inserito tra le operazioni strategiche di *corporate restructuring*.

Il disinvestimento è uno dei principali e diffusi meccanismi impiegato dalle imprese per organizzare e ottimizzare la struttura della propria strategia aziendale. In sostanza, il disinvestimento rappresenta un aggiustamento dell'assetto societario e del portafoglio dei business e delle attività di un'impresa; in linea con ciò, è possibile fornire una sintesi dei diversi tipi di disinvestimento: cessione totale (*Sell-off*), cessione parziale e di un determinato business (*Spin-off*), conferimento di un ramo aziendale in un veicolo societario destinato a essere ammesso a quotazione tramite una IPO (*Carve-out*) ed infine *Leveraged buyout*, che individua un'operazione finanziaria strutturata utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento della società stessa.

La tassonomia delle differenti tipologie di disinvestimento è molto ampia e non si esaurisce nei casi evidenziati in precedenza, come mostrato in **Figura 2.1**.

¹⁵ Il fenomeno del disinvestimento in relazione agli effetti possibili sul valore è analizzato da M.Spisni, «Il disinvestimento come fonte di creazione di valore», *Economia e management*, n.6, novembre 1990.

Figura 2.1 Le differenti tipologie di disinvestimento

Type of restructuring		Description	Example	Focus	
Restructuring options	Organizational restructuring	<ul style="list-style-type: none"> Joint Venture <ul style="list-style-type: none"> Venture capitalist as JV partner for developing business or Integration to exploit synergies of mature businesses 	<ul style="list-style-type: none"> Sony – Philips Nissan – Renault 		
	Private transactions	<ul style="list-style-type: none"> Trade sale (Sell-off) <ul style="list-style-type: none"> Sell part or all of business to strategic/financial investor 	<ul style="list-style-type: none"> Vitamins of Roche Adams Confectionery of Pfizer 		
		<ul style="list-style-type: none"> LBO/MBO <ul style="list-style-type: none"> Sell to investor or management team who finances significant portion of purchase price 	<ul style="list-style-type: none"> Vivendi – Universal 		
		<ul style="list-style-type: none"> Carve-out <ul style="list-style-type: none"> Sell portion or all shares of subsidiary through IPO in the equity market 	<ul style="list-style-type: none"> Siemens – Infineon Telefonica – Terra Sulzer – Sulzer Medica (1st step) 		
	Ownership restructuring	Public transactions	<ul style="list-style-type: none"> Spin-off (split-up) <ul style="list-style-type: none"> Parent firm distributes shares of the spun-off subsidiary to parent shareholders 	<ul style="list-style-type: none"> Novartis – Syngenta Sulzer – Sulzer Medica (2nd step) 	
			<ul style="list-style-type: none"> Split-off <ul style="list-style-type: none"> Parent company's shareholders are offered shares of a subsidiary in exchange for parents' shares (exchange offer) 	<ul style="list-style-type: none"> Sara Lee – Coach 	
		<ul style="list-style-type: none"> Tracking stocks <ul style="list-style-type: none"> Separate class of parent stocks distributed to shareholders through a spin-off or sold through a carve-out 	<ul style="list-style-type: none"> Alcatel – Alcatel Optronics 		

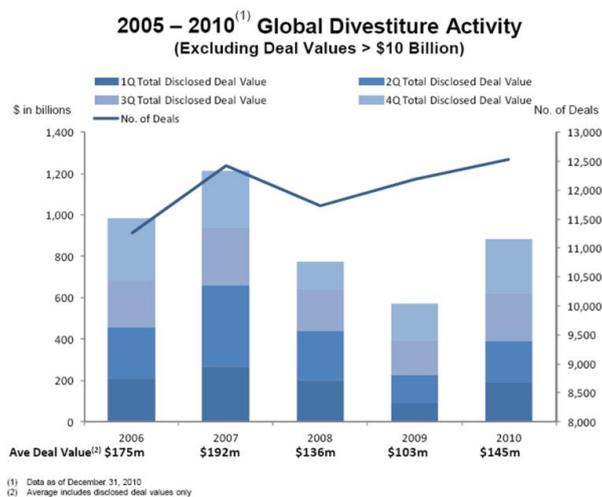
Fonte: Zimmermann (2005)

Alla luce delle categorie mostrate, è possibile scindere i casi di disinvestimento in due macro tipologie differenti: la prima riguarda l'insieme delle operazioni finalizzate alla cessione di asset aziendali o imprese controllate (*Spin-off*, *Sell-off*, *Carve-out* e *Tracking stock*) e la seconda invece mira alla modifica della struttura finanziaria (*Leverage Buyout* e *Leveraged recapitalization*). All'interno di questo paragrafo, focalizzeremo l'attenzione principalmente sulla prima tipologia, poiché essa risulta in linea con le tematiche di carattere strategico, organizzativo e manageriale. Nel secondo caso vengono rappresentate operazioni di carattere meramente finanziario, in quanto prevedono un uso preponderante del debito (per l'appunto definite *Highly leveraged transactions*). Esse interessano perlopiù l'ambito finanziario e per tale ragione non sono state considerate ai fini della trattazione.

La crisi finanziaria globale ha giocato un ruolo negativo sulla realizzazione di operazioni strategiche di disinvestimento, dovuto alle difficoltà di accesso al mercato dei capitali, in quanto essi divenivano sempre più meno liquidi. Proprio per questo motivo, la necessità delle imprese di procedere ad un riassetto societario e ad una riorganizzazione in termini strategici ha fatto sì che il ricorso a questo tipo di

transazioni aumentasse, come mostrano i dati forniti da Deloitte¹⁶ (**Grafico 2.1**). È molto semplice intuire che il numero delle operazioni di disinvestimento, avvenute nel mondo, ha subito una variazione positiva nell'anno 2010 rispetto al precedente anno di piena crisi¹⁷.

Grafico 2.1 Attività globale di disinvestimento (Anni 2005-2010)



Fonte: Thomson ONE Banker

Rispetto alle altre azioni di strategia d'impresa già esaminate nel precedente capitolo, come le fusioni e le acquisizioni (M&A) o anche le alleanze strategiche, il disinvestimento ha ricevuto minore attenzione da parte degli studiosi, contando su un numero di pubblicazioni non particolarmente elevato al riguardo (Peruffo, Perri, Gentili, 2012).

Solitamente, la letteratura e la pratica aziendale hanno tradizionalmente concepito il disinvestimento come una forma di correzione di errori strategici che sfociano successivamente nella collocazione sul mercato di attività che non risultano essere più in linea con il portafoglio di business o con le linee strategiche di fondo adottate dall'impresa. Secondo tale punto di vista, il disinvestimento è associato a una scelta obbligata per determinate categorie d'impresе che:

¹⁶ Divestiture M&A News: 2010 Divestiture Survey Report and Year in Review. Deloitte Corporate Finance LLC (March 2011)

¹⁷ La quota globale dei disinvestimenti si attesta intorno alle 12.500 operazioni. Il loro valore totale è aumentato di circa il 55% rispetto all'anno precedente, passando da 570 miliardi di dollari nel 2009 a 885 miliardi di dollari nel 2010.

- presentano problemi finanziari e scarsi risultati reddituali e quindi sono alla ricerca di risorse finanziarie per rafforzare il *core business*;
- operano in un settore con previsioni non favorevoli;
- sono alla ricerca di maggiore efficienza nell'allocazione interna dei capitali;
- hanno bisogno di rifocalizzare il proprio core business;
- intendono abbandonare una serie di attività che presentano bassi livelli di crescita e che hanno perso attrattività;
- intendono uscire da aree geografiche altamente rischiose;
- non possiedono le competenze per gestire le attività, in linea con il dinamismo e le richieste che provengono dal mercato;
- hanno bisogno di rendere più flessibile la propria struttura di costi o di produzione.

Sulla base delle condizioni sopra citate, il disinvestimento è quindi collegabile ad un insuccesso per l'azienda e per il management, in quanto responsabile del successivo abbandono dell'attività da parte di un'azienda. Ma recenti studi sul tema evidenziano come esso sia un valido strumento per sviluppare una maggiore superiorità competitiva dell'impresa; pertanto, seguendo questo approccio, il disinvestimento inizia ad essere associato a situazioni assai diverse dagli insuccessi aziendali e del management, assumendo, di contro, le caratteristiche tipiche e distintive di una scelta strategica di successo.

A fronte di una decisione di disinvestimento (e maggiormente nel caso di quotazione, oggetto dell'elaborato), va considerata un'altra dimensione, che evidenzia come le aziende debbano governare una serie di vincoli più o meno formali e intensi, che influenzano la performance e, a volte, anche l'effettivo avvio dell'operazione (Peng, Sun, Pinkham, e Chen, 2009). Le istituzioni, definite come insieme composito di norme, tradizioni e influenze sociali dominanti nell'ambiente in cui le imprese operano condizionano le decisioni strategiche delle aziende che possono avere effetti sul contesto socio-culturale (Meyer e Rowan, 1977).

Il ruolo che le istituzioni hanno all'interno della definizione delle scelte strategiche e dell'organizzazione dell'impresa viene definito da Peng (2002) come *Institution based view* (vedasi al riguardo l'**Approfondimento 2.1**)

Il nodo centrale dell'analisi di Peng (2002) è quello di comprendere cosa contraddistingue la differenza delle strategie nelle diverse nazioni e regioni. La diversità delle strategie delle imprese può essere ricercata in numerose forze (interne ed esterne) che sono a contatto con l'impresa stessa.

In aggiunta alle teorie esistenti di tipo economico (Nelson, 1991) e sociale (Carrol, 1993), Peng aggiunge una nuova dimensione di analisi, quella istituzionale. Quindi, oltre all'influenza esercitata dal settore e dal livello dell'impresa stessa, le aziende devono tenere in conto – quando implementano le proprie scelte strategiche – dello Stato e della società in generale (DiMaggio and Powell, 1991). E sono proprio queste ultime che definiscono il quadro istituzionale delle strategie.

Secondo North (1990), le istituzioni sono *“le regole del gioco in una società o, più formalmente, sono dei vincoli – concepiti umanamente – che influenzano e determina le interazioni sociali”*. Similarmente, Scott (1993) le definisce come *“strutture cognitive, normative e regolative che forniscono stabilità e significato ai comportamenti sociali”*. Quindi, di conseguenza, il **framework istituzionale** è definito da Davis e North (1971) come *“l'insieme delle regole politiche, sociali e legali che determinano la base per la produzione, lo scambio e la distribuzione di beni”*.

I framework istituzioni interagiscono con le organizzazioni segnalando che le scelte compiute sono accettabili e sostenibili. Come risultato di ciò, le istituzioni si pongono come un valido strumento – per le imprese – nella riduzione dell'incertezza e dei rischi.

Tali framework sono costituiti da vincoli formali e informali (Nord, 1990). I vincoli formali includono regole politiche, decisioni giudiziarie e contratti economici. Quelli informali, invece, comprendono una serie di norme di comportamento, sanciti socialmente, che sono integrati nella cultura e ideologia (Scott, 1995). North (1990) suggerisce che in casi di fallimento dei vincoli formali, quelli informali entreranno in gioco per ridurre l'incertezza e fornire coerenza alle organizzazioni. Queste intuizioni hanno importanti implicazioni per lo sviluppo delle strategie di business con una visione basata sulle istituzioni (Peng, 2000).

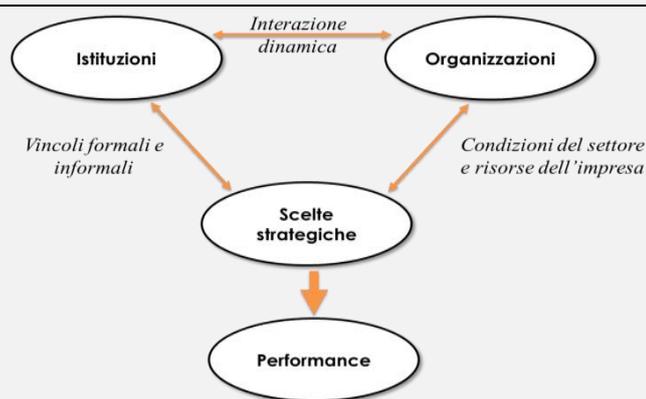
Le strategie sono fondamentalmente delle scelte. Pertanto, l'analisi delle strategie di business richiede un esercizio di scelta da parte di coloro che sono responsabili dei

processi decisionali (Child, 1972). Data l'influenza dei framework istituzionali sul comportamento dell'impresa, qualunque scelta strategica che le imprese faranno, essa sarà intrinsecamente interessata da vincoli formali e informali di un certo quadro istituzionale (Nord, 1990; Oliver, 1997).

Sebbene in passato si sia parlato del ruolo dell'ambiente esterno alle organizzazioni (Lawrence and Lorsch, 1969), oggi, siamo molto più consapevoli dell'importanza delle relazioni tra organizzazioni e istituzioni.

Considerando le istituzioni come variabili indipendenti, una visione *institution based* delle strategie di business, quindi, si concentra sull'interazione dinamica tra istituzioni e organizzazioni, e considera le scelte strategiche e la generazione di performance (Peng, 2008) come l'esito di tale interazione (**Figura 2.1.1**).

Figura 2.1.1 Istituzioni, organizzazioni e scelte strategiche



Fonte: Adattamento da Peng (2008)

In particolare, le scelte strategiche non sono dettate soltanto dalle condizioni del settore e dalle risorse *firm-specific* – che tradizionalmente la letteratura strategica sottolinea (Barney, 1991; Porter, 1980) – ma sono anche una riflessione dei vincoli formali e informali di un particolare quadro istituzionale che i decisori confrontano (Oliver, 1997; Scott, 1995).

Sin dagli anni '90 sempre più studiosi si sono resi conto dell'importanza delle istituzioni (Powell e DiMaggio, 1991; Scott, 1995) e che la strategia non può concentrarsi solo sulle condizioni del settore o delle risorse aziendali (Khanna e Palepu, 1997; Peng, 2000a).

Seguendo l'approccio teorico e istituzionale di Peng (2008), il disinvestimento assume i connotati di una scelta di conformità, acquista rilievo sociale e, quindi, deve essere intrapreso tenendo conto dei diversi interessi coinvolti. Una struttura societaria a carattere familiare, l'esistenza di gruppi di imprese, il livello di protezione degli azionisti o quello di tutela dei lavoratori sono solo alcuni dei fattori istituzionali in grado di influenzare la scelta di disinvestimento e la relativa performance.

In linea generale, alla luce di quanto detto, è possibile individuare due fattori principali, dalla cui combinazione coerente possono spingere un'impresa a compiere un'operazione di disinvestimento: *superiorità e conformità*, sintetizzate nella **Figura 2.2** (Peruffo, Perri, Gentili, 2012).

Figura 2.2 Spinte al disinvestimento



Fonte: Adattamento da Peruffo, Perri, Gentili (2012)

Questo approccio, in linea con la moderna letteratura al riguardo, analizza le operazioni di disinvestimento in chiave positiva, permettendo una lettura molto chiara dato che esso si inserisce nell'insieme del sistema strategico, in cui le imprese sono inserite. Appare logica la necessità di mettere in risalto i processi di disinvestimento e, di conseguenza, la loro implementazione. Dal punto di vista manageriale, il disinvestimento può essere visto come oggetto di una scelta strategica volta a favorire lo sviluppo dell'azienda e/o la sua performance, senza tralasciare

l'eventuale esistenza di condizionamenti, vincoli, ma anche opportunità che il contesto istituzionale impone alle imprese.

Quindi, superando l'accezione tradizionale, è possibile affermare che il valore generato dalle operazioni di disinvestimento va oltre il recupero d'efficienza da parte delle imprese.

In conclusione, dopo questa promessa di carattere generale, nella nostra trattazione, il panorama delle strategie di disinvestimento non sarà considerato nell'integrità del termine, ma l'obiettivo principale sarà quello di focalizzarsi solo su una particolare categoria, ovvero il disinvestimento di quote azionarie e di conseguenza la quotazione in Borsa, che più comunemente viene definita tramite l'appellativo IPO (*Initial Public Offering*). Come vedremo nei prossimi paragrafi, le IPOs costituiscono un valido esempio di crescita delle imprese, ma soprattutto un ottimo strumento per generare valore all'interno delle imprese stesse; infatti, ciò è supportato dalla crescita di questa forma di disinvestimento all'interno sia nel panorama globale sia nel panorama italiano.

2.2 Il mercato delle IPOs in Italia

I messaggi di ripresa economica lanciati dagli Stati Uniti e in alcuni paesi emergenti a fine 2012, hanno avuto conferma anche durante il 2013 e parte del 2014. Infatti, l'economia globale ha ripreso a crescere, nonostante le economie emergenti abbiano perso terreno.

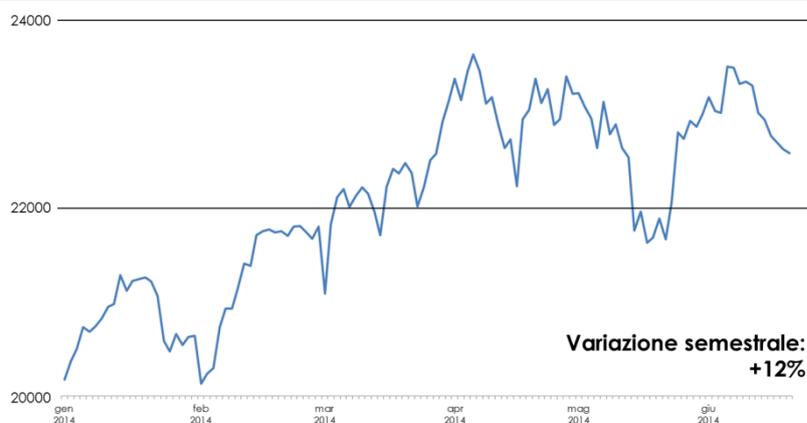
Il discorso di questa condizione generale di crescita economica non è possibile traslarlo – almeno nell'integrità del concetto – alla zona euro, la quale ancora risulta molto fragile, con una maggiore dinamica del sistema monetario e il permanere dell'inflazione al di sotto del livello standard di “stabilità dei prezzi”. Proprio per questo motivo, vi sono stati diversi interventi della Banca Centrale Europa volti al taglio dei tassi per cercare di agevolare lo sviluppo dell'economia. Queste manovre di politica economica sono state molto efficaci per l'area euro. In particolar modo, le condizioni dell'economia italiana sono migliorate durante il corso del 2013. In particolare, nel nostro Paese, le prospettive di ripresa unite ad una stabilizzazione del quadro politico interno hanno permesso sia il tasso di interesse sui titoli di Stato sia allo *spread* con i rendimenti dei titoli tedeschi di diminuire notevolmente, favorendo una ripresa netta del mercato azionario. Tali considerazioni possono essere anche considerate valide per il primo semestre del 2014, come è possibile evincere dai due grafici sottostanti (**Grafico 2.2** e **Grafico 2.3**).

Grafico 2.2 Andamento del mercato azionario italiano nel 2013 (Indice FTSE Italia All Shares)



Fonte: Elaborazione personale su dati Borsa Italiana

Grafico 2.3 Andamento del mercato azionario italiano nel primo semestre 2014 (Indice FTSE Italia All Shares)



Fonte: Elaborazione personale su dati Borsa Italiana

Il vero e proprio miglioramento del mercato azionario italiano nell'anno 2013 è avvenuto a partire da luglio, come conseguenza di un miglioramento del mercato del debito italiano. Infatti su base annua, l'indice generale FTSE della borsa italiana ha registrato, secondo i dati Borsa Italiana¹⁸, un trend quasi del 18%, dato non lontano da quanto registrato in altri mercati di borsa esteri (Dow Jones Euro Stoxx +21%, S&P's 500, +30%). Il 2014 ha subito degli andamenti altalenanti nel corso del primo trimestre per poi definitivamente attestarsi ad un sentiero di crescita positiva per i restanti mesi. In linea generale la crescita registrata, in riferimento al primo semestre del 2014, è stata pari al 12%.

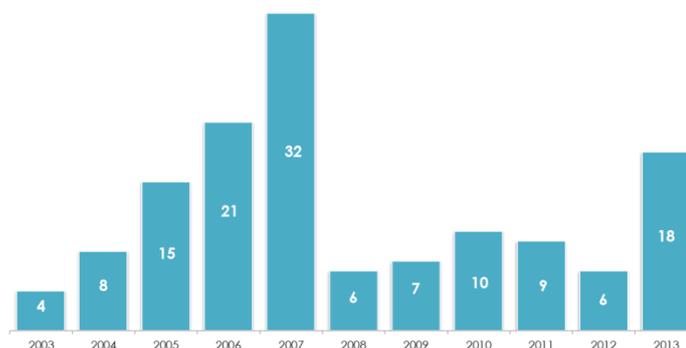
Le premesse evidenziate sono alla base dei giudizi che saranno evidenziati in questo paragrafo in merito ai trend delle IPOs effettuate nel mercato azionario italiano, che con buona approssimazione possono spiegare il successo e la crescita di tali mercati.

Il 2013 è stato l'anno in cui il mercato azionario italiano ha sperimentato il numero più alto di IPOs – con un numero di società quotate in Borsa pari a 344 aziende – effettuate dal 2007 (**Grafico 2.4**). Lo scorso anno è stato protagonista di 18 operazioni di IPOs che hanno interessato diversi segmenti di Piazza Affari, con una

¹⁸ Vedasi *Borsa Italiana: Review dei mercati 2013*, Comunicato Stampa, 30 dicembre 2013.

raccolta totale che si aggira intorno ai 1.4 miliardi di euro (dato sette volte più di quanto registrato nel precedente anno)¹⁹.

Grafico 2.4 Numero di operazioni di IPOs (Anni 2003-2013)



Fonte: Elaborazione personale su dati Borsa Italiana

Vale la pena ricordare, sebbene sarà discusso ampiamente nei capitoli successivi, che il maggior contributo – in termini di valore – è stata la collocazione in borsa di Moncler, storica casa di moda rilanciata dall'imprenditore Remo Ruffini che ha rilanciato e riposizionato il marchio in un solido *brand* globale. Tale successo ha contribuito a rafforzare la posizione di Borsa Italiana nel settore del lusso e della moda.

Inoltre, al rilancio della quotazione in Borsa come fonte di crescita hanno contribuito aziende che interessano il comparto della *green economy*. Le aziende operanti in questo settore – che hanno provveduto al loro collocamento in Borsa – sono attivi in business completamente diversi tra di loro. Si va dalla produzione di energia alla società operanti nell'efficienza energetica, passando successivamente per l'*agribusiness* e i prodotti bio.

Proprio lo sviluppo e il rafforzamento del segmento “green”, fa prevedere un ulteriore aumento degli operatori – appartenenti a tale settore – che intendono collocarsi in borsa. Infatti sulle 17 operazioni compiute nei primi sette mesi del 2014, 6 sono appartenenti a tale settore, risultato il maggiore segmento all'interno del numero di collocazioni in Borsa.

¹⁹ Il dato è destinato a crescere, in quanto a luglio 2014, sono state collocate già 17 aziende sul mercato di Borsa Italiana.

Come già visto, un ulteriore settore a cui il mercato borsistico punta è quello del lusso²⁰, ad oggi uno dei pochi settori a rendersi protagonista di un quinquennio di operazioni di successo e soprattutto di grande impatto in termini di visibilità internazionale (sono alcuni esempi, infatti, *Yoox*, *Salvatore Ferragamo*, *Brunello Cucinelli* e la recente *Moncler*) e entro la fine del 2014 si attendono nuove IPOs.

In conclusione di ciò, un ulteriore svolta al mercato delle IPOs in Italia sarà fornito dalle operazioni di privatizzazioni annunciate dal Governo per il 2014; un esempio fra tutti è il caso di Poste Italiane – il cui procedimento è stato già avviato – che da sola dovrebbe raccogliere oltre 4 miliardi di euro.

²⁰ Data l'importanza che stanno rivestendo le imprese appartenenti a questo settore, è in corso lo studio per la creazione di un indice borsistico ad hoc (fonte: KPMG).

2.3 Le caratteristiche principali delle IPOs

Un Equity Carve-out, o meglio identificato come offerta pubblica iniziale (**IPO**) rappresenta “il rito di passaggio” nella vita di una forma imprenditoriale (*Champion, 1999*). Le decisioni prese durante questa fase hanno conseguenze di vasta portata per la crescita e il benessere dell'impresa. Esistono diversi fattori che hanno dimostrato di avere una significativa influenza sulle future sorti della IPO, tra cui ricordiamo l'assetto proprietario dell'impresa, gli eventuali cambiamenti nella proprietà che risultano dalla IPO e le strategie di uscita degli attuali azionisti.

Quando si fa riferimento ad un Equity Carve-out si suole identificare la cessione di quote azionarie di un'impresa interamente posseduta ad una forma di azionariato pubblico, solitamente il mercato dei capitali; è possibile considerare l'Equity Carve-out, inoltre, sia come un disinvestimento di un asset che un'offerta di parte del proprio capitale.

La classificazione di un Equity Carve-out come disinvestimento di un asset deve essere comunque moderata dal fatto che esistono alcune caratteristiche che differenziano il carve-out dalla vendita di asset a titolo definitivo. Gli Equity Carve-outs si configurano come cessioni di asset ad azionisti di carattere pubblico piuttosto che a singole imprese acquirenti; inoltre, queste tipologie di disinvestimento sono intraprese con lo scopo principale di reperire fonti finanziarie nel mercato dei capitali e l'impresa madre continua a possedere una parte consistente del patrimonio dell'impresa controllata successivamente all'offerta. Allo stesso tempo gli Equity Carve-out possono essere considerati simili alle cessioni di asset limitatamente al fatto che per entrambi i casi, i capitali raccolti possono essere trattenuti all'interno dell'impresa per finalità discrezionali o per rimborsare gli eventuali creditori e/o azionisti.

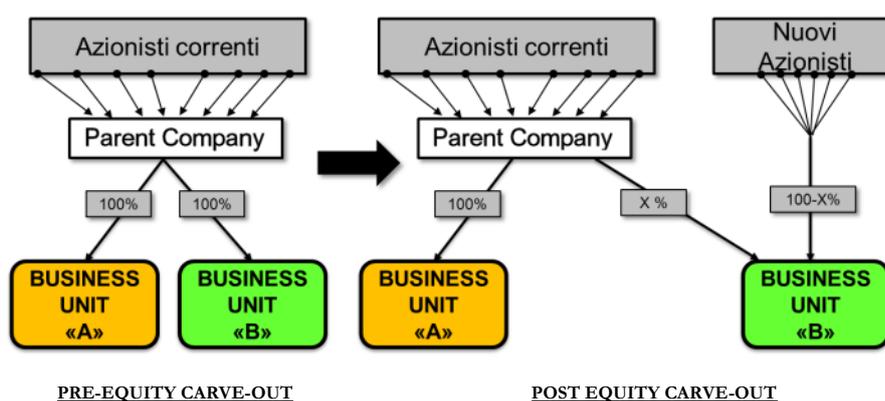
Dal punto di vista tecnico, un Equity Carve-out si configura come un'offerta pubblica iniziale (IPO) di una divisione, sussidiaria o parte di capitale di un'impresa. Come già visto, sul lato economico, l'operazione integra alcuni elementi caratteristici della cessione di asset (in questo caso sarebbero rappresentate da quote del capitale); infatti, seguendo quest'ottica, emerge che una delle principali differenze tra la cessione privata di un business e un'IPO risiede nel ruolo assolto dal mercato dei

capitali, il quale svolge essenzialmente il ruolo di intermediazione tra l'impresa e i potenziali investitori e azionisti.

L'Equity Carve-out consente alla casa madre di disinvestire, totalmente o in maniera parziale, una business unit attraverso la quotazione delle sue azioni (**Figura 2.3**). È possibile, inoltre, distinguere l'operazione in due differenti casi:

- Qualora la business unit da disinvestire non sia stata formalizzata in un veicolo societario indipendente (*subsidiary carve-out*), la casa madre scorpora dapprima il business dalla sua struttura e lo assegna ad una nuova realtà societaria.
- Nel caso, invece, la business unit da disinvestire sia già stata formalizzata in una struttura separata dalla casa madre, l'operazione si conclude in una semplice IPO della sussidiaria o dell'impresa.

Figura 2.3 Struttura e procedimento di un'Equity Carve-out



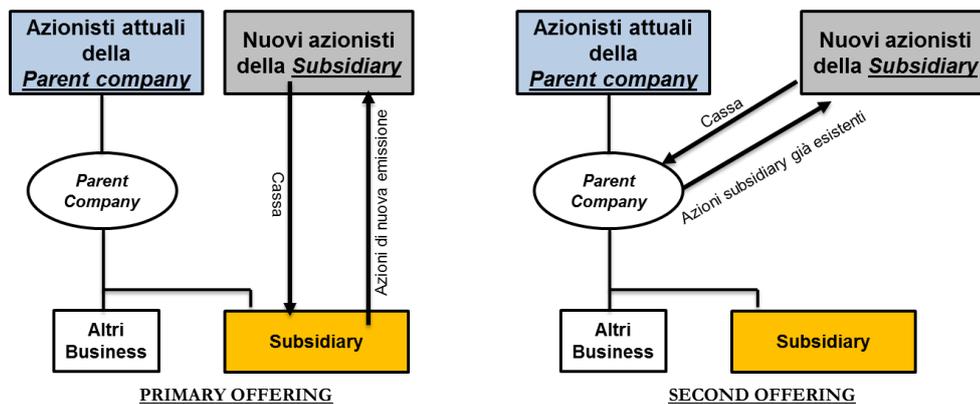
Fonte: Adattamento da Zimmermann (2005)

È possibile analizzare la struttura di un'Equity Carve-out alla luce di due variabili fondamentali:

1. In base al **flottante** (ovvero la quota di azioni immesse sul mercato) è possibile attuare una distinzione tra:
 - a. *Minority Equity Carve-out*, quando la IPO è finalizzata alla quotazione di un flottante inferiore al 20%;
 - b. *Majority Equity Carve-out*, ovvero quando si immettono azioni sul mercato dei capitali per almeno l'80%;
2. In base al **oggetto offerente** (Zimmerman, 2005), come è possibile notare in **Figura 2.4**, si distingue tra:

- a. *Offerta primaria*: la sussidiaria cede direttamente le azioni sul mercato. Questa tipologia di Equity Carve-out non coinvolge, in maniera diretta, la parent company se non in fase postuma. Solitamente la liquidità generata e le risorse finanziarie liberate dalla cessione vengono utilizzate dalla sussidiaria per riequilibrare la propria struttura del capitale o per finanziare nuove opportunità di crescita nel proprio business;
- b. *Offerta secondaria*: la casa madre cede direttamente le azioni della sussidiaria sul mercato; in questo caso, la parent riceve, dalla vendita delle quote azionarie, le risorse finanziarie utilizzabili per i diversi obiettivi di corporate.

Figura 2.4 Offerta primaria vs offerta secondaria



Fonte: Adattamento da Zimmermann (2005)

Leggendo in chiave empirica l'Equity Carve-out, vi sono stati, nel corso degli anni, numerosi studiosi che hanno focalizzato l'attenzione sui guadagni generati ed associati a queste operazioni strategiche. Schipper e Smith (1986) hanno esaminato 76 Equity Carve-out, avvenute tra il 1965 al 1983; essi segnalano un rendimento medio superiore al +1,8 per cento nel corso di un intervallo di cinque giorni dopo l'annuncio di un Equity Carve-out.

L'aumento dei prezzi delle azioni, in risposta agli annunci di una IPO, è molto importante, dato che un numerosi studi²¹ riferiscono che gli Equity Carve-out di successo sono associati ad una reazione media dei prezzi del -2 e -3 per cento.

²¹ Tra gli studi citati è possibile ricordare Asquith e Mullins (1986), Dann e Mikkelson (1984), Masulis e Korwar (1986), Loderer, Cooney, e Van Drunen (1991)

Gli stessi autori, propongono tre elementi, che possono impattare positivamente sull'incremento dei prezzi di mercato a seguito di un Equity Carve-out, pertanto i guadagni possono essere attribuiti essenzialmente ai seguenti elementi:

- risorse che possono finanziare progetti della controllata con valori attesi positivi, le quali alternativamente non sarebbero state disponibili se la stessa facesse parte della parent company;
- la separazione della controllata dalla società madre che aumenta il flusso di informazioni rispetto al mercato;
- la ristrutturazione dell'azienda che facilita gli incentivi che il mercato propone al management della controllata.

In uno studio successivo, Klein, Rosenfeld, e Beranek (1991) osservano che la maggior parte degli Equity Carve-out considerati nel loro campione di analisi sono seguiti da un secondo evento, ovvero che la casa madre vende la partecipazione residua o riacquista tali azioni.

Essi esaminano questi eventi in 52 Equity Carve-out e dall'analisi emerge che circa il 60 per cento delle azioni emesse in un Carve-out sono riacquistate dalla *parent*, mentre circa il 40 per cento sono vendute ad un'altra società. La loro conclusione principale è che un Equity Carve-out è una forma organizzativa temporanea e che qualunque sia la fonte di guadagni in un carve-out, quest'ultima non richiede una struttura organizzativa permanente da raggiungere per ottenere un successo.

In maniera speculare, sebbene l'operazione mostra numerosi benefici in termini di nuovi capitali immessi all'interno dell'impresa o l'avvio di sentieri strategici di crescita, è necessario mettere in luce gli eventuali costi e rischi che accompagnano il processo della IPO.

Per loro natura, le imprese soggette a IPO hanno risorse limitate e alto grado di incertezza.

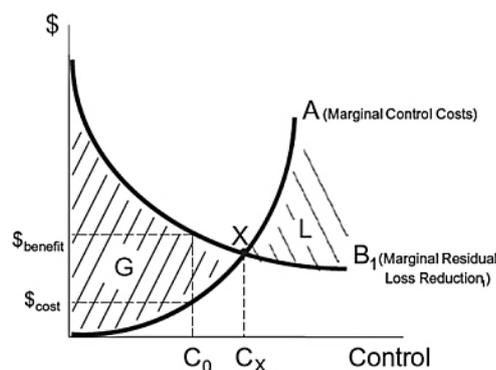
Esse mostrano principalmente tre tipologie di ostacoli, che sono state identificati dalla letteratura nel seguente modo: il nuovo assetto societario e di *governance*; la novità del mercato azionario, che sottolinea l'incertezza attorno alle potenziali capacità dell'impresa di gestire efficacemente la nuova realtà legata al mercato

borsistico. Meno notato, ma non meno importante, è infine l'ostacolo legato alla sostituzione e quindi al cambiamento dell'attuale azionariato dell'impresa.

Dalziel, White e Arthurs (2011) indagano sui relativi costi di una IPO e focalizzano la loro attenzione su due tipologie in particolare:

1. **Conflitto *principale-agente*.** Come mostrato nel paragrafo 2.4 (cfr. *Le IPOs e la creazione di valore: le teorie economiche alla base*), la teoria dell'agenzia presuppone che gli individui operano in condizioni di egoismo e con razionalità limitata ed evidenzia il rapporto di conflitto tra principale e agente. Una caratteristica fondamentale della teoria dell'agenzia è la precisazione dei costi associati a tale relazione potenzialmente in conflitto; tra i principali costi si ricordano il costo di controllo degli agenti (inclusi le relazioni tra i costi e il loro monitoraggio) e il costo del fallimento del controllo (perdite residue). La **Figura 2.5** illustrerà le relazioni tra questi costi.

Figura 2.5 I costi del conflitto principale-agente



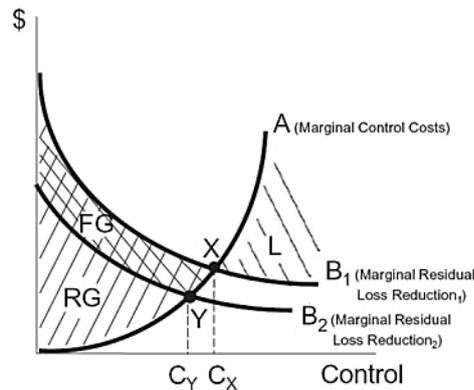
Note: L'area G rappresenta i guadagni del principale dovuti alla riduzione delle perdite residue. L'area L mostra le perdite che l'impresa subisce quando il controllo è alto in modo inappropriato.

Fonte: Dalziel, White e Arthurs (2011)

2. **Conflitti *principale-principale*.** Una delle carenze della classica teoria dell'agenzia riguarda il riferimento al potenziale dei costi derivanti dal rapporto tra azionisti. Vi è un significativo potenziale di conflitti d'interesse tra azionisti dovuto alla presenza di interessi eterogenei. Ad esempio, gli azionisti comunemente possiedono quote differenti tra di loro, anche se l'azienda di cui le possiedono è la medesima; quello che varia è invece la percentuale della partecipazione all'interno del portafoglio d'investimento totale.

Conseguentemente, va notato che i rischi associati differiscono da azionista ad azionista, così come le intenzioni e gli sviluppi futuri dell'impresa, i periodi di investimento e i relativi guadagni alla fine dell'investimento. Tutti questi elementi rappresentano un potenziale significativo per gli interessi eterogenei che spingono a conflitti tra azionisti. Vale la pena ricordare che la situazione in esame è maggiormente evidente nelle cessioni da parte di imprese a carattere familiare a fondi di private equity (o comunque con un alto potenziale di investimento e quindi fortemente orientati al guadagno sull'investimento piuttosto che alla crescita interna dell'impresa). Davanti a questi conflitti *principal-principal*, è possibile esercitare il controllo mediante l'uso di differenti meccanismi tra cui: la partecipazione ai consigli di amministrazione e di rappresentanza, patti di sindacato, diritti di voto, pressioni istituzionali e altre forme di attivismo degli investitori. Al fine di comprendere pienamente i costi associati a tali conflitti, è possibile estendere le stesse considerazioni già effettuate per la teoria classica dell'agenzia, in modo tale da specificare i benefici e i costi associati al conflitto tra azionisti (**Figura 2.6**).

Figura 2.6 I costi del conflitto principale-principale



Note: Con lo spostamento della curva B (da B1 a B2), l'area G si divide in due regioni rispetto al caso principale-agente (Figura 1.6): RG (Guadagni realizzati) e FG (guadagni ceduti o guadagni persi dovuti al conflitto principale-principale)

Fonte: Dalziel, White e Arthurs (2011)

2.4 Le IPOs e la creazione di valore: le teorie economiche alla base

La prospettiva di analisi – peraltro condivisa anche dall’oggetto principale del presente elaborato – richiede una particolare attenzione alla creazione del valore a seguito della scelta di avviare una IPO in Borsa; per completezza di analisi, questa prospettiva implica un riferimento alle principali teorie economiche e manageriali della letteratura, considerati generatrici di valore delle stesse strategie. Queste teorie hanno lo scopo di contestualizzare il presente lavoro con alcuni limiti che possono sorgere al momento del compimento dell’operazione, tra cui si ricordano:

- i limiti del processo decisionale che ostacolano la creazione di valore di strategie di disinvestimento, che possono ostacolare il processo di quotazione in Borsa delle imprese (teoria dell’agenzia);
- la reazione del mercato finanziario e il grado di efficienza come risposta ad un annuncio e alla compimento di un’operazione di quotazione in borsa (teoria dell’efficienza dei mercati finanziari).

La teoria dell’agenzia

Jensen e Mekling (1976) definiscono una relazione di agenzia come “*un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un’altra persona (l’agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all’agente*”. Si tratta di una definizione molto generale, ma la tipica relazione principale-agente è quella tra imprenditore/azionista e dipendente. La teoria dell’agenzia studia i problemi che emergono in quanto esiste una divergenza di interessi tra le due parti oltre a un’imperfetta informazione sui comportamenti degli attori e a un’asimmetria informativa tra le parti. L’opportunismo delle parti porta a un uso delle asimmetrie informative a proprio vantaggio, generando due problemi: la **selezione avversa** (opportunismo *ex ante*) e l’**azzardo morale** (opportunismo *ex post*).

La teoria dell’agenzia suppone che entrambe le parti (nel nostro caso il mercato e l’impresa che intenda quotarsi) cerchino di massimizzare la propria utilità e che anticipino razionalmente gli effetti della relazione d’agenzia sui risultati futuri. Gli

interessi restano divergenti ed è praticamente impossibile che l'agente operi nell'interesse del principale, al quale non resta che tentare di ridurre tale divergenza attraverso strumenti di sorveglianza (*monitoring*) e, soprattutto, sistemi di incentivi volti a limitare l'effetto di comportamenti opportunistici dell'agente; tutto questo implica dei costi, monetari e non, che vengono appunto definiti costi di agenzia.

Nelle imprese diversificate, il problema dell'agenzia si pone a due livelli: il primo riguarda la separazione tra azionisti e management e il secondo tra diversi livelli del management (top e divisionali). Il successo di una IPO, ma soprattutto della generica strategia di disinvestimento si determina nella capacità dell'impresa di trasformare l'asimmetria informativa in guadagni finanziari e quindi, secondo un approccio di tipo aziendale, un maggior valore. (*Bergb, Johnson, Dewitt, 2008*)

La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari

Il mercato finanziario è il principale strumento attraverso il quale è possibile misurare il valore a disposizione degli azionisti; infatti, il prezzo dell'azione rappresenta la parte di valore dell'azienda riferibile agli azionisti.

Lo studio dell'efficienza dei mercati si focalizza sui meccanismi di formazione dei prezzi delle attività finanziarie, cioè sullo studio della velocità e della precisione con cui le informazioni hanno effetti positivi o negativi nei prezzi degli strumenti finanziari.

Per ciò che riguarda l'ipotesi dei mercati efficienti, esiste una letteratura molto ampia; secondo una formalizzazione proposta da Eugene Fama (1970) esistono tre distinte ipotesi di efficienza dei mercati:

1. **Efficienza in *forma debole*:** un mercato dei capitali è definito *debolmente efficiente* o in grado di soddisfare un'efficienza in forma debole se incorpora pienamente le informazioni sui prezzi passati delle azioni. L'efficienza in forma debole viene spesso rappresentata, in forma matematica, tramite la seguente espressione:

$$P_t = P_{t-1} + \text{rendimento atteso} + \text{errore casuale}_t \quad [2.1]$$

L'**Equazione 2.1** afferma che il prezzo odierno è uguale alla somma dell'ultimo prezzo osservato, del rendimento atteso dell'azione e di una componente casuale che si verifica nell'intervallo temporale di riferimento²².

Questa forma di efficienza è il tipo più attenuato di efficienza che potremmo aspettarci da un mercato finanziario, dato che le informazioni storiche sui prezzi sono le più semplici da ottenere;

2. **Efficienza in forma semiforte:** si ha quando i prezzi di mercato riflettono (incorporano) tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi, più qualunque altre informazioni pubbliche fornite di volta in volta dall'azienda al mercato, come ad esempio i bilanci;
3. **Efficienza in forma forte:** i prezzi di mercato riflettono l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi stessi, qualunque altra informazione pubblica, nonché qualunque informazione privata; inoltre tutte le informazioni sui prezzi sono accessibili allo stesso modo a tutti gli attori economici.

L'insieme delle informazioni sui prezzi passati costituisce “*un sottogruppo dell'insieme delle informazioni disponibili al pubblico, che costituisce a sua volta un sottogruppo della totalità delle informazioni rilevanti?*” (Ross et al., p.386, 2010). Lo possiamo vedere per l'appunto nella **Figura 2.7**.

L'efficienza in forma forte implica perciò l'efficienza in forma semiforte, e quest'ultima implica una forma di efficienza di tipo debole. La differenza tra forma semiforte e debole risiede nel fatto che la prima richiede sia che il mercato debba essere efficiente rispetto alle informazioni storiche, sia che tutte le informazioni disponibili si riflettano nel prezzo.

²² L'ultimo prezzo osservato potrebbe riferirsi a quello del giorno prima, della settimana precedente o del mese precedente, a seconda dell'intervallo scelto. Il rendimento atteso, invece, è funzione del rischio del titolo. Infine, la componente casuale esiste perché possono essere note delle informazioni sull'impresa, pertanto tale componente va considerata sia positiva sia negativa, senza che ve ne sia previsione certa.

Figura 2.7 Efficienza dei mercati: relazioni tra i tre diversi insiemi di informazioni



L'insieme delle informazioni sui prezzi passati costituisce un sottogruppo dell'insieme delle informazioni disponibili al pubblico, il quale costituisce a sua volta un sottogruppo della totalità delle informazioni rilevanti. Se il prezzo odierno riflette solo le informazioni sui prezzi passati, il mercato è efficiente in forma debole. Se il prezzo odierno riflette tutte le informazioni disponibili al pubblico, il mercato è efficiente in forma semiforte. Se il prezzo odierno riflette la totalità delle informazioni, sia pubbliche sia private, il mercato è efficiente in forma forte.

L'efficienza in forma semiforte implica l'efficienza in forma debole, e l'efficienza in forma forte implica l'efficienza in forma semiforte.

Fonte: Froya (2012)

Gli studi seguenti all'articolo di Fama hanno sostenuto l'ipotesi di un mercato reale molto più vicino a quello teorizzato dalla forma semi-forte di efficienza: ciò significa che qualsiasi annuncio o informazione sensibile al prezzo fornita al mercato provoca una reazione del prezzo dell'azione (*event studies*). Sarà questa la forma di efficienza a cui il mercato fa riferimento in ambito di annuncio e chiusura di future operazioni di disinvestimento e quotazioni.

2.5 Il ruolo delle IPOs all'interno delle strategie di ristrutturazione: il pentagono McKinsey

Una periodica ristrutturazione delle aziende, basata su un esame approfondito delle diverse aree strategiche di affari e una riconsiderazione del portafoglio complessivo di attività possono rappresentare un momento critico quando ci si pone davanti ad una scelta di rivitalizzazione di un'azienda.

Per comprendere il ruolo che le IPOs rivestono all'interno delle ristrutturazioni aziendali e finanziarie, il modello del pentagono elaborato da McKinsey & Company propone un valido strumento di analisi sul presumibile aumento di valore di mercato di un'impresa mediante una ristrutturazione del gruppo²³.

Questo modello parte dall'ipotesi fondamentale che qualunque decisione del management deve essere rivolta alla massimizzazione del valore dell'impresa.

L'analisi è composta da cinque passaggi principali, che corrispondono a cinque nodi, individuati e mostrati in **Figura 2.8**:

1. **Il valore di mercato corrente dell'impresa**, cioè il punto di partenza dell'analisi che comprende il valore del capitale proprio e del debito (pari al valore netto dei flussi di cassa attesi durante la vita dell'impresa.)
2. **Il valore dell'impresa così com'è**. Esiste la possibilità di incrementare il valore di mercato semplicemente modificando le percezioni sulle prospettive future dell'impresa, senza alcun cambiamento strategico o operativo. Negli ultimi anni le imprese hanno dedicato maggiore attenzione alla gestione delle percezioni degli investitori, aumentando la quantità e la qualità del flusso di informazioni diretto agli azionisti e agli analisti di mercato e istituendo a questo scopo dipartimenti preposti alle relazioni con il pubblico.

²³ T. Copeland, T. Koller e J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, New York, Wiley, 2000; traduzione italiana: *Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*, Milano, Il Sole-24 Ore Libri, 2002.

3. **Il valore potenziale dell'impresa in seguito a miglioramenti interni.** Come abbiamo visto, il management di un'impresa può aumentare il valore complessivo dell'impresa attraverso miglioramenti strategici e operativi delle singole attività allo scopo di massimizzarne i flussi di cassa. Questi miglioramenti possono includere lo sfruttamento delle occasioni di crescita su scala globale, l'esternalizzazione di alcune attività e le opportunità di riduzione dei costi.
4. **Il valore potenziale dell'impresa in seguito a miglioramenti esterni.** Dopo aver quantificato il valore dei singoli business, il management deve determinare se le variazioni del portafoglio di attività portino a un incremento del valore complessivo dell'impresa.
5. **Il valore ideale dell'impresa dopo la ristrutturazione.** I quattro passaggi precedenti definiscono il possibile valore massimo raggiungibile dall'impresa. Se questi interventi possono essere effettuati anche da un altro proprietario dell'azienda, la differenza tra il massimo valore potenziale dell'impresa ristrutturata e il valore di mercato corrente rappresenta il potenziale di profitto a disposizione di un *raider* esterno.

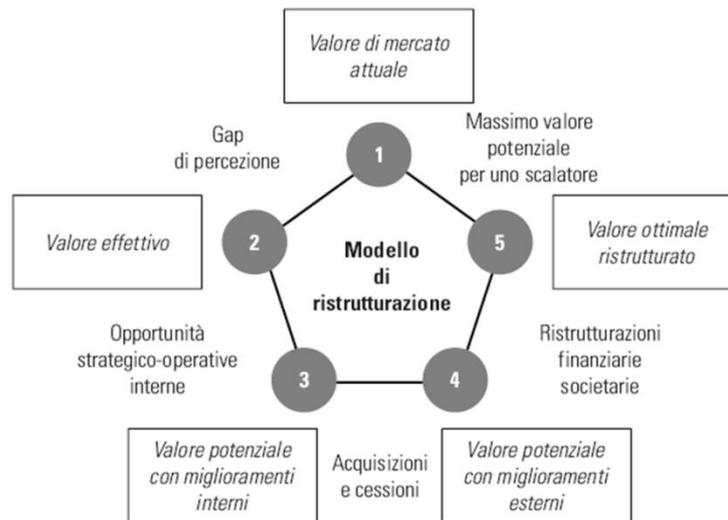
Questo tipo di analisi è stata spesso associata agli specialisti di *leveraged buyout* e, in genere, ai *raiders* in borsa. A causa di questa minaccia, alcune imprese diversificate hanno adottato strategie di profonda ristrutturazione del gruppo (questo è per esempio il caso dell'ondata di ristrutturazioni che ha attraversato il settore petrolifero durante il periodo 1986-92)²⁴.

Lo stile di leadership associato a questo approccio solitamente adottato dalla ristrutturazione aziendale (riduzione dei costi e la dismissione di attività) è caratterizzato da un impegno assoluto al perseguimento della massimizzazione del valore per gli azionisti e al raggiungimento dei risultati necessari a questo fine, da un sistema gestionale basato su obiettivi di performance e una grande attenzione nei

²⁴ R. Cibin e R.M. Grant, *Restructuring among the World's Largest Oil Companies*, in «British Journal of Management», 7, dicembre, 1996, pp. 411-428.

riguardi degli incentivi di performance, sia sotto forma di premi monetari che di minacce di licenziamento in caso di risultati insoddisfacenti.

Figura 2.8 Il modello McKinsey per la valutazione delle opportunità di creazione valore



Fonte: T.E. Copeland, T. Koller e J.Murrin, *Valuation*, New York, John Wiley & Sons, 1990, p.35 .

2.6 I driver di creazione di valore

Come già ampiamente ribadito, l'analisi del presente elaborato prevede il focus sulla creazione del valore delle IPOs, che vengono scelte dalle imprese per reperire maggiori risorse e finanziare in tal modo la propria crescita.

Una volta definito l'oggetto, occorre evidenziare le principali leve (o *driver*) che le strategie di disinvestimento sono in grado di mettere in azione.

Al riguardo, è possibile individuare tre *driver* di creazione del valore:

- 1. Il miglioramento delle performance operative:** a tal proposito, l'implementazione di una strategia di disinvestimento – e quindi anche di quotazione – all'interno di un business aziendale può avere un impatto positivo sui risultati operativi dell'azienda, dato che l'operazione genera un prevedibile miglioramento sui fondamentali indicatori di carattere economico e finanziario (ad esempio migliorando il cash flow, il reddito netto, il capitale circolante netto, il reddito operativo, il margine operativo, etc.).
- 2. Il rafforzamento della struttura del capitale:** l'attuazione di una strategia di disinvestimento sui business di un'impresa genera l'ottimizzazione e il miglioramento della struttura finanziaria delle imprese coinvolte nel piano strategico di disinvestimento; tale miglioramento è da ricercarsi all'interno della riformulazione delle prospettive di crescita e di solidità finanziaria dei business disinvestiti, di fatto non più controllati dalla casa madre.

Poiché il valore dell'impresa è massimizzato quando si raggiunge la struttura ottimale del capitale, allora lo scopo principale di un'operazione di disinvestimento è proprio quello di portare la struttura del capitale a tale livello. Tra le scelte possibili, un rimedio che il management può adottare per migliorare la struttura finanziaria dell'impresa è la vendita di alcune delle attività e contestualmente il pagamento di alcuni debiti. (*Jain, 1985*)
- 3. Il miglioramento della *reputation*:** quest'ultima leva di creazione del valore che viene generata tramite l'implementazione di strategie di disinvestimento identifica un obiettivo molto più qualitativo rispetto alle due precedenti. Va aggiunto che il

miglioramento della *reputation* va inteso sotto un'ampia categoria di elementi, fra cui si ricordano il mercato dei capitali (le informazioni e la trasparenza del rapporto impresa-mercato), i clienti, i fornitori, gli azionisti, le banche, etc.

2.7 Le motivazioni strategiche alla base delle IPOs

Le motivazioni che spingono le imprese a percorrere la via della quotazione in Borsa rappresentano un elemento cruciale della vita di un'impresa. Proprio per la particolare e difficile decisione di cui si tratta, le imprese devono cercare di analizzare al meglio tutti gli aspetti che concernano i business dell'impresa (*core* o *non core*), le sue prospettive di crescita futura, le proprie risorse e competenze, ma soprattutto la fase del ciclo di vita e di sviluppo in cui l'impresa che intende collocarsi sul mercato.

Tra i vari motivi che possiamo elencare come conseguenza delle scelte di quotazioni (e in questo caso anche di disinvestimento inteso in termini generici), Hopkins (1991) identifica come possibile fonte la debolezza e il peggioramento delle condizioni del settore e del posizionamento competitivo. Inoltre, questo motivo non è stato mai testato direttamente sulle relative circostanze competitive delle imprese una volta conclusa la fase di quotazione. Oltre a ciò, va detto che l'approccio teorizzato dallo studioso americano risulta però molto primitivo e inusuale rispetto alla situazione temporale odierna e in relazione al settore oggetto della nostra trattazione, che andremo ad esaminare nel prosieguo, caratterizzato certamente da connotati abbastanza dinamici e innovativi.

Indagando la natura delle scelte di quotazioni in Borsa, si configura una casistica particolarmente ricca che trova giustificazioni differenti; le più ricorrenti possono essere riassunte nel seguente elenco (Bruzzichesi e Pancamo, 2001):

- 1) la diversificazione delle fonti di finanziamento, che permette all'impresa che intende quotarsi in Borsa di staccarsi dal gruppo che ha il controllo in modo da poter accumulare nuovi capitali in un mercato di certo più ampio;
- 2) la diminuzione dell'accesso alle tradizionali fonti di investimento, visto che spesso la scelta è legata al fatto che gli attuali investitori non sono sostenitori, in termini di risorse finanziate, alla crescita e all'ingresso in nuovi business;
- 3) la certezza dell'ingresso nella propria impresa di manager, consulenti, personale competenti e affidabili;

- 4) l'evitare eventuali *takeover* ostili da parte dei propri manager e in tal modo assecondare un *turnover* nel caso in cui i manager sia inefficienti e non adempiono ai propri compiti con diligenza, competenza e affidabilità;
- 5) la possibilità di fornire maggiori garanzie ai propri stakeholder, e in particolar modo agli investitori, ai clienti e ai creditori che possono vantare di maggiori protezioni e norme che regolano il funzionamento delle imprese quotate in borsa;
- 6) il godimento di alcuni vantaggi fiscali;
- 7) la possibilità di creare e sostenere una maggiore credibilità, visibilità in termini di immagine aziendale e prestigio agli occhi del mercato (sia domestico che internazionale);
- 8) la scelta di quotazione in Borsa come decisione di marketing; spesso può avvenire il caso in cui il fattore della non quotazione può porsi come uno svantaggio per le imprese, che sono messe a paragone dai propri stakeholder (ad esempio i clienti, i fornitori, etc.) con i concorrenti che sono quotati sui mercati dei capitali. Infatti, in queste condizioni, la quotazione può divenire una barriera d'ingresso all'interno di determinate *industries*, in quanto lancia al mercato il segnale di solidità finanziaria.

In conclusione, qualunque sia il motivo che spinge le imprese ad una decisione strategica di disinvestimento di quote azionarie, nella forma di IPO, non è possibile negare che questa decisione sia significativa per la vita e l'assetto dell'impresa stessa (spesso è anche una decisione irreversibile una volta completata, o per lo meno con elevati costi di uscita se si procede). Quindi, nell'intraprendere questa scelta strategica, le imprese, oltre a valutare il set di informazioni sui business, devono analizzare i vantaggi (sia per l'azienda che per gli investitori) e gli svantaggi che derivano dalla suddetta scelta. Proprio questi due elementi sono oggetto di trattazione del successivo paragrafo.

2.8 Vantaggi e svantaggi delle IPOs

La fase di quotazione in Borsa rappresenta un momento molto delicato nella particolare fase di vita dell'impresa, specialmente per gli investitori dato che da essa dipendono gli eventuali e futuri guadagni in conto capitale, i quali rappresentano sicuramente lo scopo ultimo degli investitori.

Per l'analisi dei vantaggi e svantaggi che rispettivamente possono spingere o frenare le imprese a quotarsi in Borsa sarà molto utile svolgere un'analisi dal punto di vista dei due principali soggetti che costituiscono la base di un'operazione di disinvestimento²⁵, ovvero l'investitore e l'azienda oggetto di IPO.

La quotazione dei titoli di una società, o di un suo ramo aziendale, rappresenta, nella maggior parte dei casi, la forma di disinvestimento più ambita e diffusa da parte degli investitori istituzionali.

Allo stesso tempo, l'ammissione ad un listino ufficiale di Borsa non è un processo estremamente semplice per le imprese di piccole dimensioni, specie se la quotazione interessa un'impresa di tipo familiare. Questo canale, viene tradizionalmente inserito in un'ottica di medio-lungo termine.

Il punto di vista dell'investitore

La comprensione del punto di vista dell'investitore, ci permette di individuare e analizzare i vantaggi e svantaggi che la scelta di quotazione in Borsa possono impattare su di esso; tali elementi sono rappresentati nella seguente tabella (**Tabella 2.1**):

²⁵ Fonte: Il disinvestimento, AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)

Tabella 2.1 I vantaggi e svantaggi per l'investitore in una IPO

VANTAGGI	SVANTAGGI
Possibilità di riuscire a conseguire un prezzo più alto	Dimensione dei costi maggiore rispetto alle altre alternative di dismissione
Maggiore facilità di incontrare le preferenze del <i>management</i> dell'impresa	Clausole di <i>lock up</i> che impediscono agli investitori presenti nella compagine azionaria prima della quotazione di cedere immediatamente tutte le partecipazioni detenute
Possibilità di un guadagno ulteriore derivante dall'incremento del valore post-quotazione delle azioni rimaste in portafoglio dell'investitore istituzionale	Illiquidità di molti mercati europei
	Impossibilità di scegliere questa opzione per le imprese di piccola dimensione

Fonte: AIFI

Il punto di vista dell'impresa

Parallelamente a quanto appena visto con il punto di vista dell'investitore, seguendo la stessa dinamica, i *vantaggi* presenti dal punto di vista dell'impresa possono essere sintetizzati nel seguente modo:

- la presenza di un socio istituzionale nella compagine azionaria riduce gli "effetti da quotazione" e i relativi costi, facilitando, al tempo stesso, l'avvicinamento dell'azienda al mercato;
- supporto consulenziale da parte dell'investitore tale da consentire all'azienda di affrontare nel modo migliore l'apertura al mercato;
- maggiore accesso ai capitali per sostenere la crescita, infatti la quotazione permette di procurare capitale di rischio a basso costo per investire in obiettivi strategici e di business;
- aumento dell'immagine, dato che la visibilità con i media aumenta notevolmente, così come la percezione all'esterno;
- facile liquidità delle quote azionarie, che permettono agli azionisti di monetizzare facilmente la loro partecipazione o disinvestirla qualora non soddisfa le volontà degli azionisti stessi;

- maggiore motivazione dei dipendenti e del management mediante l'istituzione di piani di *stock option* che permettono agli stessi di possedere azioni che rappresentano diritti all'interno di mercati liquidi e con una spessa visibilità; ciò spesso risulta correlato al successo ottenuto dall'impresa e all'aumento di valore azionario, generando nel management e nella dirigenza un'elevata fiducia con un orientamento di lungo termine;
- più efficienza dovuta all'esigenza di rispettare determinati vincoli di informativa, che sono posti a carico delle imprese quotate da parte del legislatore (ad esempio un maggiore sistema di controllo, più visibilità e orientamento degli obiettivi e delle performance ottenute dai manager);

Quando le imprese intendono percorrere la via della quotazione in Borsa, è necessario che il proprio management analizzi i costi e le responsabilità connessi a questa modalità di crescita. Pertanto è possibile evidenziare una serie di *svantaggi* connessi all'impiego delle IPOs nel seguente elenco:

- controlli più frequenti;
- costo della quotazione²⁶, causa di possibili scontri fra investitore e management;
- necessità di cambiamenti organizzativi (operativi, culturali e manageriali), in quanto l'ingresso nel mercato borsistico pone una serie di mutamenti di tipo strutturale dell'impresa, come ad esempio l'adeguamento dei sistemi informativi, l'introduzione logiche di budget e report formali, l'assunzione di specifici principi di *corporate governance*, l'adozione di codici di condotta (come il codice Preda all'interno del mercato di Borsa Italiana);
- elevati flussi e obblighi informativi richiesti rispetto un'impresa non quotata. Ciò deriva dalla necessità di essere sempre rapidi e tempestivi con l'informativa nei confronti del mercato e allo stesso tempo di tenere saldo il rapporto con gli azionisti dell'impresa.

²⁶ Come evidenziato da Bruzzichesi e Pancamo (2001), al momento della quotazione in Borsa di un'impresa, i principali costi associati a questa scelta sono: a) i costi opportunità – in termini di tempo e risorse assorbite sia dal management per la preparazione del prospetto di quotazione sia dalle altre strutture dell'impresa che vengono coinvolte nell'operazione di IPO; b) i costi vivi, ovvero costi sostenuti direttamente dall'impresa (costi del personale, di marketing, etc.).

Il profilo fiscale e di rischio nelle operazioni di quotazione in Borsa

Per completezza di analisi, è opportuno accennare agli effetti fiscali e legali, in quanto la scelta di una delle modalità di disinvestimento genera importanti conseguenze sia da un punto di vista dei rischi legali, sia quello del risparmio fiscale²⁷.

La scelta di procedere con uno “*share deal*” piuttosto che con un “*asset deal*”²⁸ è legata maggiormente a due principali fattori: la minimizzazione dei rischi legali e la massimizzazione del vantaggio fiscale legato all’operazione.

Il principale vantaggio legato a un “*asset deal*” consiste nella possibilità per l’acquirente di scegliere, d’accordo con il cedente, quali elementi dell’azienda includere e quali escludere dall’azienda trasferita; questa soluzione permette all’acquirente di mettersi al riparo da eventuali incongruenze e rischi legati alla gestione precedente.

Tale possibilità è, invece, esclusa in caso di una cessione di partecipazioni, che rappresenta l’esempio della quotazione in Borsa e della IPO: con il passaggio della titolarità delle quote/azioni restano, infatti, invariati i rapporti attivi e passivi della società target, così come gli eventuali profili di responsabilità della stessa, legati alla precedente gestione, dei quali l’acquirente inevitabilmente dovrà farsi carico. Proprio per tale motivo, è opportuno, nei casi di “*share deal*”, che i contratti prevedano tutte le necessarie garanzie in modo tale da minimizzare i rischi per l’acquirente.

Quanto agli aspetti fiscali, sia la cessione di azienda sia la cessione di partecipazioni sono sottoposte a tassazione diretta e indiretta.

In caso di cessione di azienda, la tassazione diretta colpisce la plusvalenza ottenuta dal cedente, ovvero la differenza tra il prezzo di vendita e il costo fiscalmente riconosciuto dell’azienda o ramo d’azienda. Per la quantificazione della tassazione occorre distinguere tra il caso in cui il cedente è una società di capitali, da quello in cui il cedente è una società di persone, con persone fisiche come soci, o un imprenditore individuale; per un dettaglio dei diversi trattamenti fiscali nei due casi si rimanda alla prassi e alla teoria presente in tale materia.

²⁷ *Asset deal” vs “share deal”: vantaggi e svantaggi a confronto, con particolare attenzione all’aspetto fiscale.* Chiara Stanzione, Rödl & Partner Milano. Diritto24 (Il Sole 24 Ore), 21 gennaio 2013.

²⁸ Come ribadito già in precedenza, tramite il termine “*asset deal*” si suole indicare il caso di disinvestimento caratterizzato dalla cessione di azienda, interamente considerata, o di un ramo aziendale.

CAPITOLO 3

“La moda non è arte ma per fare vestiti bisogna essere artisti”

Yves Saint Laurent

3. Il profilo economico-finanziario e la creazione di valore nelle operazioni di acquisizione e nelle IPOs

3.1. Analisi, valutazione e creazione di valore dei processi di acquisizione: fattori influenti e sinergie

3.1.1 Il profilo economico-finanziario delle operazioni di acquisizione

I precedenti capitoli hanno avuto l'obiettivo principale di individuare, in chiave teorica, le caratteristiche principali e le motivazioni alla base delle scelte di acquisizione e di quotazione in Borsa. Lo step successivo sarà quello di comprendere la fattibilità finanziaria delle operazioni. In questo paragrafo l'analisi sarà condotta dal punto di vista dei potenziali acquirenti – almeno in prima approssimazione – gli obiettivi, le strategie del venditore e di conseguenza gli aspetti finanziari legati allo sviluppo di tali operazioni. L'analisi finanziaria risulta essere un momento particolarmente delicato del processo, poiché le considerazioni in merito al profilo economico-finanziario dell'operazione rappresentano la premessa indispensabile per poter definire un range di prezzo probabile attorno al quale impostare la trattativa e allo stesso tempo definire se l'operazione ha avuto una quantificazione (positiva o negativa) nell'ottica della creazione di valore. L'analisi e la valutazione finanziaria si sviluppa, solitamente, lungo due versanti principali:

- **la valutazione finanziaria della società da acquisire;**
- **il piano finanziario complessivo del progetto.**

Le ipotesi sul range di prezzo probabile sono frutto delle stime sul valore della società *target* (valore oggettivo) e della quantificazione dei benefici che l'acquirente è in grado di generare con l'acquisizione (valore soggettivo). Invece, con il piano

finanziario del progetto viene verificato l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente e valutare le possibili forme di finanziamento; infatti, tale documento ha l'obiettivo di fornire un quadro d'insieme da cui è possibile valutare la portata strategica e finanziaria del progetto.

La valutazione della società da acquisire impone analisi molto approfondite per esaminare e comprendere la realtà sottostante; l'analisi finanziaria dell'operazione procede generalmente per fasi di tipo sequenziali, riassumibili nei seguenti step:

- 1) **la raccolta delle informazioni e l'eventuale richiesta della *data room***, ovvero l'organizzazione in un luogo fisico esterno di un centro di raccolta dei dati della società in vendita, dove si mettono a disposizione dei potenziali investitori tutte le informazioni utili per l'operazione;
- 2) **la determinazione del valore oggettivo della società *target***, ovvero il valore al netto di eventuali sinergie esercitabili;
- 3) **la valutazione delle sinergie realizzabili;**
- 4) **la predisposizione del piano finanziario e la valutazione dei flussi monetari che gravano sull'acquirente;**
- 5) **l'analisi delle conseguenze dell'operazione sul piano dell'equilibrio patrimoniale e finanziario;**
- 6) **la predisposizione dell'offerta.**

3.1.2 La determinazione del valore oggettivo

Non appena la fase di raccolta dei dati volge al termine, è possibile procedere alla valutazione del profilo economico e finanziario. Il primo compito da svolgere in questa analisi è quello di rilevare l'entità del *valore oggettivo* dell'impresa che si intende acquisire, ovvero il valore privo di qualunque sinergia realizzabile. La stima del valore oggettivo dell'operazione è un elemento positivo dell'operazione di acquisizione, perché la condivisione di tale valore incrementa la probabilità di successo (e quindi di completamento) dell'operazione. Infatti il valore oggettivo rappresenta la base per l'inizio della trattativa tra le due imprese controparti.

Il problema principale nella definizione di questo valore è la differenza di obiettivi sottesi dalle parti, che può generare disaccordo e può comportare, in alcuni casi, il blocco della trattativa stessa.

In questi casi, l'assunzione di determinati comportamenti può favorire lo sviluppo della trattativa. Innanzitutto è possibile procedere ad una spiegazione molto razionale dei motivi che hanno spinto a valutare gli elementi in un particolare modo. Successivamente un altro elemento concerne il comportamento da tenere con la propria controparte: per evitare di sovrastimare il valore oggettivo, è necessario che l'impresa *bidder* assuma il punto di vista della *target*, in modo da facilitare la reazione di determinati comportamenti.

L'obiettivo sfidante di questa fase valutativa è quello di raggiungere un valore oggettivo che sia accettato dalle parti. Il processo non è molto semplice per due motivi principali: in primo luogo è possibile utilizzare metodologie di valutazione differenti che comportano risultati altrettanto diversi; in secondo per la frequente disparità che emergono pur utilizzando il medesimo metodo (Conca, 2010).

Proprio per far fronte a questo problema e cercare di superarlo, le imprese possono definire – verosimilmente prima del processo di valutazione – la modalità di valutazione e dei comportamenti da tenere, in modo tale da cercare di sviluppare la trattativa con obiettivi accettati da entrambi le parti ed evitare discussioni sull'inadeguatezza dei valori. Nel presente elaborato si rimanda la trattazione dei processi di valutazione e delle formule da impiegare, in quanto non oggetto specifico della materia, anche perché sul tema vi è un'ampia letteratura aziendale di riferimento.

Però, giusto per completezza e coerenza della trattazione, vale la pena ricordare che i metodi solitamente impiegati nella valutazione del capitale economico possono essere suddivise come segue:

- metodi flusso (reddituali e finanziari);
- metodi *stock* (patrimoniale);
- metodi misti;
- metodi di mercato (prezzi probabili).

Come ogni strumento, tutti questi approcci presentano dei limiti che devono essere attentamente analizzati prima della scelta definitiva.

I metodi solitamente impiegati per la determinazione del valore oggettivo sono basati sull'andamento predittivo della gestione aziendale – in termini di flussi di reddito e di cassa – nell'arco di un'ottica di medio o lungo periodo (quindi nell'orizzonte 5-10 anni).

Con riferimento ai metodi reddituali, è una prassi diffusa relazionare il reddito operativo normalizzato (EBIT) con il margine operativo lordo normalizzato (EBITDA). Il problema diviene maggiormente complesso con l'ausilio dei metodi finanziari: in questi casi, il numero di variabili e delle ipotesi generate aumenta significativamente e i calcoli associati risultano particolarmente più complessi, soprattutto in merito alla dinamica delle capitale circolante e alla discrezionalità delle politiche di investimento dell'impresa²⁹.

Un altro problema su cui non vi è coerenza di pensiero riguarda la tipologia di flussi da considerare nella valutazione (solitamente *levered* o *unlevered*), la cui scelta può condizionare il costo del capitale.

La complessità della valutazione per determinare il valore oggettivo risiede dal fatto che essa richiede l'interazione di elementi che non sempre dipendono da fattori tecnici. Ad esempio, è sovente il caso in cui ci si trova a valutare una serie di attività nuove e sconosciute; la variabilità di queste situazioni di riferimento e la complessità delle variabili possono incidere notevolmente sulla bontà del processo, specie quando i processi valutativi sono applicati (Conca, 2010):

²⁹ Nonostante gli svantaggi presentati, l'adozione dei metodi finanziari è assolutamente preferibile e – per alcune tipologie – è indispensabile.

- a imprese che operano nel settore delle cosiddette *new economies*;
- ai progetti di *venture capital*;
- a imprese in fase di *start-up*;
- a imprese in fase di cambiamento strategico;

In questi casi, le difficoltà possono essere attenuate mediante l'utilizzo di metodi diretti, ovvero comparando i prezzi delle società simili (che possono essere tratte dalle transazioni avvenute con il mercato).

Dopo che il metodo con cui valutare l'impresa è stato stabilito, si passa alla fase vera e propria di valutazione, in cui gli eventuali problemi e diversità delle controparti possono essere affrontate in maniera più tranquilla, poiché il problema risiede nella risoluzione di complicazioni tecniche ed economiche, per le quali vi sono regole formali e quindi l'interpretazione soggettiva non è ammessa.

Il processo di valutazione richiede un elevato approccio professionale e inoltre il valore dell'impresa valutata deve essere certo e affidabile, proprio per evitare di mettere in discussione la serie di aspetti evidenziati nel paragrafo e quindi vanificare l'intero processo. Avere una base valutativa oggettiva è importante perché la trattativa sarà successivamente impostata su caratteri soggettivi, su cui si basano ipotesi divergenti e poco conciliabili.

La certezza – o comunque la bontà della valutazione – può essere determinata mediante il confronto con una serie di valori di mercato, in modo tale da trovare un reale riscontro con quanto fatto. Proprio per la necessità di valutare in maniera efficiente la società, è frequente il caso che queste valutazioni vengono delegate ed eseguite da soggetti professionisti, esperti ed indipendenti, i quali garantiscono la correttezza del metodo, l'oggettività dell'impiego delle ipotesi di valutazione e di conseguenza la credibilità del valore determinato.

3.1.3 Valore oggettivo, soggettivo e prezzo delle operazioni

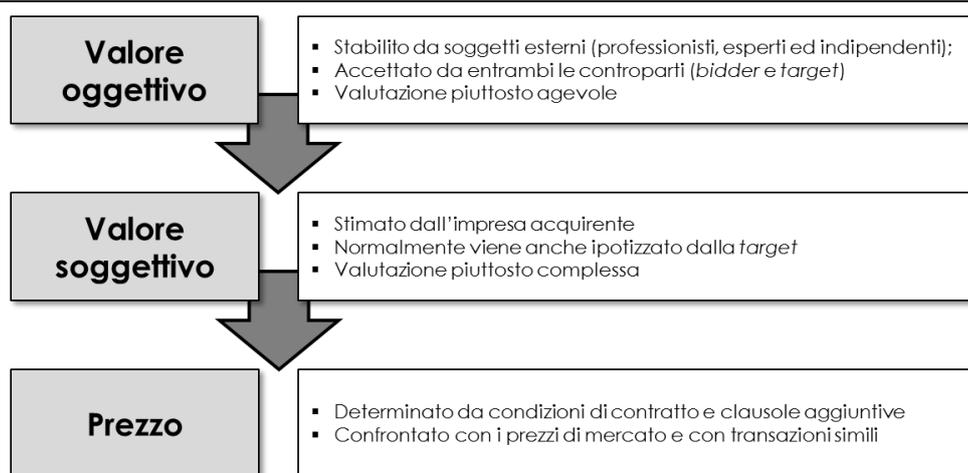
La determinazione del valore *oggettivo* di un'impresa – seguendo le modalità accennate nel precedente paragrafo – costituisce la base per la definizione del prezzo finale, nel senso che il valore oggettivo rappresenta un primo livello a cui le parti possono associare la trattativa futura.

Lo step successivo è quello di determinare il *valore soggettivo*, che comprende la quantificazione dei benefici che si possono ottenere una volta che si procede all'acquisizione. Come è possibile immaginare, il prezzo dell'operazione – in parte o totalmente – è fortemente influenzato dal valore di questi benefici.

Il nodo centrale di questa valutazione consiste nel cercare di valorizzare le sinergie realizzabili, poiché anche l'impresa *target* è in grado di individuare e valutare le motivazioni e i potenziali vantaggi che l'operazione può realizzare nella sfera dell'acquirente.

Nella **Figura 3.1** possiamo rilevare quale sia il processo e le caratteristiche della valutazione di un'impresa, che porta a definire quale sia il prezzo finale. Sebbene il fattore dei prezzi sarà oggetto di maggiore approfondimento nel paragrafo successivo, una breve considerazione è resa necessaria per introdurre l'argomento, il quale peraltro riveste un'importanza primaria nel successo dell'operazione.

Figura 3.1 Il processo di valutazione dal valore oggettivo al prezzo



Fonte: Adattamento personale da Conca (2010)

Secondo l'approccio definito da Conca (2010), le valutazioni volte a determinare un ipotetico range di prezzo su cui impostare la trattativa futura possono fare riferimento a:

- operazioni che si svolgono in mercati ufficiali;
- operazioni che si svolgono in trattative private.

Il problema ovviamente non si presenta nella prima tipologia di operazioni, in quanto svolte pubblicamente e quindi con la disponibilità dei prezzi di listino o di altri indicatori economici e finanziari di società comparabili, che fanno desumere facilmente il range di prezzo. La vera difficoltà è rappresentata dalla formazione del prezzo per le trattative private, le quali solitamente non godono di numerose informazioni a supporto delle imprese.

La natura molto privatista del nostro sistema capitalista – scarsamente orientato al mercato – giustifica il numero elevato di operazioni appartenenti al secondo caso. Proprio per questo motivo, a questa fase del processo viene riferita molta importanza.

In linea generale, la formazione dei prezzi esplora un'ambiente con forti lacune conoscitive, che limitano l'ottimizzazione dell'intero processo decisionale che porta alla negoziazione e successivamente all'acquisizione stessa. Tra i molti dubbi che sorgono su questo tema, è possibile evidenziarne due in particolare:

- il passaggio dalla stima del valore al prezzo;
- gli aspetti determinanti del prezzo finale dell'operazione.

Le seguenti riflessioni permettono di inquadrare i problemi richiamati, ma per poter procedere in modo coerente sono dovute alcune precisazioni sulle caratteristiche associate al processo di definizione del prezzo.

Conca (2010) definisce i requisiti sostanziali che il processo di determinazione richiede, classificandoli in due elementi che sono individuabili:

- nella realtà;
- nella dimostrabilità.

A tal proposito, l'esito ottimale di un'acquisizione dipende notevolmente dalla congruità del prezzo, il quale è a sua volta funzione del realismo con cui si può sostenere la sua validità (Conca, 2010). Se il prezzo è congruo, risulta molto più agevole ricorrere all'aggiustamento di eventuali problemi che la negoziazione potrebbe generare; il caso contrario – di prezzo incongruo, irrealistico e poco dimostrabile – potrebbe portare a situazioni di compromissione dell'esito della negoziazione e quindi anche dell'operazione finale.

Le difficoltà principali nel determinare un prezzo coerente all'operazione sono connessi alla natura del soggetto economico interessato all'acquisizione. A tal proposito, vi è una netta differenza a seconda che l'operazione venga svolta da un imprenditore o da un investitore finanziario. Il primo, infatti, tende maggiormente a valutare in modo emotivo e con il classico sentire soggettivo tipico dell'imprenditorialità (con la conseguenza che le aspettative possono risultare poco giustificabili); il secondo, invece, tende a procedere alla valutazione in modo molto più strutturato, razionale e obiettivo. Però, va ricordato che queste differenze di prezzo appena descritte non completano tutte le difficoltà che è possibile incontrare nel processo di fissazione del prezzo; infatti, all'approccio soggettivo descritto è possibile affiancare una serie di soggetti che tendono ad influenzare il prezzo finale dell'operazione, che saranno oggetto di studio nel paragrafo successivo.

3.1.4 Fattori d'influenza del prezzo

La definizione del prezzo è l'ultima fase di un processo molto articolato e complesso all'interno del quale vi sono molti fattori da analizzare. Una delle complicazioni principali del processo risiede nel fatto che, nelle operazioni di M&A, non vi è un prezzo unico, ma si intersecano due diverse configurazioni di prezzo:

- un prezzo di riferimento iniziale (sul quale si basa la negoziazione successiva);
- un prezzo finale (definito alla chiusura del contratto).

Il primo nodo cruciale è l'accettazione da entrambi le controparti di un determinato prezzo di riferimento; dopo che l'accordo viene raggiunto, la questione del prezzo finale diventa molto più agevole.

Il passaggio alla fase di determinazione del prezzo finale dipende esclusivamente da regole prestabilite che facilitano l'andamento del processo, fissando le modalità di calcolo.

Lo scopo della negoziazione consiste appunto nel trovare accordo su un prezzo che sia accettato e soddisfacente per le parti.

Quando infatti viene stabilito un prezzo di riferimento e avviata la trattativa, è molto difficile scostarsi da tale riferimento; possono comunque esistere casi in cui lo scostamento dal prezzo di riferimento sia molto elevato, ma ciò si verifica solo in presenza di condizioni eccezionali che devono essere corredate da giustificazioni facili da dimostrare e inconfutabili.

Un secondo problema – tipico della fase di definizione del prezzo – riguarda l'atteggiamento delle due controparti. Infatti, i punti di vista di essi sono completamente diversi. L'impresa acquirente intende minimizzare l'entità dell'investimento o ottenere un prezzo favorevole; di contro, l'impresa *target* invece tenderà ad assumere un atteggiamento contrario.

In situazioni così diverse, il successo dell'operazione dipenderà dalle abilità di assumere un atteggiamento di razionalità strategica. Con questo termine, ci si suole riferire alla *“consapevolezza della numerosità e dell'importanza dei fattori, anche di natura non*

quantificabile, che influenzano il livello di prezzo³⁰”. Valutando in maniera razionale questi fattori nasce la convinzione e la determinazione tese a supportare il livello di prezzo proposto. Proprio per tale motivo, si è reso necessario individuare tutti i fattori che possono influenzare il prezzo finale, mostrati nella tabella seguente (**Tabella 3.1**).

Tabella 3.1 Fattori d’influenza del prezzo

Fattori strategici	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Grado di importanza del progetto nella strategia complessiva della <i>bidder</i> ▪ Tipologie e livello delle sinergie attese ▪ Unicità/rarità dell’alternativa considerata ▪ Eliminazione di un concorrente ▪ Sottrazione di un’alternativa ai competitor ▪ Necessità di chiudere l’operazione in tempi rapidi
Fattori finanziari e fiscali	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entità dell’investimento (soglie massime) ▪ Sostenibilità finanziaria dell’investimento ▪ Struttura e stabilità dei redditi e dei flussi dell’impresa <i>target</i> ▪ Conseguenze sull’equilibrio finanziario dell’acquirente ▪ Possibilità di diminuire la tassazione in capo al venditore ▪ Esistenza di remunerazioni collaterali garantite al venditore
Fattori negoziali	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Disparità di forza contrattuale ▪ Asimmetria informativa ▪ Condizioni di pagamento ▪ Clausole contrattuali accessorie ▪ Esistenze di formule di garanzia per pagamenti posticipati

Fonte: Adattamento personale da Conca (2010)

Tra i tre fattori, quelli di natura strategica – ampiamente descritti nella precedente tabella - rappresentano i casi più frequenti e influenti sul prezzo.

I fattori finanziari rivestono un’importanza inferiore rispetto ai fattori evidenziati in precedenza, ma non per questo possono essere trascurabili. In particolare, questi fattori diventano decisivi al crescere delle dimensioni dell’operazioni di M&A sottesa, per motivi legati al livello finanziario richiesto e per le questioni legate alla fattibilità del progetto. In molti casi, il prezzo è molto sensibile alla stabilità dei margini e dei flussi di cassa dell’impresa *target*, in special modo quando l’impresa acquirente intende garantirsi un flusso di cassa sufficientemente certo e costante nel tempo.

I fattori fiscali, invece, influenzano il livello del prezzo perché l’ottica con cui l’impresa venditrice approccia il problema è basata sui flussi di cassa netti disponibili, dopo aver pagato quindi le imposte; il punto principale è quello di essere in grado di

³⁰ Cfr. Conca V. (2010), “*Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*”, Egea, Milano, p.123.

dare luogo ad un'operazione che raggiunga gli obiettivi fissati in precedenza e che sia fiscalmente conveniente per l'impresa *target*.

In ultimo, devono essere presi in considerazione anche i fattori negoziali, i quali però – a differenza dei precedenti – non impattano in maniera significativa sul prezzo, almeno che vi siano forti squilibri contrattuali o pesanti asimmetrie informative tra la *bidder* e la *target*.

Questa fase del processo – ovvero la formazione del prezzo di mercato delle operazioni di M&A – è stata sicuramente rafforzata dalla crescita dei prezzi pagati in questi ultimi anni (Conca, 2010). Proprio su questo tema vi sono differenti ed eterogenei, specialmente dal punto di vista della relazione tra i prezzi e il livello dei flussi attesi a fronte di un'operazione di acquisizione (la teoria degli effetti sinergici).

Anche se in molti progetti di M&A la possibilità di ottenere effetti sinergici sembra molto elevata, sono state mosse frequenti critiche sul prezzo alto relativo all'operazioni recenti, in special modo quando esse riflettono previsioni molto ottimistiche.

In realtà inquadrando la questione da un'ottica differente, il problema non riguarderebbe tanto il livello – in termini assoluti – del prezzo finale, quanto piuttosto:

- il legame tra il prezzo finale pagato per l'acquisizione e il suo effettivo valore;
- l'impatto sul valore futuro delle sinergie realizzabili.

Mentre si procede con l'analisi dei prezzi delle operazioni, non va dimenticato che la prospettiva cambia in maniera radicale a seconda delle categorie di acquirenti³¹. Questa considerazione introduce per l'appunto l'effetto delle sinergie sul valore di un'impresa e quindi sul prezzo finale, che saranno oggetto dei prossimi paragrafi.

³¹ Ad esempio la formazione dei prezzi in imprese del settore finanziario risulta completamente differente da quella che avviene nelle imprese industriali.

3.1.5 Sinergie, composizione stratificata del valore e prezzo limite

Un elemento molto importante nell'analisi finanziaria e nella definizione del prezzo di un'operazione di acquisizione è il problema delle sinergie realizzabili, proprio perché è molto raro che l'operazione venga effettuata e non sottenda ad alcun tipo di sinergie.

Nell'ottica dell'acquirente l'analisi è particolarmente delicata, dal momento che eventuali errori potrebbero indurre a trattare un prezzo più elevato di quanto effettivamente l'operazione valga; motivo per cui solitamente si fissa un prezzo soglia (il cosiddetto *prezzo limite*), oltre il quale non conviene o non si ritiene opportuno realizzare l'operazione.

Seppur in una posizione differente, anche il venditore tende a valutare gli effetti sinergici in modo tale da poterli utilizzare a proprio favore durante la trattativa sul prezzo; tuttavia, non potendo conoscere direttamente gli obiettivi e le strategie dell'impresa acquirente, egli non è in grado di quantificarle, ed è costretto a procedere con ipotesi di larga massima.

Il tema delle sinergie è un nodo fondamentale nel processo di valutazione finanziaria e il vero problema consiste nel fatto di saper gestire il passaggio che si profila dal piano teorico a quello pratico, ovvero la capacità delle imprese di capire eventuali effetti sinergici e definire possibilità, tempi e modalità di realizzo.

Un elemento che non va sottovalutato è il fatto che le sinergie riguardano alcune tipologie particolari di business, poiché i benefici che ne derivano possono essere sfruttato sono da alcuni operatori economici³².

L'analisi delle sinergie può essere compresa al meglio utilizzando uno schema logico che aiuta a valutare *ex-ante* i punti critici da affrontare in questa fase (Conca, 2010):

- individuare con grande realismo quali tipi di sinergie sono conseguibili;
- stimare i tempi e le condizioni di realizzazione;

³² Ad esempio un'impresa industriale può avere maggiore spinta all'acquisizione della *target* perché spinto da effetti sinergici in termini di mercato o prodotti (fattori competitivi). Invece un probabile acquirente operante sul settore finanziario non sarà sicuramente interessato a realizzare effetti sinergici di natura competitivi con l'acquisita.

- determinare gli effetti sul piano economico e le conseguenze sui flussi di cassa;
- stabilire un tempo di ritorno (*payback period*) obiettivo e un periodo massimo oltre il quale non si intende procedere;
- valutare il grado di rischio associato a ogni ipotesi sinergica;
- considerarne l'impatto a livello strategico.

L'analisi sulla fattibilità delle sinergie nasce innanzitutto da un'analisi profonda e articolata della realtà aziendale dell'impresa *target*, dalla quale devono emergere i fattori di inefficienza che possono essere rimossi in modo da generare maggior valore, le possibilità di mercato inesprese, le attività e le competenze non sfruttate interamente. Come seconda cosa, dipende da un piano orientato ad un orizzonte di medio-lungo termine, che permetta di generare le condizioni per uno sfruttamento di risorse, competenze, attività e know-how delle due imprese una volta integrate.

Un importante concetto che non deve assolutamente essere tralasciato dalle imprese è la sottovalutazione di problemi che possono verificarsi in futuro. Infatti, la valutazione delle sinergie non è immune da rischi e comporta alcune trappole. Proprio per tale motivo, Conca (2010), individua una serie di suggerimenti che possono aiutare le imprese in questa fase:

- non considerare un numero troppo elevato di effetti sinergici dando priorità alle variabili più rilevanti;
- evitare di valutare effetti sinergici che si sovrappongono;
- procedere a ipotesi cautelative sul livello dei benefici raggiungibili;
- valutare gli investimenti e le azioni necessarie per il conseguimento delle sinergie.

Fatte queste considerazioni, la stesura del piano di azione di medio-lungo termine deve essere orientato a sviluppare ipotesi creative e innovatrici che tuttavia rispecchiano il maggior realismo possibile.

Nella tabella evidenziata nel precedente paragrafo (cfr. **Tabella 3.1**), tra i fattori strategici – che influenzano il valore di un’impresa e il relativo prezzo finale dell’operazione – le sinergie potenziali rivestono un ruolo fondamentale. Quindi il problema legato alla valutazione di queste sinergie è rappresentato dalla disponibilità dell’acquirente di pagare in più (il cosiddetto sovrapprezzo) in relazione a questa forma sinergica.

Per la comprensione di questo fenomeno è possibile fare riferimento al concetto di *stratificazione del valore*, sviluppato da Massari (1998), per cui ad ogni impresa è attribuibile un valore oggettivo – comunemente definito *stand alone* – che risulta da una valutazione imparziale dell’ambiente in cui l’impresa è collocata, al quale viene sommato un componente di valore aggiuntivo che dipende dal ruolo delle sinergie realizzabili con l’acquisizione. Proprio questa componente permette di definire il concetto di strato di valore apportabile.

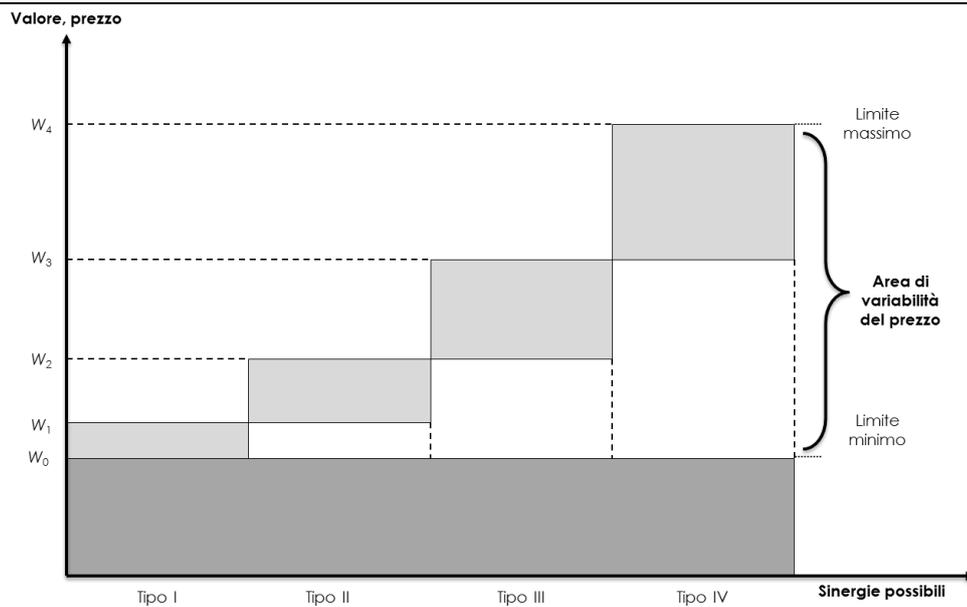
In sostanza, maggiore è l’effetto, tanto più aumenterà il valore dell’impresa *target* per un’impresa acquirente. La principale conseguenza di questo passaggio emerge che – mentre il valore oggettivo solitamente viene riconosciuto da ogni tipologia di impresa acquirente – la componente aggiuntiva di valore dipende fortemente dalla tipologia di impresa che sta valutando l’acquisizione.

Per legare la stratificazione del valore con gli effetti sinergici possiamo esaminare uno specifico approccio (Conca, 2010), il quale consta nell’individuazione di quattro forme di sinergie (in funzione dei tempi di attuazione richiesti e i fattori di rischio).

Ad esempio, le sinergie del I tipo, le quali sono conseguibili da una vasta molteplicità di operatori e legate esclusivamente alla ristrutturazione delle passività aziendali, al contrario di quanto accade per gli altri casi, l’impatto sul prezzo finale è pressoché nullo (o con limitata intensità).

Le successive due sinergie – del II e del III tipo – sono orientate rispettivamente ad un incremento del grado di efficienza gestionale e del consolidamento del posizionamento di mercato. Tanto più ci si avvicina alle sinergie del IV tipo (verosimilmente orientate all’estensione del raggio di azione strategico), tanto più incrementa l’effetto della sinergia e di conseguenza anche il valore dell’operazione di acquisizione. A tal proposito la **Figura 3.2** riassume in maniera grafica i concetti.

Figura 3.2 La relazione tra sinergie potenziali e prezzo-limite



Fonte: Conca (2010)

Il valore oggettivo dell'impresa – che rappresenta il valore dell'impresa che è possibile sfruttare in sede di negoziazione – è quello indicato nella figura come W_0 ; in linea generale è possibile considerare che se non vi sia nessuna forma di effetto sinergico il valore dell'impresa può approssimarsi presso tale valore.

Al contrario la presenza di un maggiore effetto sinergico – con le relative quattro tipologie – aggiungono ulteriori livelli di valore, la cui dimensione dipende dall'entità dell'effetto sinergico, che hanno un impatto sulla formazione del prezzo dell'acquisizione.

In sostanza, il valore delle sinergie realizzabili rappresenta il prezzo massimo che le imprese *bidder* sono disposte a pagare per chiudere l'acquisizione.

Seguendo questo schema, è possibile determinare un range di valore all'interno del quale è possibile collocare il prezzo dell'operazione di M&A, da un limite minimo prossimo a W_0 ad un limite superiore di W_4 . Ma ovviamente, come intuibile dalla figura precedente, l'entità della variabilità del prezzo è definita dall'ampiezza degli effetti sinergici (*area riquadri grigio chiaro*).

Quindi la differenza tra il valore totale dell'acquisizione e il prezzo pagato per la *target* rappresenta il valore netto che l'acquirente beneficia dall'operazione di acquisizione.

3.1.6 Le modalità di calcolo delle sinergie

La valutazione quantitativa degli effetti sinergici è uno dei temi più importanti nell'analisi finanziaria, intesa dal punto di vista sia dell'acquirente che del venditore. Ed è proprio un'accurata valutazione finanziaria a decretare il successo di un'acquisizione (e di contro un disinvestimento). Inoltre, come rilevato in precedenza, dalla quantificazione delle sinergie dipende spesso il livello di prezzo offerto: un errore nella stima dei benefici raggiungibili può quindi comportare un prezzo che non consente un adeguato ritorno finanziario.

La valutazione delle sinergie possibili avviene di norma in due fasi distinte e sequenziali:

1. in una fase preliminare (prima stima di massima), quando si studia un progetto di acquisizione dall'esterno utilizzando solamente informazioni pubbliche e la conoscenza diretta del settore e della società *target*;
2. in una fase successiva (valutazione analitica) quando la *bidder* ha accesso alle informazioni di dettaglio e alla *due diligence*.

Le metodologie in uso per quantificare gli effetti sinergici sono rappresentate da:

- il metodo del “Discounted cash flow” e la tecnica del *Net Present Value* (approccio analitico);
- il metodo dei multipli (approccio sintetico).

Nel primo caso si attuano le sinergie ipotizzate lungo un orizzonte temporale di medio periodo (verosimilmente tra 3 e 5 anni), al netto dei costi di implementazione e di altri effetti negativi stimabili, al costo medio ponderato del capitale.

Nel secondo caso si stimano gli effetti netti delle sinergie sul margine operativo lordo (EBITDA); il valore così ottenuto (variazione dell'EBITDA) viene poi moltiplicato per il multiplo del settore, fattore che sarà approfondito nel dettaglio nel paragrafo successivo. La tabella seguente (**Tabella 3.2**) riporta un esempio chiarificatore delle suddette metodologie. Visto la maggiore applicazione nel caso delle acquisizioni, nel presente paragrafo ci occuperemo di approfondire il primo metodo, tralasciando la trattazione del secondo metodo (*metodo dei multipli*) al paragrafo successivo, in quanto si presta maggiormente alla valutazione di una IPO.

Tabella 3.2 Valutazione delle sinergie

Metodo: <i>Discounted cash flow (DCF)</i>						
	Anno					
	1	2	3	4	Perpetuity	
Approccio analitico	Sinergie	5	10	20	30	30
	Costi di implementazione	(30)	(30)			
	<i>Dis-sinergies</i>	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
	Totale	(27)	(22)	18	28	28
WACC: 10%		N.P.V.: € 181 milioni				
Metodo: Multipli di settore						
Approccio sintetico	S=M*(C+R)-D					
	S: Valore delle sinergie					
	M: Multiplo dell'EBITDA di settore (ipotesi: 5,5)					
	C: Sinergie di costo annuali (ipotesi: € 20 milioni)					
	R: Effetto annuale sull'Ebitda sulle sinergie di ricavo (ipotesi: € 16 milioni)					
D: Valore delle dis-sinergies (ipotesi: € 8 milioni)						
S= 5,5*(20+16)-8= € 190 milioni						

Fonte: Conca (2010)

Il metodo del Discount Cash Flow (DCF)³³

Con il metodo del DCF il valore di un'impresa (e dei suoi business) è calcolato come il valore attuale dei futuri flussi di cassa operativo che la stessa sarà in grado di generare in un orizzonte futuro di medio periodo, solitamente definito in un periodo che va tra i 5 e i 10 anni. Infatti il flusso di cassa operativo disponibile rappresenta la liquidità generata dai business dell'impresa. Il termine "disponibile" fa riferimento al fatto che il flusso viene calcolato al netto dei flussi per investimenti in capitale fisso e circolante. Quindi esso rappresenta la «*disponibilità liquida che residua dopo avere algebricamente sommato al risultato economico della gestione operativa caratteristica la dimensione finanziaria della stessa, cioè i movimenti monetari associati alla variazione di capitale circolante e gli investimenti*» (Macri, Sandri e Silvi, 1995).

Il primo passo per la costruzione del flusso di cassa operativa è la determinazione del reddito operativo al netto del carico fiscale. Tale grandezza, definita NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), si calcola sottraendo al reddito operativo le imposte calcolate, come di seguito:

³³ Il presente paragrafo costituisce un adattamento al capitolo 8 (La funzione finanziaria e la valutazione economica delle strategie) di: "Economia e gestione delle imprese 4/ed, Fontana-Caroli, McGraw Hill, 2013"

Ricavi
- Costo del venduto
- Altri costi operativi
- Ammortamento
= Reddito operativo
- Imposte sul reddito operativo ³⁴
= NO PAT

Giunti a questo punto, è opportuno effettuare alcuni aggiustamenti per determinare il flusso di cassa. A partire dal NOPAT è possibile ottenere il flusso operativo sommando le componenti di costo non monetario (principalmente gli ammortamenti) e sottraendo il flusso monetario assorbito o generato dalle variazioni del capitale circolante netto (CCN) – quindi essenzialmente crediti commerciali, debiti commerciali, eventuali scorte – e il flusso netto per investimenti in attivo immobilizzato al netto del flusso per disinvestimenti. Sostanzialmente, le operazioni per calcolare il **flusso di cassa operativo disponibile** a partire dal NOPAT possono essere schematizzate come segue:

NO PAT
+ Ammortamenti
± Variazioni CCN
- Flussi per investimenti
+ Flussi per disinvestimenti
= Flusso di cassa operativo

A questo punto è necessario identificare i parametri fondamentali per la determinazione dei flussi di cassa futuri nell'orizzonte previsionale stabilito. A tal fine, è necessario stimare il tasso di crescita (g), il quale dipende dal modello di crescita adottato dall'impresa, che può adottare le due modalità, descritte di seguito:

- **Tasso di crescita interno.** Questo tasso è ottenuto senza il ricorso a fonti interne; quindi è fortemente dipendente dal tasso di ritenzione degli utili, dalla redditività del capitale (ROE), dall'entità del capitale proprio rispetto al totale delle attività. Seguendo questo approccio si ha che:

$$g = \frac{\text{Utili non distribuiti}}{\text{Utile netto}} \times ROE \times \frac{\text{Capitale netto}}{\text{Attività}}$$

³⁴ Calcolate come: Aliquota imposta T x Reddito operativo

- **Tasso di crescita sostenibile.** Questo tasso rappresenta il tasso massimo sostenibile senza emettere nuove azioni (ovvero modificare il *leverage*). Il capitale proprio si accresce per effetto della ritenzione degli utili e della redditività dell'equity; pertanto, il tasso di crescita sarà pari a:

$$g = \frac{\text{Utili non distribuiti}}{\text{Utile netto}} \times ROE$$

Uno degli elementi peculiari del metodo del valore è rappresentato dal calcolo del valore residuo (o *Terminal Value*), ossia il valore della strategia al termine del periodo di previsione esaminato, ottenuto mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa che la strategia sarà in grado di generare nel periodo successivo. Il problema principale deriva dal fatto che il periodo non ha una scansione temporale definita, ma è di durata illimitata, per cui sarebbe impossibile determinare i flussi di cassa utilizzando il metodo appena visto.

In realtà, il periodo continuo dovrebbe essere caratterizzato dalla stabilità del cambiamento; in queste circostanze, il valore residuo può essere calcolato facilmente. In particolare, facendo riferimento alla formula che esprime il valore attuale di una rendita perpetua che cresce all'infinito a un tasso costante, è possibile esprimere il valore residuo come:

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC - g'} \quad [1]$$

dove:

TV_n = valore residuo dell'impresa al termine del periodo a previsione esplicita (n);

$FCFO_{t+1}$ = flusso di cassa operativo disponibile nel primo anno successivo al periodo a previsione esplicita (anno $n+1$);

g' = tasso di crescita annuale costante previsto del flusso di cassa operativo disponibile a partire dall'anno $n+1$.

Inoltre, è possibile che alla fine del periodo a previsione esplicita il flusso di cassa disponibile non cresca, ipotizzando che il rendimento di una strategia si allinei nel lungo periodo con il costo del capitale. È dunque possibile esprimere la [1] come segue:

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC} \quad [2]$$

Quest'approccio è abbastanza rigido in quanto ipotizza che dal tempo n in poi l'impresa realizzi investimenti che abbiano valore attuale netto pari a zero; quindi in queste condizioni, il valore della strategia tende ad essere sottovalutato notevolmente.

Il tasso di attualizzazione a cui scontare i flussi di cassa operativi disponibili deve essere rappresentativo del costo opportunità del capitale complessivamente investito per la realizzazione della nuova strategia. Dovrebbe quindi tenere conto delle decisioni di finanziamento dell'impresa che non sono considerate nella determinazione del flusso di cassa, il quale è indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa.

La letteratura presente in materia finanziaria ha dato risposta alle esigenze emerse proponendo come tasso di attualizzazione il costo medio ponderato del capitale, conosciuto anche sotto l'acronimo inglese WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), che è calcolato nel modo seguente:

$$WACC = r_D(1 - T) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

dove:

D= valore di mercato del debito dell'impresa;

E= valore di mercato del capitale azionario;

V= **D+E** = valore di mercato del capitale investito;

r_D= costo del debito dell'impresa (D);

r_E= costo del capitale azionario dell'impresa (E);

T= aliquota d'imposta sul reddito della società.

Per il calcolo del costo del capitale occorre compiere ulteriori tre passaggi:

1. determinazione della **struttura finanziaria, obiettivo** nel periodo di pianificazione;
2. individuazione del **costo** di ogni singola fonte di finanziamento;
3. calcolo del costo del capitale come **media ponderata** del costo delle singole voci di finanziamento.

Il primo passo nella stima del **WACC** è la determinazione della struttura finanziaria della società di cui si sta valutando la strategia, poiché occorre definire i pesi relativi del debito (**D/V**) e dell'equity (**E/V**).

Relativamente al costo del capitale azionario (r_E), bisogna precisare che non esiste alcun accordo esplicito sulla sua remunerazione tra società e azionisti. Tuttavia, l'impresa deve assicurare agli azionisti un tasso di rendimento tale da non indurli alla vendita delle azioni possedute. Nel valutare tale elemento, è utile partire dall'idea che l'investitore debba essere remunerato per il maggiore rischio che assume scegliendo di acquistare le azioni della società piuttosto che rivolgersi ad altre forme di investimento con un rimborso molto più garantito. Per questa ragione, nella stima del costo del capitale azionario, si dovrà aggiungere un premio per il rischio al tasso garantito da un investimento privo di rischio (*risk-free*). Quindi, per determinare r_E è possibile ricorrere al modello del **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**, secondo cui:

$$r_E = r_f + \beta_E (r_m - r_f) \quad [3]$$

dove:

r_E = tasso di rendimento atteso sul capitale azionario dell'impresa;

r_f = tasso di rendimento dell'attività *risk-free*;

r_m = tasso di rendimento atteso del portafoglio di mercato;

$r_m - r_f$ = premio al rischio del portafoglio di mercato;

β_E = beta delle azioni della società.

Secondo il modello del CAPM, i tre fattori fondamentali ai fini della stima del costo del capitale di rischio sono:

1. il tasso di interesse privo di rischio (r_f);
2. il rendimento atteso del mercato (r_m);
3. il beta delle azioni (β).

Nella pratica, per la determinazione del tasso *free-risk*, si suole fare riferimento al rendimento dei titoli di stato (in Italia il BTP a lungo termine con durata di dieci/trenta anni) al netto di eventuali imposte.

Una volta determinato il tasso di interesse privo di rischio, è possibile stimare il premio al rischio richiesto per l'investimento in titoli azionari o, in alternativa, il rendimento atteso del mercato dell'equity. Conoscendo l'uno, è possibile calcolare l'altro, sulla base del modello [3] del CAPM. Esistono due modi per prevedere il premio al rischio: il primo lo stima come media dei valori storici riferiti a un periodo più o meno lungo di tempo; il secondo si basa, invece, sulle previsioni di crescita dei dividendi effettuate dagli analisti finanziari.

La scelta del beta per la determinazione del costo del capitale richiede un'analisi più dettagliata. Se infatti la strategia che si valuta è in linea con l'attività normalmente svolta dall'impresa, è possibile usare il beta delle azioni della società in questione. Però, è possibile che la strategia sia radicalmente innovata (nuovi prodotti, nuovi mercati, nuove forme di tecnologia); in questi casi, il riferimento al beta delle azioni della società può fuorviare la precisione dell'analisi, in quanto il grado di rischio e diversità è sicuramente maggiore rispetto alle attività svolte dalla stessa. Sarebbe invece necessario utilizzare il beta di una o più società quotate che svolgano un'attività simile, dal punto di vista della rischiosità, a quella prevista dalla strategia che si sta valutando.

Per quanto riguarda la misura del costo del debito (r_D), sarebbe nuovamente necessario ricorrere ai dati di mercato. In particolare, occorrerebbe un beta specifico per il debito dell'impresa. Tuttavia, a causa del ridotto sviluppo del debito societario, è molto difficile determinare questa misura. La soluzione alternativa consiste nel far riferimento ai dati sul costo del debito per l'impresa, stabilito contrattualmente in relazione a ciascuna delle diverse fonti di capitale di credito utilizzate. Il costo del debito può essere dunque approssimato calcolando la media ponderata di tutti i tassi

di remunerazione delle fonti di finanziamento che non fanno parte per loro natura del capitale netto. Infine, è bene precisare che i debiti che devono essere presi in considerazione sono solo quelli di natura finanziaria (sia a breve che a lungo termine).

Alla luce di quanto detto, esaminando la questione dall'ottica dell'acquirente, dopo aver stabilito il prezzo di riferimento, si può procedere alla stesura del piano finanziario del progetto, necessario per individuare i flussi monetari definitivi e per giudicare la convenienza complessiva dell'operazione. Ciò comporta l'integrazione dei flussi originati dall'impresa acquisita con gli interventi che l'acquirente ritiene utili per conseguire gli obiettivi prefissati.

In sintesi, il piano finanziario del progetto riassumerà le ipotesi discusse in precedenza, traducendole in indicazioni quantitative, che riguarderanno:

- **i margini e i flussi di cassa correnti dell'impresa esaminata;**
- **le economie, le sinergie e gli sviluppi possibili dell'impresa acquisita;**
- **i nuovi investimenti;**
- **gli interventi di ristrutturazione del passivo e di ricapitalizzazione;**
- **le economie, le sinergie e gli sviluppi possibili nell'impresa acquirente.**

Sviluppate queste ipotesi, il risultato dell'analisi potrà condurre a una valutazione ponderata e più certa sul livello delle risorse finanziarie necessarie per l'operazione e sui tempi previsti, elementi di giudizio fondamentali per le successive scelte di copertura.

Un particolare riguardo verrà dato all'esame delle conseguenze dell'operazione sul piano dell'equilibrio finanziario e patrimoniale, per verificare anticipatamente l'esistenza di situazioni o di momenti particolarmente critici.

Si tratta di simulare con ipotesi quantitative se vi siano conseguenze particolarmente importanti che possano modificare la struttura patrimoniale della società, o situazioni che portino ad un disequilibrio finanziario pericoloso³⁵. Queste analisi conducono

³⁵ Quando l'acquirente è quotato in borsa è altresì opportuno valutare le conseguenze dell'operazione sul valore delle azioni, per prevenire situazioni di potenziale deprezzamento o, al contrario, per approfittare di eventuali effetti di rialzo. Le risposte del mercato mobiliare non sono omogenee e variano da caso a caso; sulla base di recenti esperienze si può ritenere che all'annuncio di un'acquisizione il prezzo delle azioni dell'acquirente tende a deprimersi, mentre quello dell'acquisita tende invece a valorizzarsi.

spesso a rivedere o riformulare alcune osservazioni di base negli obiettivi, nelle ipotesi di sviluppo previste dal piano e nell'allocazione delle risorse necessarie per il suo conseguimento. L'elaborazione di piani finanziari successivi procederà con affinamenti continui sin tanto che si giungerà ad un risultato soddisfacente.

A questo punto del processo, l'analisi svolta e le informazioni raccolte durante i vari passaggi pongono le basi per formulare un'offerta ragionata e avviare la successiva trattativa.

3.2 Analisi e valutazione finanziaria ai fini di una quotazione in borsa

3.2.1 IPOs e analisi finanziaria: una panoramica generale e le fasi del processo valutativo

Lo scopo del presente paragrafo è quello di mettere alla luce una serie di elementi che caratterizzano il processo di valutazione di una IPO e di conseguenza ne fissano il prezzo.

La valutazione di un'azienda per la quotazione in Borsa deriva da una serie continua di analisi e verifiche. Questo processo ha inizio dalla stima del valore iniziale che va condotta quando non sono disponibili – a chi effettua la valutazione – i dati in maniera completa della società (il momento denominato *pitch*), sino alla fissazione del prezzo a cui l'azione viene venduta agli investitori interessati. Ed è in questo momento che la società sceglie l'intermediario – solitamente le banche di investimento – che assisterà l'azienda durante l'intero processo di quotazione in Borsa.

Più avanti si procede con il processo di valutazione, più esso si arricchisce di sostanza e contenuto durante le fasi che precedono il momento della collocazione in borsa della società, quando essa metta a disposizione il set di dati e informazioni di dettaglio sulle proprie attività e prospettive di crescita futura.

Quindi, in sostanza, analizzando la valutazione in questi termini, essa risulta parte dell'attività di *due diligence*³⁶, privilegiando maggiormente l'ottica di business e industriale.

Una volta stabilita la stima del *fair value*³⁷, la valutazione deve tenere in considerazione le indicazioni che scaturiscono dalla fase di *pre-marketing* – fase successiva a quanto visto svolta tramite una sorta di questionario somministrato prima del lancio dell'offerta – relativa all'andamento dei mercati di borsa, dell'entità

³⁶ Tale attività mette in luce il valutatore di poter comprendere al meglio il business dell'azienda e soprattutto svolgere un'analisi dettagliata sul piano industriale, in modo da avere chiara la situazione prospettica futura dell'impresa stessa.

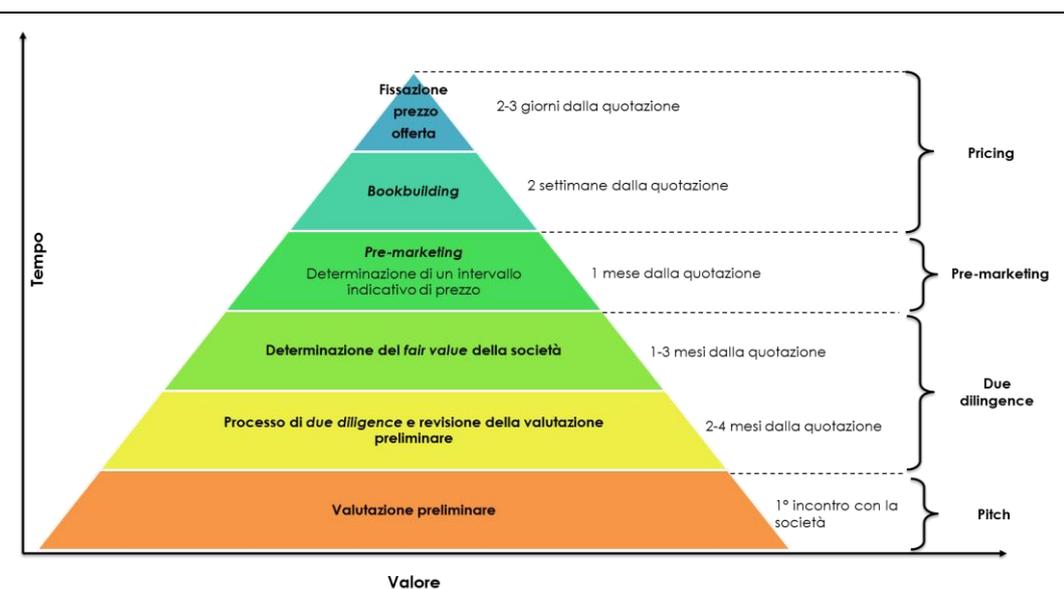
³⁷ Il *fair value* consiste nella definizione del prezzo come “valore equo”, ottenuto determinando una stima razionale e imparziale.

dell'offerta e della potenzialità in termini di liquidità del titolo che si intende quotare in Borsa. Quest'ultima fase è molto importante perché permette di massimizzare la domanda sul titolo e di conseguenza incrementare, per chi ha deciso di investire sulla società in fase di quotazione, la possibilità di conseguire un rendimento elevato. In questo modo, è possibile definire un *range* di prezzo, ma soprattutto un suo limite oltre il quale non è possibile andare – il cui valore deve essere reso noto il giorno prima dell'inizio dell'offerta pubblica – che costituisce la base per determinare se gli analisti hanno compiuto un'analisi efficace o hanno sovrastimato o sottostimato il titolo di riferimento. Il “prezzo dell'offerta” viene infine determinato sulla base dei risultati che sono stati conseguiti durante la fase di offerta istituzionale ed è importante per la fase successiva di raccolta degli ordini da parte degli investitori istituzionali (il cosiddetto *bookbuilding*).

Quindi in linea generale, è possibile affermare che il processo di valutazione di una IPO è molto strutturato, in quanto prevede una serie di adempimenti e soggetti prestabiliti che svolgono determinate attività.

La **Figura 3.3** rappresenta in breve forma grafica le varie fasi che generalmente caratterizzano un processo di valutazione di un'impresa che intende collocarsi in Borsa.

Figura 3.3 Le fasi del processo di valutazione di una IPO



Fonte: JPMorgan

Tale processo, alla luce di quanto detto e di quanto mostrato dalla precedente figura, è articolato in quattro fasi principali, che ripercorrono l'iter globale della valutazione, da un intervallo di valori più ampio definito nelle prime fasi ad un intervallo molto ristretto che si ottiene maggiormente quando la società inizia ad esporsi sempre più al mercato. Di seguito per schematizzazione della trattazione, è possibile riportare le quattro fasi del processo:

- 1) valutazione svolta al momento del *pitch* da parte della banca di investimento;
- 2) valutazione svolta durante la fase di *due diligence*;
- 3) fase di *pre-marketing* e individuazione del range indicativo del prezzo;
- 4) fase finale di *pricing*.

3.2.2 Metodi di valutazioni delle IPOs.

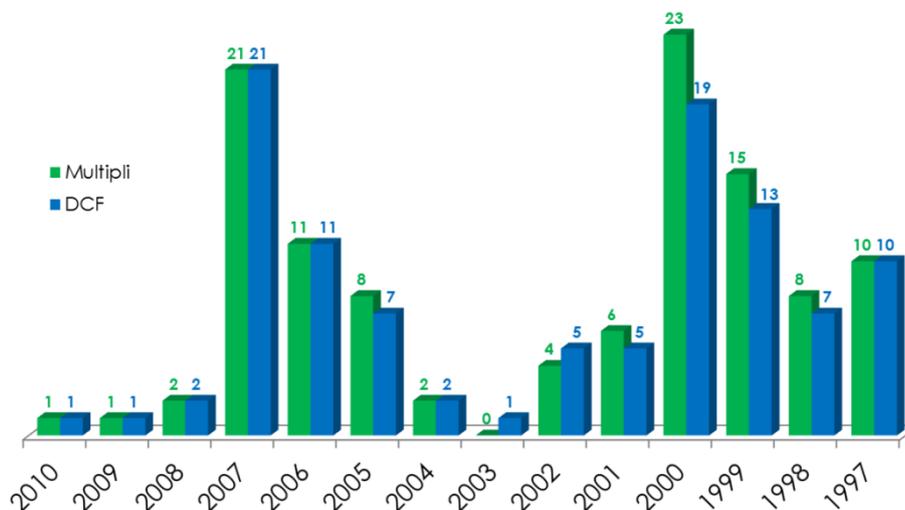
La scelta dei metodi di valutazione risulta un passaggio fondamentale nel processo di quotazione in Borsa. A tal proposito, in un articolo pubblicato su “*La Valutazione delle aziende*”³⁸, alcuni autori hanno investigato sui metodi scelti dalle imprese – scelte tra un campione di 194 aziende quotate nel periodo 1997-2010 – evidenziando la differenza tra “metodo principale” e “metodo di controllo”. Da questa analisi empirica emerge in sostanza la mancanza di un approccio definito e standardizzato che le imprese adottano nel processo di IPO.

I metodi infatti dipendono da una serie di fattori, quali ricordiamo le caratteristiche del mercato azionario e l'efficienza valutativa degli investitori.

I risultati di quest'analisi (visibili nel **Grafico 3.1**) hanno confermato che le tendenze recenti – in riferimento all'orizzonte di tempo considerato – sono più orientate all'adozione dei metodi di mercato, in special modo i multipli, i quali hanno sostituito ampiamente i tradizionali metodi di valutazione.

³⁸ Dell'Acqua A., Etro L., Gremmo D., *I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010*, La valutazione delle aziende n.62/2012

Grafico 3.1 Confronto metodi di valutazione di una IPO (Anni 1997-2010)



Fonte: Elaborazione personale da Dell'Acqua, Etro, Gremo (2011)

Poiché i metodi tradizionali, come ad esempio il metodo dei flussi di cassa, sono stati già ampiamente trattati nel caso dell'acquisizione al **Paragrafo 3.1.6**, è molto più coerente lasciare spazio per la trattazione dei metodi dei multipli, che come visto ha ricevuto maggiore consenso all'interno del panorama valutativo di una IPO.

Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato delle società comparabili costituisce un metodo più diretto e semplice per valutare il valore della strategia di un'impresa o il valore dei business; di solito questi multipli sono dei rapporti tra misure di *Enterprise Value* o *equity value* e variabili di carattere economico-finanziario al denominatore.

Questo metodo permette di avere un quadro più dettagliato poiché fornisce informazioni aggiuntive rendendo la valutazione più attendibile ed accurata.

I multipli sono particolarmente utili quando oggetto di valutazione è una società non quotata nel mercato azionario, come una *business unit* o una sussidiaria da disinvestire; la logica del modello risiede nel confronto dei parametri finanziari dell'unità di business target con i multipli del valore di società quotate attraverso un procedimento scandito in tre fasi, come mostrato dalla seguente figura (**Figura 3.4**):

Figura 3.4 Le fasi di valutazione con il metodo dei multipli delle società comparabili



Fonte: Elaborazione personale

La selezione del gruppo di imprese comparabili riguarda società quotate che presentino elementi di similitudine con l'impresa target di riferimento ai diversi elementi quali:

- **business di riferimento;**
- **dimensioni (in termini di fatturato o reddito operativo);**
- **tasso di crescita;**
- **posizionamento competitivo;**
- **distribuzione geografica;**
- **redditività operativa;**
- **struttura finanziaria.**

Ovviamente, maggiori saranno i punti in comune, più la valutazione diverrà attendibile.

Successivamente si passa al calcolo dei multipli delle imprese comparabili, che differiscono a secondo che siano visti dall'ottica dell'*Enterprise Value* o dall'*Equity Value*, come mostrato dalla seguente tabella (**Tabella 3.3**).

Tabella 3.3 I multipli delle imprese (*Enterprise Value* vs *Equity Value*)

ENTERPRISE VALUE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>EV/Fatturato</i> ▪ <i>EV/EBITDA</i> ▪ <i>EV/EBIT</i>
EQUITY VALUE	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>P/EPS (conosciuto come P/E)</i> ▪ <i>P/Book Value</i> ▪ <i>P/Cash Flow</i>

Fonte: Elaborazione personale

Un elemento da notare è che per tutti i multipli specificati, gli indicatori economico-finanziari (presenti al denominatore del rapporto) sono perfettamente coerenti con la misura del valore espressa al numeratore: infatti, per i multipli di *Enterprise Value* si utilizzano indicatori (Fatturato, EBITDA ed EBIT) riferibili a flussi di cassa a disposizione di tutti i finanziatori d'impresa (ai quali si riferisce l'*Enterprise Value*), mentre per i multipli di *Equity Value* si fa riferimento a variabili finanziarie rivolte esclusivamente agli azionisti (del resto il *equity value* è il valore a disposizione dei soli azionisti).

Successivamente è possibile calcolare il multiplo medio per l'intero gruppo di imprese comparabili, che in seguito verrà moltiplicato per la corrispondente variabile finanziaria della divisione, sussidiaria *target* o azienda in generale, in modo tale da poter determinare il suo *Enterprise* o *Equity Value*.

PARTE SECONDA

Il mercato del lusso e dell'alta moda

CAPITOLO 4

“L'eleganza è l'equilibrio tra proporzioni, emozione e sorpresa.”

Valentino

4. Il mondo del lusso: definizioni e tipologie

In passato, il mondo del lusso è stato considerato come un mercato dal carattere specialistico e soprattutto rivolto a poche persone. L'accezione che, invece, viene data ai giorni nostri è speculare alla precedente, in quanto considera il lusso come un mercato trasversale, globale e sempre più accessibile.

Dietro il termine “lusso” è possibile identificare molteplici marchi e prodotti a cui esso stesso fa riferimento: abbigliamento, accessori, cosmetica, alcolici, turismo, nautica, automobili e persino food.

In uno scenario economico e sociale in cui i consumatori sono saturi, poco dinamici e contraddittori nelle loro aspettative, si sta affermando sempre più una crescente disponibilità a spendere di più per prodotti e servizi che incorporano livelli sia di qualità che di aspirazione molto elevati rispetto al passato.

A tal proposito, Michael Silverstein (autore e consulente statunitense), nel testo *Caccia al tesoro. Il nuovo consumatore tra lusso e hard discount* (2006), traccia la cosiddetta sindrome “Caccia al tesoro”, individuando i tratti del consumatore moderno. Esso si muove tra hard-discount e negozi di lusso: l'autore rivela, infatti, che all'aumentare del reddito economico che gli individui hanno a loro disposizione, si assiste ad un contestuale aumento della spesa per prodotti ad alto contenuto simbolico ed emotivo; allo stesso modo, viene evidenziata sempre più la riduzione di beni magari con benefici razionali, ma con un basso contenuto emotivo. In sostanza, ai giorni d'oggi, il consumatore è sempre più orientato a fare *trading up* o *trading down*, ma raramente orienta la propria scelta in ciò che è classificabile come ordinario e sta nel mezzo. Il consumatore moderno, da questo punto di vista, va oltre la mera ostentazione del brand del lusso, ma seleziona, mescola, ricomponne e diviene curatore della propria immagine.

Affluenza, felicità, aspirazione, emotività, tempo, spazio e sicurezza sono quindi soltanto alcuni dei molteplici elementi che ci aiuteranno a capire cosa si intende per lusso oggi e che ci permetteranno di addentrarci ed esplorare il mondo del lusso e i mercati in cui lo stesso tende a ramificarsi e inoltrarsi.

4.1 Definire il lusso

“... il lusso di cui tanto si parla, in realtà non esiste. Chiamano lusso anche una scarpa da 200 euro...il vero lusso è raro, poco distribuito, personalizzato. Pochissimi lo fanno.” (Dolce&Gabbana)³⁹

“Molte persone credono che il lusso sia l'opposto della povertà. Ma non è così. Il lusso è l'opposto della volgarità” (Coco Chanel)

Le definizioni fornite dagli accademici o dagli esperti del settore, spesso, danno luogo a forme disomogenee. Dal punto di vista degli economisti, ad esempio, il lusso descrive la categoria dei beni la cui elasticità della domanda al reddito è allo stesso tempo positiva ed elevata; la sociologia definisce il lusso come consumo ostentativo legato al processo di stratificazione sociale; infine, dal punto di vista aziendale, ci si riferisce all'insieme di determinate industrie e strategie di brand orientate alla creazione di valore soprattutto intangibile e aspirazionale. Il termine *lusso* viene spesso usato come sinonimo di *prestigio* e dal momento che non esistono effettive evidenze sulle differenze tra i due concetti, entrambi i termini vengono utilizzati, in maniera indistinta, per indicare marchi e prodotti con un elevato valore emozionale al loro interno. Successivamente, è possibile evidenziare i possibili orientamenti, che saranno utili nel tracciare le differenti definizioni associate al lusso.

Il lusso come concetto

Dal punto di vista etimologico, la parola lusso (*luxe* in francese e *luxury* in inglese) – utilizzata con il suo significato attuale sin dal XVII secolo – deriva, come sostenuto da molti, dal latino *luxus*, termine usato per indicare “esuberanza di vegetazione” e metaforicamente “abbondanza di cose deliziose”; al tempo stesso, il

³⁹ Intervista agli stilisti Domenico Dolce e Stefano Gabbana. R. Tessa: *Il lusso di chiudere l'anno con un bilancio record*, la Repubblica, Affari & Finanza, 24 novembre 2003.

termine si accosta anche con l'accezione greca *lox-os*, che richiama in mente un modo di crescere in maniera eccessiva, da cui deriva la generale concezione di lusso come "eccesso". Proprio da *luxus* deriva il termine *luxuria*, che descrive esuberanza, profusione, voluttà. Da questa stessa radice sembrano derivare, quindi, due significati: l'uno, positivo, di *luxus* inteso sia come luce e splendore che come attitudine ad essere illuminati nel senso di apparire o risultare in rilievo rispetto a qualcosa; l'altro, lussuria, inteso come valore negativo di viziosità e decadenza.

Da ciò deriva che nel lusso esistono simultaneamente qualcosa di utile e superfluo, magnifico e malvagio, splendore e stravaganza che sottolineano l'unicità della loro natura. Infatti, i brand del lusso hanno qualcosa di stravagante, eccessivo, ridondante, che sia l'uso di materiali, il numero di addetti alla vendita nei propri negozi, il livello di servizio, la comunicazione e in generale la *customer experience* offerta ai propri clienti attraverso i diversi touchpoint.

Analizzando invece il significato del termine, adattandolo ai diversi cambiamenti sociali durante il corso del tempo, vediamo che il concetto di lusso si sia evoluto durante i secoli, passando da un valore associato alla vita pubblica a un valore legato alla sfera privata e sempre più individuale. Nella **Tabella 4.1** viene sintetizzata tale evoluzione, per un approfondimento del quale si rimanda agli studi sul tema.

Tabella 4.1 Evoluzione storica del significato di lusso

PERIODO STORICO	SIGNIFICATO ATTRIBUITO AL CONCETTO DI LUSO
Dall'antichità al Medioevo	Lusso come splendore; richiama le insegne sacre dei principi e delle divinità; le offerte fatte per propiziarsi le divinità
Rinascimento	Apice del concetto con Luigi XIV dove il lusso è pompa, ostentazione, e, a differenza del periodo precedente, viene associato a un valore profano
XVII secolo	Lusso come piacere privato e discreto; stile di vita caratterizzato da possibilità di spesa che evidenzia eleganza e cura del dettaglio
XIX secolo	Non necessario, superfluo rispetto alla vita di tutti i giorni
XX secolo	Costoso, sontuoso, raffinato
Anni '80-'90	Identità sociale, ostentazione, affluenza
Dal 2000	Identità sociale, ostentazione, affluenza (mercati emergenti) Identità personale, ricerca di emozioni, rassicurazione, identificazioni affettive, gratificazioni (mercati occidentali)

Fonte: Adattamento da G. Lipovetsky e E.Roux (2003)⁴⁰.

Il lusso sarà sempre legato, in ogni tempo, al circolo di coloro che guidano il mondo in termini di gusto e stile, e quindi all'evolversi del cambiamento dei simboli

⁴⁰ G. Lipovetsky, E.Roux, *Le luxe éternel. De l'âge du sacré au temps des marques*, Gallimars, 2003, p.59.

visibili del successo in ogni periodo. Nell'evoluzione storica avuta dal termine, si può trovare comunque una continuità, e precisamente, la relatività del concetto di lusso, cioè il continuo definirsi in rapporto ad altri concetti, quali la necessità, la funzionalità e l'utilità. Infatti, nelle società moderne il lusso è considerato come un concetto multidimensionale e relativo, sia all'oggetto analizzato che al soggetto che lo valuta. Il lusso è stato definito come un tipo particolare di valore segnico e in quanto segno, è evidente come il concetto dimostra la propria natura relativa: ogni gruppo sociale ha infatti il suo lusso e i suoi segni, culture, valori e concezioni.

In conclusione, il lusso, inteso come concetto, può essere interpretato alla luce di diverse funzioni:

- **Età:** un tempo limitato a clienti adulti con elevata conoscenza e potere d'acquisto, i beni e servizi di lusso sono oggi aperti sia alle nuove generazioni (nei mercati maturi ed emergenti) che ad un mercato *senior*. La fondazione Altagamma ha stimato, infatti, che i cosiddetti *baby boomers*, (ovvero la generazione complice dell'esplosione dei consumi del lusso negli anni precedenti nel mercato americano e non solo) nel 2010 sono entrati nella terza età. È chiaro che questo dato ha un impatto sui loro modelli di consumo, visto che essi si orienteranno ancor di più verso una dimensione di autogrificazione, piacere personale, memoria, rappresentando quindi una forma di lusso moderna, ma allo stesso tempo tradizionalista ed antica, tecnologica e confortevole.
- **Classe di reddito e propensione al consumo:** la stratificazione del concetto di lusso è presente perché esiste specularmente una forte stratificazione dei livelli di ricchezza; nel mondo esistono più multimilionari, milionari e semplicemente consumatori benestanti. Ciò che può essere considerato lusso per qualcuno è spesso uno stile di vita per qualcun altro (solitamente più ricco). Chi vive abitualmente nel lusso non lo ostenta, chi ci è arrivato fa invece il possibile per ostentare agli altri la sua ricchezza, presunta o sostanziale. Probabilmente per alcuni il lusso non è tanto avere qualcosa che gli altri non possono avere, quanto possedere ciò che in precedenza non hanno potuto acquistare. In sintesi, quanto detto si configura come una dinamica motivazionale tipica di Maslow, che porta i rampanti a soddisfare un proprio bisogno di affermazione sociale e gli affermati a una riconferma della propria autorealizzazione.

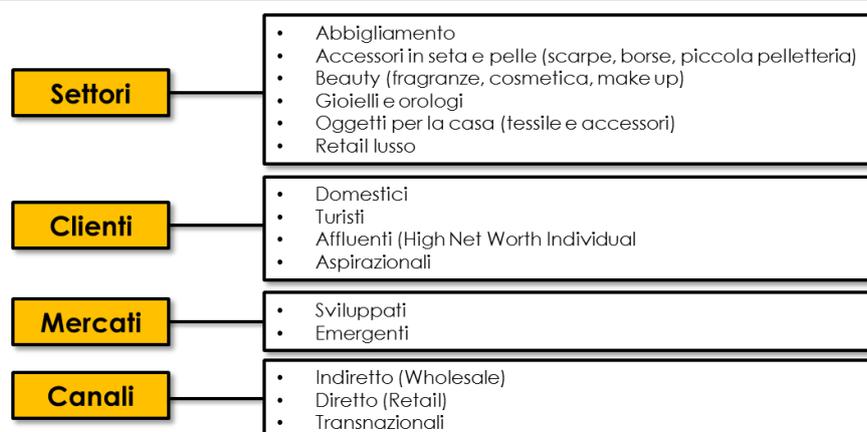
- **Mercato geografico:** come noto, il secolo precedente è stato caratterizzato dallo sviluppo e dall'espansione dell'Europa e degli Stati Uniti. Quello dei giorni nostri è il secolo dell'Asia. Ciò ha permesso l'affermarsi di nuovi clienti con nuove culture e percezioni che si affacciano sul mercato del lusso. Ma come vedremo meglio, nel capitolo 4 in cui ci occuperemo delle recenti sfide internazionali del settore, il vecchio concetto di lusso sembra dilagare sui nuovi mercati mentre un nuovo concetto di lusso si sta affermando sempre di più sui vecchi mercati.
- **Tempo:** data la velocità con cui i trend e il ciclo di vita innescati sui mercati (specie nel segmento della moda), lo standard di ciò che può essere concepito come lusso appare molto volatile e mutevole nel tempo. Il lusso di oggi, infatti, sarà un prodotto standard per i consumatori del domani.

Non approfondendo ulteriormente la questione, in quanto più in linea con il filone di studio relativo alla percezione del lusso e del comportamento d'acquisto dal lato dei consumatori, adesso focalizzeremo l'attenzione sul lato dell'offerta, analizzando come viene definito – e conseguentemente come cambia e si evolve – il mercato del lusso in termini di competitività, prodotti, brand, etc.

Il lusso come sistema competitivo

L'analisi del settore del lusso dal punto di vista strutturale e dimensionale del mercato comporta una difficoltà oggettiva. Anche se ci si limita a considerare solo i beni relativi alla persona, il comparto è molto complesso, come indicato in **Tabella 4.2**.

Tabella 4.2 I vettori di complessità nel lusso



Fonte: Corbellini, Saviolo (2007)

Le aziende operano ormai in differenti categorie merceologiche con diversi brand e differenti business model. Si rivolgono a clienti facoltosi che vivono effettivamente lo stile di vita proposto ma anche a clienti aspirazionali che in periodi di crescita economica fanno *trading up* e acquistano beni che non si potrebbero permettere. La struttura dei canali distributivi è altamente complessa tra canali wholesale piuttosto eterogenei (i tradizionali *department stores* e boutique multimarca, cui si aggiungono i canali transnazionali come *duty free*, *travel shop*, cataloghi e ultimamente anche Internet) e retail (che include sia i negozi gestiti direttamente sia i franchising).

Esiste anche una strutturale mancanza di dati legata al fatto che molte aziende sono private e anche quando quotate diffondono informazioni aggregate per divisione/gruppo (salvo rari casi) che non consentono di valutare l'andamento e la composizione del fatturato dei marchi o business specifici del lusso. Esistono, però, altrettanti fonti che offrono valori diversi sui confini e sulle dimensioni del mercato. Una delle prime definizioni di bene di lusso deriva da una ricerca Comité Colbert/McKinsey⁴¹: si considerano beni di lusso i prodotti e i servizi posizionati nella fascia più alta del mercato, che incorporano un sapere che deriva da forme di arte applicate tecnicamente (sartoria, artigianato) e implicano un forte contributo delle risorse umane. Più che merceologia, ciò che realmente distingue un bene di

⁴¹ Luxury, an asset for France, 1989.

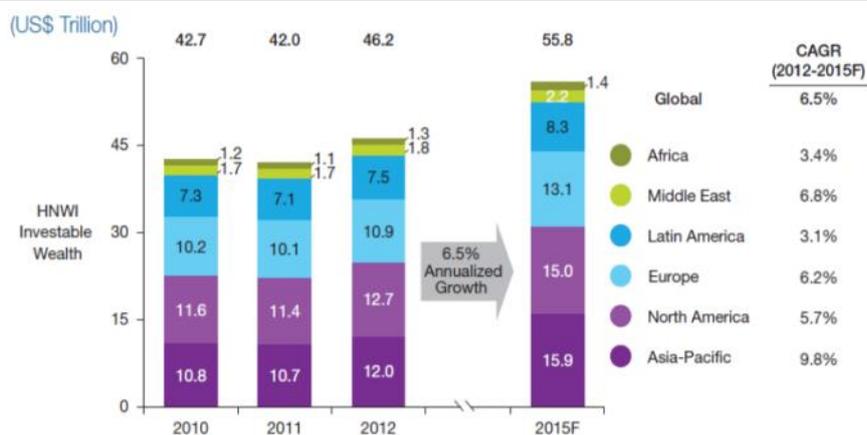
lusso è la manifattura artigianale di altissima qualità associata di riflesso a un prezzo altrettanto elevato, che denota l'esclusività del bene in oggetto. Altgamma⁴², l'associazione delle imprese italiane di reputazione internazionale che operano nella fascia più alta del mercato, non parla mai di industria del lusso ma di segmento dell'alto di gamma (peraltro trasversale alle varie industrie) 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 forte *brand-intensity/identity*, cioè un peso del marchio pari in media al 70% (e oltre in alcuni casi) del totale del valore degli asset di un'azienda. Tale industria sarebbe tradizionalmente composta da quattro principali elementi: cosmetica e profumi, orologi e gioielleria, pelletteria e accessori, moda.

L'interesse per il lusso cresce in parallelo all'interesse per chi compra il lusso. Società di consulenza e centri di ricerca pubblicano ogni anno studi sulla distribuzione della ricchezza nel mondo o chi sono le nuove figure portatrici di nuova ricchezza. Uno degli studi più citati sull'evoluzione dei ricchi nel mondo è la rilevazione annua di Capgemini sugli *High Net Worth Individual*, un termine utilizzato per indicare una persona con una ricchezza netta disponibile oltre un milione di dollari. Secondo quanto stimato da Capgemini e come indicato nel **Grafico 4.1** i ricchi si distribuiscono soprattutto in Nord America (in testa), Europa e Asia Pacific; in futuro la stima di crescita, in riferimento alle previsioni tra il 2012 e il 2015, sarà pari al 6,5% a livello globale, con Medio Oriente e Asia Pacific che guidano la crescita.

⁴² “Fondazione Altgamma riunisce dal 1992 le imprese che rappresentano l'alta industria culturale e creativa italiana e che si distinguono per innovazione, qualità, design e servizio. Le Imprese Altgamma sono ambasciatrici mondiali dello stile di vita italiano, operano nei settori della moda, del design, della gioielleria, dell'alimentare, dell'ospitalità, della velocità e del wellness. La missione di Altgamma è accrescere la competitività dell'alta industria culturale e creativa italiana, contribuendo alla crescita economica e sociale dell'Italia” (Fonte: Sito internet Fondazione Altgamma)

Grafico 4.1 La ricchezza degli NHWI negli anni 2010-2015 (per regione)

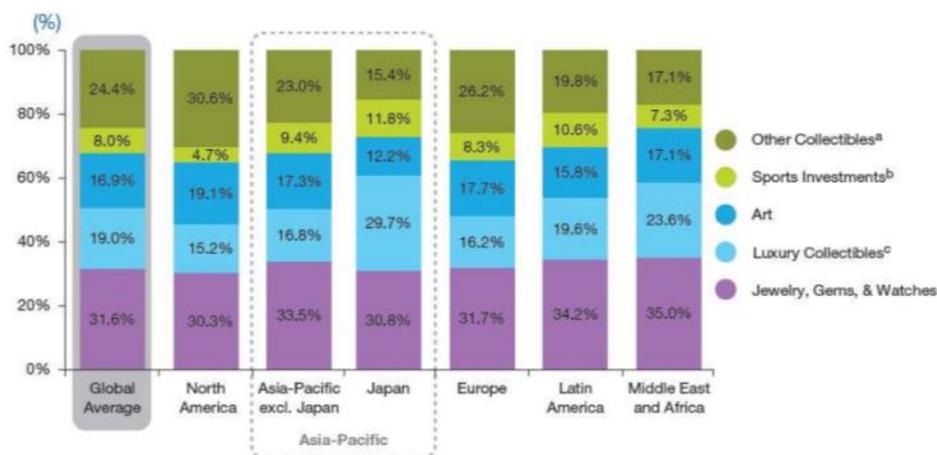


Note: I numeri dei grafici e le percentuali potrebbero essere imprecise per effetto dell'arrotondamento

Fonte: Capgemini Lorenz Curve Analysis (2013)

In questo panorama, per le imprese del lusso è molto importante capire di questi ricchi (HNWI) in termini di comportamenti di consumo, di acquisto, ma soprattutto di preferenze nell'allocazione della propria ricchezza; ciò è dovuto al fatto che gli stessi costituiscono la base consistente a cui rivolgere la propria offerta (**Grafico 4.2**).

Grafico 4.2 Allocazione ricchezza degli NHWI per investimenti in passioni, I trimestre 2013



^a "Other collectibles": numismatica, vini e oggetti antichi.

^b "Sport investment": sport, vela, equitazione, etc.

^c "Luxury collectibles": automobili, navi, jet.

Fonte: Capgemini, RBC Wealth Management, and Scorpio Partnership Global HNWI Insights Survey 2013

Guardando i dati globali di Capgemini, forniti nel grafico precedente (**Grafico 4.2**), è possibile constatare che quasi più della metà degli individui ricchi (HNWI)

preferisce allocare la propria ricchezza per beni o servizi legati al mondo del lusso in generale, quali ad esempio le auto, gli yacht, la gioielleria, gli orologi e i prodotti dell'alta moda. Chiaramente il dato che emerge da quest'analisi è di fondamentale importanza per le imprese operanti nel settore, affinché traccino l'arena competitiva in cui sono collocate.

Inoltre, mentre negli anni Ottanta il mercato del lusso occidentale era interessato all'ostentazione e poco alla rilevanza dei contenuti, oggi invece si è superato il lusso come esibizione; allo stesso tempo, assistiamo allo sviluppo di paesi come la Cina e la Russia per cui il consumo dei beni e servizi di lusso è inteso come una novità e spesso si identifica con il comportamento ostentativo tipico del nostro continente negli anni '80 e '90. Saranno i nuovi mercati a guidare lo sviluppo dei consumi, come avremo modo di vedere nei successivi capitoli, portando una progressiva e sempre maggiore globalizzazione del mercato del lusso.

Il lusso come brand

Annualmente, alcune società di *brand consulting* come Intebbrand o Brandz definiscono le classifiche dei primi 100 brand globali nel mondo sulla base del valore del brand associato ad ogni singola azienda. Esse considerano brand di lusso alcuni tra quelli elencati in **Tabella 4.3** presente nella pagina successiva. Dai dati analizzati si può evincere come molti brand del lusso (tra cui molti sono italiani) occupano posizioni all'interno di questa classifica – che ospita peraltro differenti marchi sia in termini di categoria merceologica che di modelli di business - e rivelano una variazione sempre positiva rispetto a quanto ottenuto nel precedente anno.

Sulla stessa linea di analisi, è interessante notare che molti brand del lusso siano presenti nella classifica dei 100 top brand italiani, in maniera piuttosto rilevante e con posizioni sempre più in alto.

I marchi citati sono diversi fra di loro per vari motivi. Alcuni sono brand di moda relativamente accessibili (segmento *premium*) che offrono come prima cosa un valore estetico; gli altri marchi, invece, offrono prodotti senza tempo dove la percezione di qualità ed esclusività è particolarmente dominante (segmento *luxury*). Inoltre, esistono elementi comuni come la reputazione e la notorietà globale o l'offerta di prodotti legati alla persona, ma l'aspetto più qualificante di questi brand è

proprio il prestigio associato ad esso, inteso come tradizione, iconicità, status che i marchi rendono propri e costituiscono una vera e propria sorta di istituzione nel loro specifico settore.

Tabella 4.3 Brand di lusso tra i top 100 dei ranking mondiali e italiani (valori stimati in miliardi di \$)

BRAND	NAZIONE	ANNO DI NASCITA	BRAND VALUE (\$ miliardi)	VARIAZIONE % RISPETTO 2012	RANKING INTERBRAND (TOP 100)	RANKING BRANDZ (TOP 100)	RANKING ITALBRAND (TOP 100)
Louis Vuitton	Francia	1854	24,893	6%	17	29	
Christian Dior	Francia	1946	11,538*	-			
Gucci	Italia	1921	10,151	7%	38	68	4
Hermès	Francia	1837	7,616	23%	54	40	
Rolex	Svizzera	1905	7,4	14%			
Chanel	Francia	1909	7	13%			
Cartier	Francia	1847	6,897	26%	60		
Prada	Italia	1913	5,57	30%	72	95	2
Burberry	UK	1856	5,5	13%	77		
Tiffany & Co	USA	1837	5,44	5%	75		
Bulgari	Italia	1884	5,189	20%			6
Armani	Italia	1975	4,597*	-			3
Ralph Lauren	USA	1967	4,584	13,52%	88		
Moet & Chandon	Francia	1743	3,943	3%	99		
Dolce e Gabbana	Italia	1985	2,301*	-			7
Versace	Italia	1978	0,795*	-			23
Valentino	Italia	1957	0,532*	-			34
Salvatore Ferragamo	Italia	1927	0,455*	-			44
Fendi	Italia	1925	0,413*	-			46
Brioni	Italia		0,306 *	-			57
Ermenegildo Zegna	Italia	1910	0,173*	-			78
Bottega Veneta	Italia	1967	0,142*	-			86

NB: i dati del Brand Value con l'asterisco si riferiscono al 2012

Fonte: Elaborazione personale su dati Interbrand/Forbes/European brand institute/Italbrand

Alcuni autori⁴³ hanno proposto, a tal proposito, una distinzione tra *prestige* e *non-prestige brand* (entro i quali vi figurano i marchi precedentemente definiti come premium) sulla base del comportamento di acquisto del consumatore alla ricerca, appunto, del prestigio. Secondo quest'ottica, un brand viene categorizzato come di prestigio se il consumatore, richiamandolo alla memoria, percepisce i seguenti elementi, che formano nella mente uno schema semantico:

- **Valore di unicità:** il prestigio associato ad un brand è inversamente proporzionale al numero degli utilizzatori e consumatori dei beni di quel determinato brand.
- **Valore sociale:** il consumo di beni di lusso, in precedenza – anche se in certe nazioni o mercati geografici persiste – è stato associato alla segnalazione della propria ricchezza, del potere e dello status che esso attribuisce. Diversi autori⁴⁴ hanno dimostrato che il prezzo di questi beni può avere un ruolo positivo nella determinazione della percezione della qualità. Questi studi hanno rivelato che i consumatori spesso usano la variabile del prezzo come prova di giudizio della qualità nella scelta tra diverse marche. In pratica, secondo quest'ottica, da un prezzo più alto si deduce un livello di qualità superiore: ciò fa sì che il segnale lanciato tramite il prezzo sia utilizzato per molti consumatori come indicatore sostitutivo di prestigio.
- **Valore edonistico:** la scelta dei consumatori spesso è legata a fattori motivazionali, non cognitivi e inconsci. Recenti studi in tema di consumo di lusso hanno individuato che i prodotti di lusso sono in grado di fornire benefici soggettivi e intangibili, come il valore estetico. Infatti, spesso la maggioranza di consumatori di beni di lusso effettua i propri acquisti principalmente per il proprio piacere, mettendo da parte qualunque altra forma razionale. A supporto di queste affermazioni, è possibile fare riferimento alla ricerca sulla semiotica del lusso, la quale ha ripetutamente individuato le risposte emotive associate al consumo di lusso; tra queste ritroviamo appunto il piacere sensoriale, la bellezza estetica o addirittura l'eccitazione.
- **Valore qualitativo:** la qualità eccellente dei beni è una condizione *sine qua non* nel settore del lusso. Quindi, un brand viene associato al prestigio se ha una superiorità tecnica e un'estrema cura nel processo di produzione. Ad esempio,

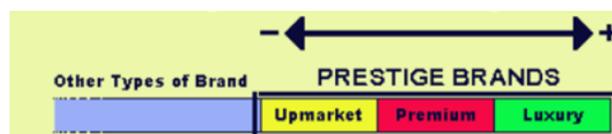
⁴³ F.Vigneron, L.W. Johnson, *A review and a Conceptual Framework of Prestige-Seeking Consumer Behavior*, Academy of Marketing Science Review, 1999 (I).

⁴⁴ Erickson e Johansson 1995; Lichtenstein, Bloch, e Black 1988; Tellis e Gaeth 1990

molte ricerche al riguardo hanno supposto che un basso livello di qualità gioca un ruolo negativo sulla percezione di prestigio. Al contrario, se l'acquirente o il consumatore percepisce nel marchio un ottimo livello di qualità, la sua percezione della qualità gioca un ruolo positivo sulla propria percezione del prestigio della stessa marca.

Secondo questo approccio la lussuosità è un elemento che determina il prestigio di un brand, ma il concetto di prestigio è molto più ampio di quello di lusso, dato che può essere applicato anche a brand non necessariamente posizionati nell'alto di gamma (**Figura 4.1**).

Figura 4.1 La definizione dei *brand* di prestigio



Fonte: Vigneron e Johnson (1999)

Infatti, mentre prestigio è sempre un termine che denota caratteristiche positive, il termine lusso avrebbe – come già accennato – anche accezioni di tipo negative. Queste ipotesi sono infatti condivise anche da molti altri autori⁴⁵, i quali sulla base di una ricerca empirica, di tipo qualitativo, hanno messo a punto la distinzione tra *luxury brand* e *prestige brand*. Il prestigio fa riferimento a una percezione di status positivo ed elevato di un brand come risultato di diversi elementi (lussuosità, qualità, performance, etc.) mentre i brand di lusso sono definiti sulla base di percezioni soggettive in termini di estetica e sontuosità riferita allo stile di vita, per cui i *luxury brand* sono spesso associati ad una cerchia di beni e servizi molto ristretta rispetto ai *prestige brand*.

Facendo riferimento al mondo dei marchi di lusso, la varietà di contributi e punti di vista sul tema sembra convergere nell'identificazione di due tipologie di marca: la marca di lusso in senso stretto, focalizzata nella produzione di prodotti iconici, in serie limitata, dal forte contributo artigianale e la marca *premium* o di alta gamma che si contraddistingue per le realizzazioni di tipo seriale, ma con qualità e immagine

⁴⁵ Cfr: Dubois B. e Czellar S.(2002), *Prestige Brands or Luxury Brands? An Exploratory Inquiry on Consumer Perceptions*. Université de Genève.

nettamente superiore alla media della categoria del settore di propria appartenenza; certamente sarà un brand meno iconico rispetto a quello di lusso, ma è fortemente orientato verso contesti contemporanei, innovativi e di tendenza.

Il lusso come sistema coerente di eccellenze

Tra le numerose e variegata definizioni fornite dalla letteratura in tema di lusso, la più coerente e in linea con lo sviluppo del presente elaborato è quella di considerare il lusso come un “sistema coerente di eccellenze” (Corbellini e Saviolo, 2007), in quanto fornisce una visione globale, trasversale e completa .

Indipendentemente dalla categoria merceologica di appartenenza, i brand di lusso hanno alcuni elementi caratteristici distintivi e si presentano tutti insieme. È proprio questa coesistenza che erige una sostanziale differenza dal *mass market* il quale può appropriarsi solo di alcune di queste caratteristiche, come ad esempio il tipo di comunicazione di tipo aspirazionale. Sotto questo punto di vista, un brand di lusso è un sistema di attributi perfettamente calibrato, il quale forma un universo di valori gestito unicamente in modo armonico e mai per singoli tratti (**Figura 4.2**).

Figura 4.2 L'esperienza di un brand di lusso



Fonte: Adattamento da Corbellini, Saviolo (2007)

- Associazione con un immaginario forte, quasi mitologico, che susciti desiderio ed emozione; in pratica si tratta di ciò che molti autori definiscono come **dream factor**. Dietro ad un brand di lusso si celano un mitico creatore o designer,

processi di produzione misteriosi, formule segrete, leggende che creano un'aura di mistero, di rispetto e conferiscono al brand un forte appeal emozionale.

- **Prezzo elevato:** l'ambizione ai prodotti di lusso può essere spesso concepito come un sogno che alimenta il desiderio. E se il desiderio è facile da soddisfare non si ha più un sogno, perché l'oggetto sarà facilmente accessibile in qualsiasi momento. Il lusso rappresenta qualcosa difficile da ottenere, richiede uno sforzo e un sacrificio; per queste ragioni, il prezzo deve costituire una barriera ai più, relativamente alla categoria merceologica di riferimento.
- **Originalità legata a creatività e innovazione:** il brand di lusso definisce il proprio standard e non segue i trend del momento, né tanto meno le logiche di *demand-pull*. Esso esprime una capacità di leadership, un'unicità ed eccezionalità, che avvicina al mestiere dell'artista e del creativo. Il marchio sfida i suoi clienti in termini di conoscenza, gusto e capacità di distinguere. Il brand crea intorno a sé stesso una cultura, quasi autoritaria dove c'è attenzione per il dettaglio e senso della missione.
- **Qualità senza compromessi:** la qualità dei beni di lusso deve rappresentare una garanzia vitalizia. Poiché nel mercato di massa la qualità migliora velocemente, il lusso deve possedere un tipo di qualità che non sia seriale e deve essere sempre più in alto e in grado di riappropriarsi di saperi antichi, legati a capacità artigiane e di luoghi specifici (es. sartoria, pelletteria, calzoleria, oreficeria, etc.)
A tal proposito, il concetto della tracciabilità della filiera di produzione, utilizzata ampiamente per il settore alimentare, può trovare senso e un ampio utilizzo per il settore del lusso.
- **Distribuzione selettiva:** il posizionamento del retail è diventato un nodo cruciale nella strategia dei brand di lusso; ed è proprio il primo fattore che definisce se un marchio è o non è lusso. Esclusività e selettività sono le due parole chiave che contrapposte ad accessibilità definiscono i territori in cui il lusso si muove. In un mercato dove ogni cosa è disponibile in ogni luogo e tempo, l'indisponibilità crea desiderio.
- **Servizio qualificato:** l'esperienza del lusso si costruisce offrendo al cliente attenzione, tempo, competenza e customizzazione. Questo aspetto richiede alle aziende del settore di intraprendere investimenti rilevanti in risorse umane nei

punti vendita in termini di numerosità, qualificazione e formazione relativamente al mondo del brand.

- **Advertising d'élite:** uno delle modalità a disposizione dei brand di lusso per creare aspirazione è la creazione di un immaginario forte nella comunicazione pubblicitaria; essa da una dimostrazione della potenza del marchio attraverso la scelta delle modelle più belle, i fotografi più famosi, le maxi affissioni negli aeroporti internazionali, le riviste patinate più esclusive (e all'interno di tali riviste si posiziona nelle prime pagine dei numeri più ambiti). Ma questa dimensione deve essere sempre integrata dalla logica di esclusività del brand. È il passaparola tra gli opinion leader, la scelta del marchio da parte di chi conta, la sua presenza in club esclusivi, nelle ville provate a qualificare un marchio come lusso autentico. Per vendere i beni e i servizi più preziosi paradossalmente non comunicare è la migliore forma di comunicazione. Le pubbliche relazioni devono essere costruite in una logica *one-to-one*; nello specifico caso dello store, il direttore del negozio assume il ruolo di cerimoniere e il brand deve trovare sempre nuovi modi di viziare i suoi clienti. Il *made-to-measure* deve essere quindi una prerogativa non solo nella logica di prodotto, ma soprattutto della comunicazione.

4.2 Tipologie di lusso

Negli ultimi anni il concetto di lusso ha generato confusione per la presenza di due fenomeni opposti, ma allo stesso tempo convergenti. Da un lato il *trading down* dei brand storici del lusso, ovvero l'estensione della gamma offerta verso un numero più ampio di clienti, con prodotti più accessibili dal punto di vista del prezzo (ad esempio profumi, cosmetica, occhiali, etc.). Dall'altro, invece, si ha la recente qualificazione del mass market tramite strategie di *trading up*, sostanzialmente basate sulla sottrazione del design, della comunicazione, dell'ambientazione tipici dei prodotti di lusso, ma non dell'eccellenza del prodotto e del servizio di questi ultimi.

Queste forme di *line extension* e di diversificazione sono state interpretate come motore della crescita e allo stesso tempo minaccia per il valore dei brand. Infatti, il contesto del lusso, quello dei beni simbolici ad elevato contenuto aspirazionale ed emozionale, non era mai stato così affollato. I protagonisti del lusso stanno sempre più segmentando l'offerta tra esclusività, selettività e accessibilità (i cosiddetti concetti di extralusso, lusso e lusso accessibile) all'interno dello stesso brand. Sia i marchi del top di gamma sia quelli del mercato di massa sono cresciuti in segmenti prima sconosciuti; nel panorama odierno, se visto sotto quest'ottica, tutto sembrerebbe lusso. In realtà è importante specificare che una barriera tra i due mondi ancora ci sia e che anzi essa si stia alzando, proprio come risposta a questa progressiva massificazione.

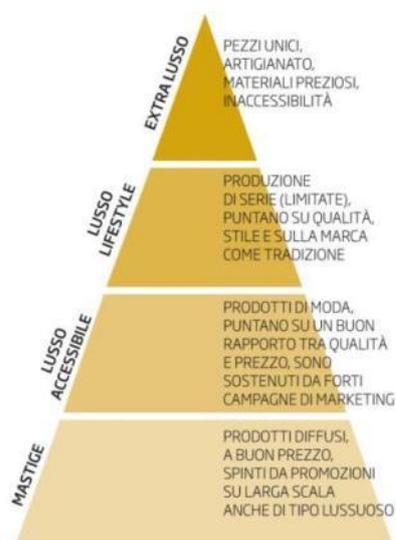
Giunti a questo punto della trattazione, un quesito si rende necessario: di cosa parliamo, quando parliamo di lusso?

Immaginiamo di rappresentare il mercato come una piramide. Al vertice di essa, si colloca l'extra lusso, composto da pezzi unici e costosissimi, che appartiene a pochi marchi. Un gradino sotto, il lusso contemporaneo di grandi griffe (lusso lifestyle), caratterizzato dalla produzione di beni di lusso in serie limitata con un forte contenuto simbolico. Spesso i brand di questa categoria vogliono trasmettere ai propri consumatori una sorta di stile di vita associato al brand. Poi il lusso accessibile, composto certamente da buoni prodotti, ma con l'assenza di un personaggio di riferimento, un atelier, l'autorità di una potente immagine pubblicitaria. Chiude la piramide il cosiddetto *masstige*, che rappresenta l'insieme di prodotti diffusi a buon

prezzo, anche di tipo lussuoso. La **Figura 4.3** propone appunto questa nuova esemplificazione della segmentazione dell'offerta.

Il concetto di lusso si applica, quindi, tanto ai beni e ai servizi super esclusivi, carissimi e sconosciuti ai più, quanto a status symbol più accessibili che diventano tali proprio perché condivisi da moltissime persone. In alcuni casi, extralusso, lusso e lusso accessibile sono veicolati da marchi diversi; in altri, i marchi dell'extra lusso competono con parte della loro offerta anche nel segmento più accessibile, per esempio vendendo occhiali o profumi (ad esempio Bulgari).

Figura 4.3 La piramide del lusso



Fonte: Adattamento da Corbellini, Saviolo (2007)

Quello dell'estensione, del se e quanto un marchio possa essere tirato (*brand stretching*), rimane, tuttavia, un problema critico, perché spesso ci si trova in condizioni di inadeguatezza con la diversità della gamma di prodotti offerti (si pensi, ad esempio, Ferrari con la differenza tra il merchandising delle penne o abbigliamento e le auto sportive).

La risposta a questa problematica è situata in mix di fattori che aggiungono o sottraggono legittimazione alla strategia: la storia del marchio (ad esempio i brand francesi sono attivi nel mondo della cosmetica sin dagli anni '50, pertanto ciò rappresenta un posizionamento storico); il prodotto del *core business* (per un brand produttore di scarpe generalmente risulta più difficile entrare nel segmento delle

fragranze rispetto ad uno stilista di abbigliamento); gli stili e i valori rappresentati dal brand (la sobrietà e il classicismo stilistico di Armani trova di certo uno sbocco naturale nella collezione per la casa); la passione dell'imprenditore/stilista per la nuova categoria (che decreta spesso la differenza tra il successo o il fallimento del progetto).

Comunque, tra i marchi di mero lusso e quelli premium intercorrono due tipi principali di differenze. La prima è che i marchi del lusso entrano nelle categorie di prodotto/servizio e nelle fasce più accessibili mantenendo una riconoscibilità, una declinazione ben precisa, creativa e fortemente personale dei propri stili (nel prodotto, nella comunicazione, nel visual e nel servizio del retail). La seconda è che, all'aumentare dell'offerta accessibile, il prodotto core viene riposizionato verso l'alto, spesso molto in alto, per mantenere inalterato il "quoziente sogno" del marchio.

L'extralusso

"Da noi esistono davvero prodotti realizzati in edizione limitata. Dove limited edition significa soltanto 50 esemplari a stagione distribuiti in tutto mondo. Certamente potremmo realizzare anche più pezzi ma per scelta creiamo soltanto questi. È una questione di approccio verso un consumatore sofisticato alla ricerca di qualcosa davvero unico, di un prodotto personale." (Patrizio Di Marco, ex amministratore delegato Bottega Veneta)⁴⁶

Come osservato precedentemente, l'extralusso identifica un tipo di lusso senza compromessi, molto prezioso e oltre l'immaginabile, dove non si vende ma si riceve privatamente; il prodotto non è mostrato, ma è svelato con una gestualità che segue una cerimonia ben precisa (si pensi ad esempio alla consegna di un'auto di lusso quale Ferrari, Lamborghini, Bugatti, Jaguar, etc.); l'attenzione al dettaglio, in questi casi, è particolarmente maniacale e il punto cruciale è il ruolo dell'unicità, ancor prima della personalizzazione. È un lusso che può essere sfarzoso o più discreto, ma in entrambi i casi è pur sempre una tipologia non disponibile per tutti.

Il "lusso lusso" è sempre esistito; quello che è interessante da notare è la riscoperta di questo segmento da parte di brand con un posizionamento nel fashion, che, insieme all'offerta più accessibile, stanno perseguendo una strategia di

⁴⁶ Giampietro Baudo, "Bottega Veneta, non vogliamo superare i 500 milioni di euro", Milano Finanza Fashion, 1 Dicembre 2005.

posizionamento verso l'alto. Quello che sta cambiando, attualmente, è il confine tra il *Read-to-wear* e la *Haute Couture*. Apparentemente quest'ultima sembrava avesse perso importanza, in quanto ormai resa un puro esercizio stilistico necessario a creare un sogno tramite le sfilate di mode o il red carpet (e poi spesso nemmeno a ciò, visto che molti clienti dell'alta moda tendono a disdire gli ordini per abiti che hanno già visto indossati ad attori, attrici, testimonials e celebrities in generale). Invece, il *ready-to-wear* si è riposizionato verso un tipo di offerta sempre più esclusiva, in termini di prezzo, di rifinitura e impronta sartoriale e di occasioni d'uso formali. Giusto per rendere chiaro il concetto citato, si pensi, ad esempio, al caso della maison Dolce & Gabbana. La casa di moda milanese, per soddisfare le esigenze d'uso dei clienti, ha indirizzato ad essi una proposta strettamente sartoriale di abiti da sera e per occasioni formali, totalmente realizzati a mano, spesso pezzi unici. È una parte della collezione che per gli stilisti rappresenta l'essenza della loro ispirazione, il fulcro della collezione e non a caso chiude la sfilata. Nelle boutique monomarca, questi capi sono esposti in aree appositamente dedicate e riservato, atte a voler simboleggiare un lusso estremo e per permettere ai clienti di godere di una *customer experience* unica, come quella sperimentata tipicamente in un haute couture ⁴⁷.

Questo discorso è importante perché ha aperto nuove frontiere nel mondo del lusso. Infatti lo spostamento verso l'alto dei marchi del *prêt-à-porter* sta assottigliando il senso delle differenze tra logiche lusso (beni sostanzialmente senza tempo) e logiche fashion (ciclo di vita del prodotto molto più breve).

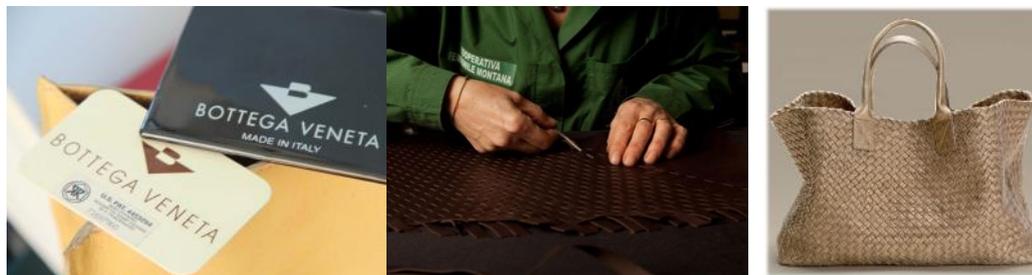
I concetti stessi di unicità, personalizzazione e limitazione necessitano quindi di un nuova rivisitazione ed ampliamento.

Interessante, per esempio, è il caso delle limited edition. Un tempo erano, infatti, categoria esclusiva del mondo del lusso; sono nate, appunto, per far fronte alla limitazione della capacità produttiva, della scarsità delle materie prime e della manodopera qualificata. Il concetto è rimasto pressoché identico per alcuni accessori (ad esempio la *Cabat bag* di Bottega Veneta, **Figura 4.4**, per la quale sono necessari due giorni di lavorazione e non possono esserne realizzati più di 500 esemplari in un anno).

⁴⁷ Sito internet "Dolce & Gabbana";

<http://www.vogue.it/magazine/notizie-del-giorno/2012/06/dolce-e-gabbana-couture>

Figura 4.4 *Cabat bag* di Bottega Veneta: illustrazione e particolari



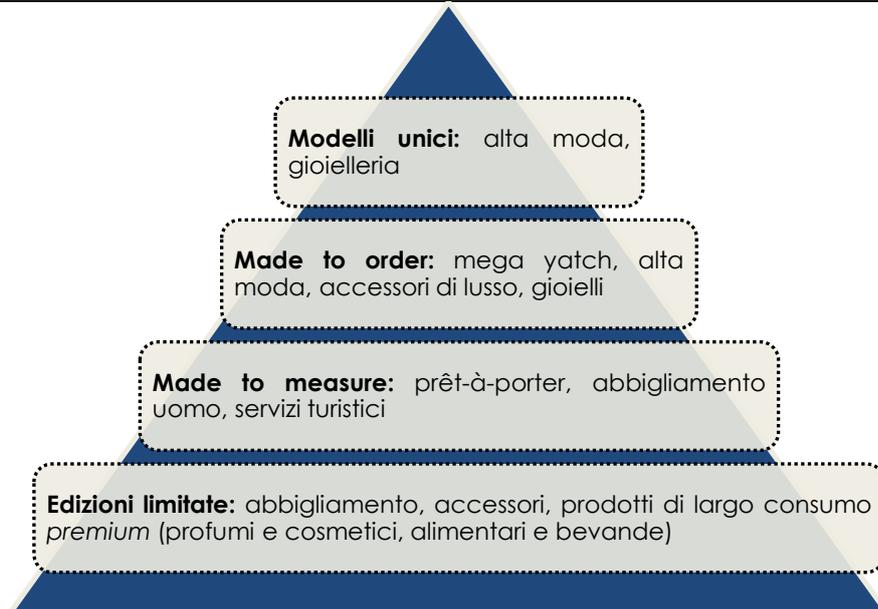
Fonte: Bottega Veneta

Oggi, però, le limited edition sono utilizzate anche nel mercato di massa – dai gelati, all’abbigliamento, agli smartphone, ai profumi – come strategia di marketing per generare ed accrescere la desiderabilità di un marchio tramite la commercializzazione di produzioni non ripetibili nel tempo. Solitamente, nella fascia più alta, le produzioni in edizioni limitata di articoli speciali sono collegati ad eventi (es. raccolte fondi per Ralph Lauren o anniversari per Gucci) o a luoghi (apertura di nuovi store o ingresso in nuovi mercati).

Anche la personalizzazione dell’offerta avviene oggi a diversi livelli (**Figura 4.5**): da esemplari unici, come pezzi di gioielleria o capi sartoriali, al “*made to measure*” in cui i modelli non sono unici ma ciò che li rende unici è la combinazione delle caratteristiche stilistiche come i colori, i materiali e i dettagli.

Il “fatto su misura” caratterizza da sempre, nell’abbigliamento uomo formale, la fascia più alta del mercato, territorio finora esclusivo dei brand sartoriali molto prestigiosi (ad esempio Ermenegildo Zegna, Brioni, Kiton, Brunello Cucinelli, Loro Piana). In tempi recenti, tuttavia, i grandi stilisti sembrano essersi resi conto che la personalizzazione è la chiave di accesso al mondo dell’abbigliamento, specie per uomini, i quali diventano sempre più esigenti e hanno una maggiore attitudine a spendere.

Figura 4.5 I vari livelli di personalizzazione dell'offerta



Fonte: Corbellini, Saviolo (2007)

Il masstige

“Non vendevo gelati. Vendevo concetti. Vendevo mondi in cui le persone consumavano gelati, ma non ho mai venduto un solo bastoncino di vaniglia ricoperto di cioccolato.”⁴⁸

(Robert Polet, ex CEO Gucci Group, riferendosi alla sua esperienza presso Unilever)

Nella società del benessere diffuso, il desiderio di lusso scavalca i confini di chi può permettersi una borsa di Hermès o una scarpa Gucci. Benessere diviene un concetto più ampio, una forma di gratificazione individuale che si ottiene concedendosi piccoli piaceri quotidiani, emozioni costose ma non inaccessibili.

Si crea, quindi, sempre più spazio per incursioni di prodotti che un tempo erano considerati generici nel mondo super *premium* dei prodotti di lusso (Vegetti, 2004). È un mercato di dimensioni enormi, ben diverso da quello ristretto del lusso così come viene inteso tradizionalmente, caratterizzato dalla scelta di una serie di beni o servizi

⁴⁸ Sarah Raper Larenaudie, “10 Questions for Robert Polet. Two months into the job, Gucci's new CEO talks about helming the global luxury group and his growing personal shoe collection”, Time, 14 settembre 2004.

che per le loro caratteristiche si legano a un concetto di benessere globale, come la cosmetica e le SPA, gli oggetti high-tech, il cibo, l'acqua e i vini, i viaggi.

Si parla allora di *masstige*, ovvero dell'incontro tra logiche di business di tipo *mass* e valenze *prestige*, per indicare:

- una categoria distributiva, che include brand e prodotti che hanno caratteristiche di prestigio del top di gamma, ma con prezzi e location molto più accessibili ad un gruppo di consumatori ampio;
- il venir meno della distinzione classica e molto netta tra la parte alta e quella bassa del mercato attraverso l'utilizzo di molte leve del marketing mix;
- un modo di dichiarare il proprio lifestyle, il proprio essere alla moda, tramite la combinazione di abiti e accessori di stilisti con capi provenienti dal mercato di bassa fascia (il cosiddetto *mix and match*).

Le scelte di consumo stanno divenendo sempre più personali e scarsamente schematizzabili nelle tradizionali categorie demografiche e psicografiche. Per i consumatori aspirazionali, il *downgrading* su alcune categorie merceologiche è la necessaria compensazione dell'*upgrading* su altre, mentre i super affluenti mischiano i consumi per esprimere la loro individualità, comprando a prezzo pieno e in saldo, risparmiando da una parte per eccedere dall'altra. Sparisce così la fascia media del mercato perché i consumi si polarizzano tra il top di gamma e il primo prezzo. Ma, in maniera analoga alla parola lusso che racchiude dei posizionamenti diversi, il mass market è sempre più segmentato. Di seguito, vengono proposti alcuni concetti attuali, tipici del mercato (Corbellini, Saviolo, 2007):

- **Entry lux (ingresso al lusso):** definisce il modello con il prezzo più basso di una linea o brand normalmente associata con il lusso. Costituisce un valido esempio della categoria le city car della BMW, della Audi o della Lexus.
- **Populux (lusso popolare):** si associa a beni di consumo con un costo molto basso, ma con una forte caratterizzazione dal punto di vista dello stile (ad esempio Zara, H&M, etc.)

L'offerta risulta conveniente e di tendenza; le aziende si sono imposte con location ad alto impatto (spesso vicino ai marchi del lusso, di cui imitano

lo stile), con una pubblicità con forte appeal e con l'uso di celebrities come brand ambassador.

- **Celebrity chic (prodotto un tempo indifferenziato, ora espressione di gusto):** identifica l'arte di rendere speciali prodotti che venivano considerati indistinti facendo della differenziazione e del design il loro successo e l'argomento su cui vendere. Il fenomeno è molto evidente nell'alimentare; i prodotti lavorano ormai sulla soddisfazione di tutti i sensi: il gusto di materie prime di qualità e selezionate, l'appagamento della vista, l'aroma, il suono (si pensi ad esempio ai casi illy, Starbucks, Nespresso o Magnum Algida).

In conclusione, il mercato di massa non è più una categoria rigida ed inseparabile. Anzi ha spostato la comunicazione sullo stesso terreno (l'immagine) dei beni di lusso e parte della sua offerta si è innalzata dal punto di vista qualitativo e creativo. Esiste quindi la possibilità di creare prodotti con un ampio e significativo premium price, anche in categorie e fasce di mercato che prima apparivano totalmente assenti e insignificanti. Ciò implica, di certo, le possibilità di mercato e di business, ma allo stesso tempo può generare un inganno, dalla quale può risultare difficile uscire.

Rispetto al vero lusso, i marchi del mercato di massa, che godono di un forte impatto stilistico, competono solo attraverso la comunicazione, arricchendo i propri prodotti con la firma di stilisti e designer di fama mondiale, con celebrities, con top model testimonial delle campagne pubblicitarie, con l'occupazione di location ad alto traffico (investendo significativamente in grandi superficie per avere maggiore visibilità). Essi non saranno lusso sia perché offrono un'esperienza seriale, ripetitiva e non unica; sia perché puntano sull'aspirazionalità, ossia sulla distanza implicita tra il mondo che rappresentano e trasmettono tramite la loro comunicazione e il prodotto che il loro consumatore può permettersi di acquistare. È evidente che, in questo panorama, i superaffluenti non vengono coinvolti. Pertanto, non esiste aspirazionalità quando lo status economico e l'immagine sono fattori acquisiti; potranno certamente essere dei brand noti, ma la riconoscibilità è quasi sempre una conseguenza della diffusione, raramente un attributo ricercato dal consumatore (indossare una giacca Zara o H&M permette di comunicare tendenza, non di certo il brand Zara o H&M).

I marchi del mercato di massa possono differenziarsi puntando su un singolo elemento, ma non possono permettersi di offrire le caratteristiche e gli elementi presenti in un sistema lusso, ossia di agire su tutti i fronti contemporaneamente e sinergicamente.

4.3 I segmenti del lusso: vecchi e nuovi lussi

Tradizionalmente i beni di lusso sono associati a prodotti legati principalmente alla persona, dall'elevato valore intrinseco (gioielli e orologi, abbigliamento e accessori, alcuni prodotti o servizi alimentari come il caviale, il tartufo, lo champagne o ristoranti di alta classe). Altri settori, come l'auto o gli immobili, hanno al loro interno segmenti e marche di lusso, ma queste hanno finora rappresentato una parte del valore totale del loro mercato, sebbene secondo i dati Altagamma⁴⁹ sembrano prospettare una crescita positiva e vorticoso negli anni a seguire. In linea generale, è possibile tracciare i segmenti principali del lusso come segue (Corbellini e Saviolo, 2007):

- **Accessori (pelletteria, calzature, accessori in seta, occhialeria).** Il segmento degli accessori, in particolare la pelletteria, ha sperimentato una notevole crescita negli ultimi anni sia come mercato sia come composizione percentuale del fatturato dei brand. Gli accessori offrono alle aziende di generare margini elevati e supportano sia i business già maturi, come l'abbigliamento, sia i business emergenti. Mentre inizialmente l'accessorio rappresentava la prima forma di *entry luxury*, con il quale i nuovi consumatori si avvicinavano al mondo del lusso, oggi esso è stato oggetto di ulteriore segmentazione, pertanto insieme ad oggetti accessibili e destinati a una diffusione sempre relativa è sovente trovare articoli molto esclusivi attraverso *limited edition* o prodotti customizzati. Nella pelletteria si parla di "accessorisation" (Corbellini e Saviolo, 2007) per indicare il fatto che l'accessorio oggi non è più intenso come un complemento, ma come oggetto indispensabile a creare il look, tanto da acquisire una connotazione *fashion*, tradizionalmente legata al segmento dell'abbigliamento. Attualmente questo segmento rappresenta uno dei più consistenti dell'intero settore, risultando terzo solo all'abbigliamento e alla gioielleria/orologeria. Inoltre, esso risulta relativamente concentrato e dai dati emerge che i primi cinque marchi globali

⁴⁹ *Worldwide Markets Monitor*, Ottobre 2013, Altagamma

(Prada, Kering, LVMH, Tod's, Hermes) abbiano una quota quasi vicina all'80% (Euromonitor, 2013).

- **Abbigliamento.** I segmenti considerati lusso nell'abbigliamento, come vedremo nel capitolo successivo, sono stati tradizionalmente relativi alla *Haute Couture* e al *Ready-to-wear (RTW)*. Le tendenze odierne del segmento hanno portato ad una costante fusione dei due elementi, in modo da creare una couture rappresentativa di una fascia molto elevata ed esclusiva del RTW, che per distinguersi dal lusso accessibile è diventata molto costosa. Oggi comunque l'abbigliamento è soggetto ad una riduzione in termini di contributo alle vendite totali e ai profitti, rimanendo comunque il primo segmento del settore. A causa della stagionalità molto forte, del prezzo molto alto e probabilmente dell'assenza di grandi novità, il segmento non ha tratto vantaggio del fenomeno del *trading-up*, visto nel precedente paragrafo, il quale è molto presente negli ultimi anni ma che ha interessato principalmente il segmento degli accessori. Infine, è utile sottolineare il fatto che l'abbigliamento è rimasto uno dei pochi ambiti in cui gli stilisti, i designer, i fondatori o i direttori creativi hanno la possibilità di esprimere al massimo la propria creatività e presentare un proprio concetto di stile di vita.
- **Profumi e cosmetici.** Questa categoria del lusso è stata utilizzata nel tempo sia dai brand storici del lusso sia dai nuovi brand per attirare i consumatori appartenenti a fasce di età giovani, entrare in nuovi mercati e consolidare la propria *brand awareness* avendo a disposizione di certo una distribuzione più ampia rispetto al tradizionale core business, ovvero abbigliamento e accessori. Attraverso grandi partnership con i grandi retailer del settore, i brand, soprattutto nella categoria *frances*, hanno potuto fare affidamento di notevoli capacità commerciali e distributive, contando in continui lanci a livello globale, supportati da personalità celebri e da una capillarità della distribuzione.
- **Gioielli e orologi.** Probabilmente questo segmento rappresenta le origini del mondo del lusso, fondato sul concetto di eternità e preziosità. Questa categoria ha subito una piccola flessione negativa nei primi anni del 2000

per poi arrivare negli ultimi anni a un consolidamento e a una ripresa guidata dai nuovi mercati e nuovi concetti di prodotto. In particolare ha giocato molta importanza l'innovazione, intesa in termini di design e l'effetto moda, che ha contaminato anche questo segmento, tradizionalmente composto da linee di prodotto molto esclusive e adesso sempre più in linea con i concetti di prodotto molto accessibili e veloci (sia nella gioielleria che nell'orologeria). Anche in questo caso il settore è particolarmente concentrato, con la presenza di pochi top-player: basti pensare che, come mostrano i dati di Euromonitor, i primi attori (i gruppi LVMH, Richemont e Kering, Rolex, Tiffany) dominano il mercato a livello globale.

Oltre alle precedenti categorie, il lusso si è ampliato di nuove forme tipiche di quei prodotti che, se pur non legati alla persona, rappresentano uno stile di vita lussuoso: quindi tra essi vanno ricordati la **nautica**, l'**automotive**, l'**arredamento**, la **tecnologia**, i vini, gli champagne, i prodotti alcolici (raggruppabili nell'insieme definito **Fine Wines/Champagne & Spirits**), i **sigari** e sempre di più il **Food & Restaurant**.

Ma la tendenza più importante degli ultimi anni è stata quella dello spostamento di interesse e dei consumi verso esperienze di lusso, piuttosto che semplici prodotti di lusso. In quest'ottica, i clienti più esperti e maturi, dopo aver provato un tipo di lusso sotto forma di oggetto, desiderano esperienze memorabili e uniche. Interessante, da questo punto di vista, ciò che avviene nel segmento del food, in cui il cibo è divenuto un portatore di valore di unicità e dove il consumo dello stesso è esperienza (Corbellini e Saviolo, 2007). Infatti, i consumi enogastronomici stanno costruendo in maniera solida una delle nuove frontiere del lusso. Il prodotto alimentare non seriale né trasformato, ma autentico, legato ad una tradizione locale, diventa privilegio per pochi intenditori e motivo di prestigio. Nel caso del vino, ad esempio, si stima che il segmento dei vini di lusso (verosimilmente quelli con prezzi superiori ai 50 dollari a bottiglia) costituiscano l'1% dell'intero valore del mercato; tali prodotti, di alta qualità e relativamente scarsi, sono acquistati principalmente da acquirenti esperti e interessati più al piacere che il prodotto offre piuttosto che al prezzo. Infatti, in questo segmento di mercato, è possibile riconoscere un elevato successo ai brand di champagne *prestige cuvées*, top di gamma come Roederer Cristal,

Krug, Dom Pérignon o Moët & Hennessy, introdotte sul mercato principalmente per quella categoria di consumatori che conoscono realmente il prodotto e intendono prendersi il tempo per gustarlo fino in fondo.

Quindi, in quest'ottica, ricercare nuove esperienze sposta ulteriormente il panorama del lusso da una caratterizzazione oggettistica ad una più improntata ai servizi e agli spazi, introducendo nel settore nuove categorie di lusso, che possiamo riassumere come segue:

- **servizi esclusivi:** servizi bancari o di investimento, assicurazioni, servizi medici, *frequent flyers*, shopper personali, membership in club esclusivi);
- **retail di lusso:** concept store, *mall* di lusso (es. Dubai Mall), department store (ad esempio l'Excelsior Milano, la Galerie La Fayette a Parigi o il riposizionamento di storici magazzini come la Rinascente Milano);
- **edilizia e *hospitality* di lusso:** bar, ristoranti, hotel, appartamenti, uffici, etc.

Proprio a riguardo dell'ultimo punto in elenco, è interessante notare come i brand storici del lusso stiano pesantemente entrando nel segmento degli hotel di lusso, sfruttando in maniera positiva le sinergie derivanti dal prestigio dei propri marchi. Tali operazioni possono essere letti, oltre in chiave strategica e sinergica, come ricerca di nuovi clienti, spazi di mercato, consolidamento del proprio prestigio o offerta alla clientela di un'esperienza di lusso completa in modo da aumentare e consolidare la relazione con il brand ⁵⁰.

⁵⁰ Brand come Versace, Armani, Bulgari e Ferragamo sono entrati o stanno entrando in questo nuovo business. Non tutte le strategie d'ingresso però vengano realizzate mediante *brand stretching*. Versace ad esempio ha usato il proprio nome per il resort aperto in Australia (Palazzo Versace) e Bulgari, sulla stessa linea, ha chiamato il suo albergo milanese Bulgari Hotel, aperto in partnership con Marriott nel 2003. In maniera differente ad essi, i quattro hotel del gruppo Ferragamo aperti a Firenze, i quali appartengono alla società Lungarno Hotels.

4.4 Il lusso tra esclusività ed accessibilità

Nel corso del capitolo abbiamo avuto modo di ribadire un concetto fondamentale del lusso oggi: la dicotomia tra esclusività e accessibilità; il concetto è stato chiarito, studiando prima il fenomeno del lusso che si polarizza verso l'extra lusso o diventa accessibile e poi quello opposto, e più problematico, del mercato di massa che si nobilita divenendo *masstige*. In quest'ottica è stato possibile constatare come sia in atto un processo di contaminazione tra le logiche *timeless* tradizionalmente attribuite al lusso (prodotti eterni) e le logiche *fashion* (ciclo di vita del prodotto rapido e dinamico), spesso coesistenti nello stesso brand, alla ricerca di equilibrio dell'altra dicotomia, fermamente presente nel settore ai giorni nostri: dinamismo e permanenza.

Dato questo contesto, le autrici Corbellini e Saviolo (2007) si chiedono se tutto allora può essere considerato – o può diventare – lusso. Chiaramente, in linea con l'opinione delle autrici e da quanto emerge dall'orientamento del lavoro, la risposta non può che essere negativa. Come già sostenuto in precedenza, il lusso dovrebbe rappresentare il risultato tra un contenuto ad elevata gratificazione – che è comunque legato ad un prodotto superiore e non soltanto all'immagine – e il desiderio di quell'oggetto, indipendentemente dal prezzo. A questa combinazione deve seguire un terzo elemento: perché il brand possa proporre un'offerta più o meno accessibile, il tipo di posizionamento che il cliente associa al brand deve essere comunque selettivo e rimanere inaccessibile ai più. L'assenza di quest'ultimo elemento genera nel tempo una perdita di rilevanza del brand perché il presupposto del successo della “massificazione o accessibilità” sono l'aspirazionalità e il desiderio che nasce dalla proposta da cui si è esclusi (Corbellini, Saviolo, 2007).

Una volta che l'offerta si amplia, il vero lusso diventa sempre più inaccessibile: abiti di haute couture, aerei privati, yacht, viaggi particolari, vendite su appuntamento e servizi appositamente costruiti su misura. Mentre la componente allargata dell'offerta è fatta di prodotti, quella esclusiva si identifica con uno stile di vita. Mentre la parte accessibile dei marchi di lusso vive di comunicazione, quella esclusiva è talmente inaccessibile da disconoscere l'esistenza ai più. I brand che rappresentano il lusso – e vogliono continuare a rappresentarlo – devono puntare sempre verso l'alto: il lusso se non viene reso esclusivo, cessa di esistere.

4.5 Lusso e innovazione

I brand del lusso sono delle entità culturali. I grandi marchi, infatti, fanno cultura, la trasmettono ed interpretano la cultura e i cambiamenti contemporanei. In un mondo dominato dalle percezioni visive e dai sistemi di valori, dei quali i marchi sono una rappresentazione, i brand hanno bisogno di essere alimentati di nuove forme di significati per non perdere la propria rilevanza; proprio in questo, il lusso tende a fondersi con il concetto di moda.

Tutto questo avviene nel linguaggio dei media, nella rete del retail dove i prodotti iconici dei marchi si mescolano alla riedizione dell'ultima stagione, all'articolo di tendenza che deve arrivare in un preciso momento, pena l'impossibilità di vendita in un secondo momento.

Quello che a questo punto occorre chiedersi è se, oggi, conviene definire in maniera rigida cosa sia il lusso e cosa la moda. Corbellini e Saviolo (2007) rispondono a tale quesito in maniera negativa. Pertanto, è rilevante analizzare la multidimensionalità del concetto di tempo nel consumo dei prodotti di lusso, in quanto ad esso è legata la dicotomia tra permanenza come immutabilità dei codici del brand e moda come continua e dinamica trasformazione degli stessi.

La prima osservazione è che nel lusso tradizionale i prodotti duravano nel tempo (non erano quindi soggetti ai cicli dinamici della moda) e avevano bisogno di tempo per l'affermazione e per la costruzione della relazione con i clienti. Il lusso così concepito è rappresentato da brand come Hermès o Cartier, e rappresenta una serie di segni che permettono di oltrepassare il presente verso l'eternità, creando una sorta di immortalità nel prodotto. Attualmente è in atto una dilatazione del presente. Quindi esiste il lusso come piacere, eccesso, superfluo di chi ha tutto e concepisce i prodotti di lusso come prodotti di moda. Sono soprattutto le fasce di consumatori più giovani che chiedono ai brand di reinventarsi e di rendere contemporanea la propria storia (Corbellini e Saviolo, 2007).

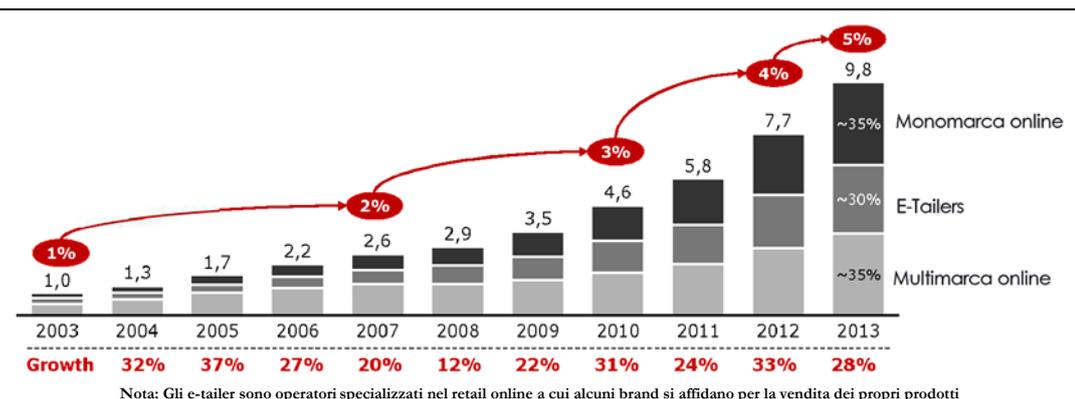
Quindi i marchi del lusso devono rispondere a entrambe le esigenze: alla proiezione del presente nel futuro creando dei prodotti iconici fortemente riconoscibili e associati al loro codice; all'eternalizzazione del presente sfidando i codici con una radicale creatività, al di là di ogni aspettativa.

In tema di innovazione, è significativo citare un'analisi condotta dal *JB Luxury Brands Fund*⁵¹.

In linea con quanto definito dalla letteratura (Corbellini e Saviolo, 2007), i gestori del fondo sottolineano la necessità dei brand di possedere una forte eredità storica, ma al tempo stesso devono rinnovarsi continuamente per rimanere sulla cresta dell'onda e guadagnare quote di mercato o brand reputation. Per tradizione, i brand di lusso non sono considerati storicamente come leader nel campo tecnologico, tuttavia l'e-commerce ha modificato lo scenario competitivo della vendita, della distribuzione e della comunicazione del brand.

Secondo uno studio di Bain & Company, negli ultimi dieci anni, il settore del lusso online è cresciuto dieci volte con brand che entrano in maniera decisa all'interno dello spazio online (**Grafico 4.3**).

Grafico 4.3 Trend del mercato online dei prodotti di lusso (dati in miliardi \$)

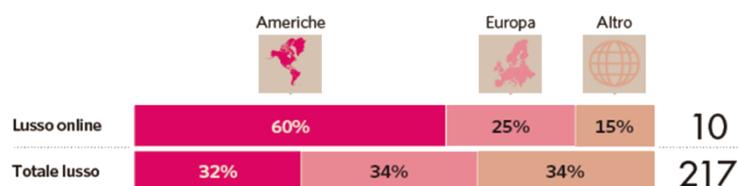


Fonte: Fondazione Altagamma/Bain & Company

Le aziende statunitensi gestiscono oltre la metà delle vendite complessive online del lusso, beneficiando della crescita a due cifre dell'e-commerce e dal forte traffico derivante dai canali mobili (**Grafico 4.4**).

⁵¹ Scilla Huang Sun e Andrea Gerst (gestori del fondo JB Luxury Brands). I marchi del lusso di successo sono leader nell'innovazione. Trend Online. 5 dicembre 2013.

Grafico 4.4 Mercato del lusso: online vs tradizionale (in termini geografici)



Fonte: Sole 24 ore/Fondazione Altagamma/Bain & Company

Nonostante questa tendenza di forte crescita, numerosi brand non hanno ancora progettato l'ingresso nella vendita online, perdendo così un'ampia opportunità. I marchi leader del lusso stanno investendo in strategie di *retailing* multicanale. Così facendo, essi tentano di trarre il massimo vantaggio dall'aumento dei consumatori esperti del mondo dei social media e del mondo digitale alla ricerca di convenienza ed efficienza per la loro esperienza nel mondo del lusso. Questo processo ha consentito alle aziende di allineare la propria offerta nelle varie regioni geografiche e, contestualmente, di far crescere la disponibilità, l'accessibilità e la presenza del marchio, grazie a sviluppi su larga scala nelle piattaforme e-commerce.

Oltre a investire sulla presenza online e sui prodotti, le aziende prestano notevole attenzione alla produzione e ai negozi fisici per garantire un successo duraturo. Gli investimenti nei negozi comprendono sia l'apertura di nuovi punti vendita nei mercati emergenti sia il rinnovamento di quelli esistenti in Europa e negli Stati Uniti. È soltanto in questo modo che le aziende sono in grado di garantire una *customer experience* moderna e coerente ovunque.

4.6 Il lusso dalla grande crisi a oggi

La crisi economica ha attraversato una buona parte dell'intera economia globale in maniera trasversale. In questo panorama va inserito anche il settore del lusso: sebbene sia opinione comune affermare che il lusso non ha vissuto crisi, in quanto il mondo odierno è stato assoggettato da una forte polarizzazione economica degli individui, i dati empirici dimostrano il contrario.

A tal riguardo, i dati di Confindustria⁵² mostrano le evidenze empiriche e le analisi in periodo di piena crisi (2007-2008) avvenute all'interno del settore del lusso, limitatamente al *Made in Italy*.

La fascia di mercato del lusso accessibile è stata la parte più esposta al calo di domanda che ha attraversato i consumi; la stessa fascia costituisce una porzione significativa dei tre principali segmenti del lusso, che saranno oggetto di trattazione del paragrafo successivo: abbigliamento, calzature ed arredamento.

Il lusso accessibile nei tre segmenti evidenziati costituisce la parte di produzione realizzata con materiali, manifattura e design di qualità. I dati riferiti all'anno 2007 (quindi in fase pre-crisi) sono evidenziati nella tabella sottostante (**Tabella 4.4**).

Prima dell'aggravarsi della crisi internazionale, il fatturato totale del lusso accessibile in Italia arrivava dunque a circa 33 miliardi di euro. Vi è però un limite che va considerato nell'analisi di questi dati; essi, infatti, non tengono però conto del fatto che l'orizzonte in cui estendere il concetto di lusso è particolarmente più elevato e può abbracciare altri settori, come ad esempio l'alimentare.

Tabella 4.4 **Quanto vale il lusso accessibile in Italia**
(Dati in Milioni di €; Anno 2007)

	Fatturato	%
Tessile e abbigliamento		
<i>Affordable luxury</i>	21.474	40,0
Totale settore	53.686	100,0
Calzature		
<i>Affordable luxury</i>	2.360	31,6
Totale settore	7.470	100,0
Arredamento		
<i>Affordable luxury</i>	9.344	39,4
Totale settore	23.693	100,0
<i>Affordable luxury</i> nei 3 settori	33.178	39,2

Fonte: Elaborazioni CSC su dati ISTAT, SMI, ANCI, Federlegno-Arredo.

⁵² Centro Studi Confindustria, Scenari economici n.4, Dicembre 2008, pp.21-22

Il lusso accessibile è particolarmente esposto al calo della domanda, causato in prima battuta dalla crisi finanziaria. Gli acquirenti di questa forma di lusso si identificano nelle famiglie con reddito medio-alto nei paesi avanzati. Infatti, nei primi nove mesi del 2008 la perdita registrata è stata pari a 2.5 miliardi di euro per l'insieme dei tre segmenti citati. In riferimento ai dati del 2007, spazio temporale che precede la crisi, tutti e tre i segmenti erano in forte crescita. Il peggioramento del 2008 è stato molto netto e va analizzato in diretta relazione con lo scoppio dapprima della crisi finanziaria prima e successivamente della crisi dell'economia reale. Chiaramente l'evoluzione della crisi ha colpito il settore e i suoi segmenti in maniera globale, anche nei mercati dei paesi emergenti, che si figuravano come i più promettenti per il lusso accessibile grazie alla crescente quota di individui appartenenti al ceto medio-alto. Nella nostra economia, questa perdita ha penalizzato una fetta rilevante di prodotto italiano. Se infatti si pone un confronto tra i dati del lusso accessibile (sempre limitatamente ai tre segmenti) con i dati dell'economia reale del *Made in Italy*, è possibile evidenziare che la perdita di questa parte di mercato è pari all'1% del PIL. Allo stesso tempo, è possibile comunque constatare che questi segmenti del lusso, i quali compongono una forma accessibile, costituiscono una parte significativa dell'economia del nostro paese, come mostrato dai dati a supporto (**Tabella 4.5**).

Tabella 4.5 Il peso del lusso accessibile nel *Made in Italy*
(Valore aggiunto, quote % sul totale economia, Anno 2007*)

	Germania	Spagna	Francia	Italia	Regno Unito
Tessile e abbigliamento	0,4	0,6	0,4	1,4	0,3
Prodotti in cuoio e pelle	0,0	0,2	0,1	0,5	0,0
Mobili**	0,4	0,5	0,3	0,6	0,4
Totale 3 settori	0,8	1,3	0,7	2,5	0,8
Manifatturiero	23,2	16,0	12,2	18,4	13,6
3 settori su manifatt.	3,4	7,8	6,1	13,4	5,5

* Germania e Spagna 2006, Regno Unito 2005.

** Include gli strumenti musicali.

Fonte: Elaborazioni CSC su dati Eurostat, ISTAT

In quest'ottica di crisi, anche le aziende italiane di gioielli e orologi crescono molto lentamente. Inoltre, il divario tra i grandi gruppi e le aziende di piccole e medie dimensioni tende a divenire sempre più ampio, con un mercato che si divide in

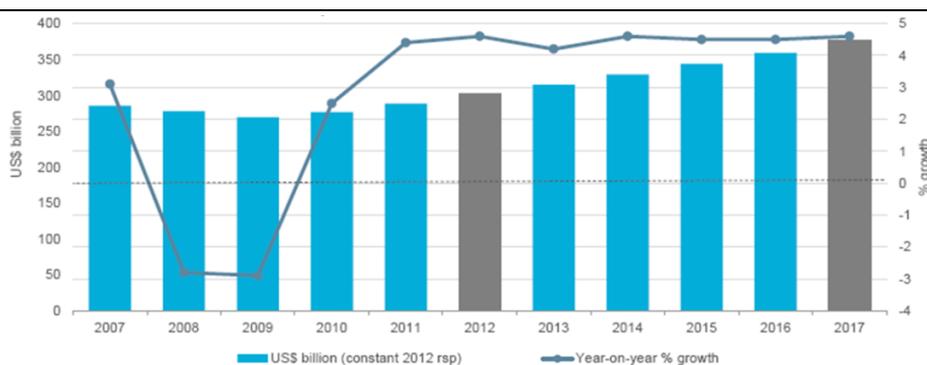
categorie diverse in base alla capacità di investimento delle imprese⁵³. A svilupparsi, specialmente all'estero, sono stati per lo più i grandi brand italiani, i quali hanno avuto la possibilità di sopportare maggiori oneri dovuti alla necessità di nuovi investimenti per aprire nuovi sentieri verso i mercati in crescita. Per le tantissime piccole e medie imprese del settore, l'attività è risultata sempre a basso rendimento per il triennio 2005-2008 (Dati Pambianco).

Il panorama quantitativo focalizzato solo sul caso dell'Italia apre le porte ad una valutazione del trend dell'intero contesto globale del settore (indipendentemente dai segmenti e dalle tipologie di lusso) e permette di tracciare le dinamiche future.

Il ragionamento sul peggioramento dei dati economici e finanziari già condotto per il lusso accessibile in Italia può essere benissimo traslato alla globalità del settore. Infatti, il lusso globale ha subito una decrescita maggiore negli anni di piena crisi, ovvero 2008-2009; va comunque constatato che la situazione economica globale di decrescita e perdita non è proporzionale a quanto subito dall'Italia, dato che la maggior parte delle aziende che compongono il settore hanno origine e tradizione proprio nel nostro paese e costituiscono una buona percentuale del manifatturiero in Italia.

Il grafico sottostante (**Grafico 4.5**) mostra per l'appunto la situazione globale del mercato del lusso, inteso nella sua interezza, con riferimento agli anni della crisi (2008-2009) e agli anni di stima futura nell'arco del decennio 2007-2017.

Grafico 4.5 Valore globale del settore del lusso e % di crescita (Anni 2007-2017)



Fonte: Euromonitor (2013)

⁵³ In Italia la crescita rallenta, 4 novembre 2008, *Pambianco News*

Nonostante le persistenti turbolenze economiche, le difficoltà presenti nella zona euro e la continua instabilità politica in alcuni dei mercati chiave emergenti, il mercato globale dei beni di lusso è testimone di un'altra solida crescita a partire dal 2012. Questa situazione di ripresa economica è avvenuta principalmente grazie al contributo delle economie emergenti, le hanno spinto ulteriormente le vendite globali dei prodotti di lusso sino ad una quota che ha superato i 300 miliardi di dollari nel 2012 (con una crescita del valore reale di circa il 5% rispetto al 2011). Infatti, il trend positivo dei dati è dovuto principalmente alla crescita della domanda di beni di lusso e degli individui appartenenti alla classe medio-alta dei paesi BRIC.

Dato che la crisi economica ha avuto un impatto a livello mondiale, portando ad una nuova era di austerità nei mercati sviluppati, una serie di brand ha spostato il posizionamento dei propri marchi verso l'alto (*trading up*) per promuovere un'immagine molto più esclusiva, mentre altri si sono mossi verso il basso (*trading down*) per trarre beneficio nel lusso accessibile.

Quindi la tendenza che ha caratterizzato il settore, nel periodo dopo la crisi sino ai giorni nostri, è caratterizzata da un forte investimento in brand secondari e i marchi diffusi sono stati utilizzati come mezzo per guidare la domanda in contesti di consumo poco favorevoli, in particolare l'Europa occidentale, il Nord America e il Giappone. Il motivo di questa scelta, infatti, risiede nella concezione che i consumatori potessero spendere meno e allo stesso tempo godere del prestigio del loro acquisto.

A tal proposito, molti brand di lusso e retailer hanno risposto in maniera positiva alla crescente domanda di lusso accessibile. Ad esempio, i brand americani Michael Kors e Coach sono stati tra i principali marchi di lusso che hanno soddisfatto con successo questa domanda (Corbellini e Saviolo, 2009).

La tendenza registrata nel 2012, ultimo anno di dati disponibile, mostra un risultato particolarmente elevato nelle categorie di lusso assoluto ed extra-lusso. Ad esempio, la maison francese di moda Hermès, che probabilmente rappresenta uno dei picchi di espressione del lusso, ha avuto un anno particolarmente forte, in contrasto con le vendite registrate dai leader del lusso come Gucci, Louis Vuitton, Richemont e Tiffany & Co.

I dati evidenziati sono utili per fornire un contesto di base economica del settore del lusso e per comprendere le dinamiche future che stanno attraversato l'intero settore e

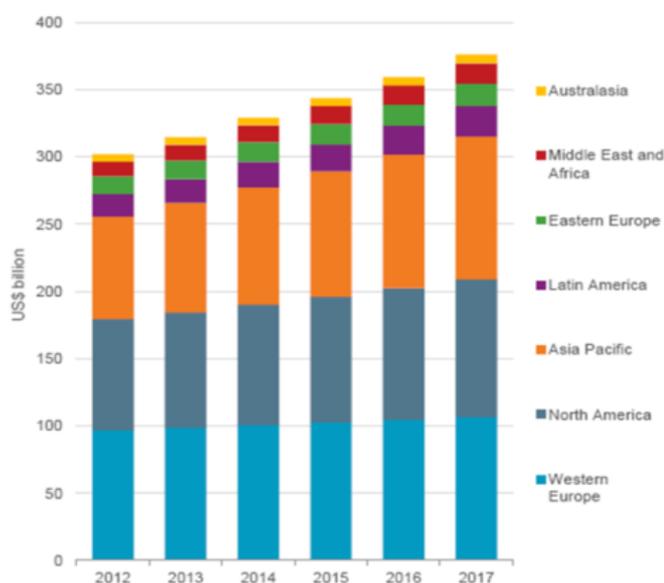
che, con molta probabilità, lo accompagneranno nei prossimi decenni. A tal proposito, le leve su cui agire nel futuro del settore sono riassumibili come segue:

- **Retail innovation:** esso rappresenta uno dei temi chiave degli ultimi anni; l'obiettivo dell'innovazione del retail è quello di rivitalizzare il prestigio dell'appeal dei brand di lusso.
- **Pop-up stores e Flash sales:** inizialmente visto nel segmento fast-fashion, il concetto popup si sta espandendo nella maggior parte delle categorie di consumatori chiave, tra cui beni di lusso. Mentre lo scopo originario era quello di creare passaparola sui marchi di lusso o linee di prodotti, i nuovi sviluppi stanno cercando di fondere il concetto di pop-up all'interno dei grandi magazzini e degli store di fascia alta.
- **Espansione della rete retail:** probabilmente rappresenta uno dei nodi cruciali delle scelte strategiche di un brand. Infatti, i marchi di lusso sono diventati sempre più consapevoli dell'importanza e dei benefici generati dall'espansione del retail, ma questa scelta deve essere bilanciata dal possibile indebolimento del valore del prestigio, in quanto limita la desiderabilità e l'esclusività che aumentano il valore dei beni del lusso.
- **Clientela straniera:** gran parte della crescita nei mercati sviluppati sarà guidata da consumatori cinesi e russi, i quali sono frequenti visitatori delle boutique di lusso, le quali vengono considerate sempre più delle destinazioni immancabili nei loro percorsi turistici. I prezzi per i beni di lusso in Cina e Russia sono maggiori del 30-50% rispetto a quelli praticati in Europa o ad Hong Kong; tale aumento è dovuto ad un elevato livello di imposta sui consumi.
- **Vendite online:** i brand di lusso hanno iniziato ad affrontare, sin dagli anni passati, le molteplici lanciate dall'e-commerce. In passato la tecnologia digitale è stata un mezzo importante per attirare una base di consumatori più o meno ampia; invece lo sviluppo delle vendite tramite canale digitale aumenta il rischio di cannibalizzare le vendite fisiche negli store, incoraggiando l'attività di sconto e alimentare le contraffazioni online.

Le precedenti leve forniscono un contributo di tipo qualitativo sulle dinamiche future in atto nel settore. È chiaro che tali elementi vanno integrate con informazioni di carattere quantitativo, come i trend futuri economici che attraverserà il settore nei prossimi anni⁵⁴.

Infatti, come mostrato dal **Grafico 4.6**, il mercato globale dei beni di lusso si prospetta di ampliare tra il 2012 e il 2017 con un CAGR del 5% in termini di valore, raggiungendo 376 miliardi di dollari nel 2017.

Grafico 4.6 Previsione vendite beni di lusso (Anni 2012-2017)



Fonte: Euromonitor (2013)

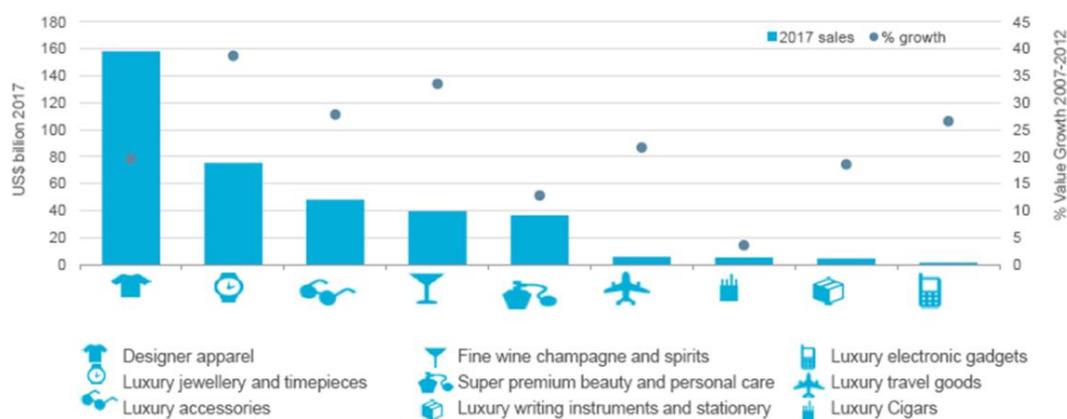
Mentre in buona parte delle nazioni ci si aspetta una crescita positiva, le vendite in Giappone, Paesi Bassi, Italia e UK continueranno a decrescere a causa della crisi, mentre il dato dell'Europa Occidentale si attesta ad una crescita del 2% nel periodo di analisi. Invece, la forte domanda di beni di lusso in India, Cina, Malesia e Indonesia presuppone che l'Asia-Pacific continuerà a guidare la crescita registrando un forte CAGR del 7% nei prossimi anni sino al 2017. Questa traiettoria dimostra che l'Asia-Pacific probabilmente raggiungerà il livello di vendite dell'Europa occidentale, con valori pari al 28% delle vendite totali di lusso entro il 2017.

Oltre ai trend economici e geografici, l'analisi delle dinamiche future richiede infine un focus sugli scenari delle diverse categorie che compongono il lusso.

⁵⁴ Luxury Goods: Global trends and prospects, Maggio 2013, Euromonitor

A tal proposito, si prevede che l'abbigliamento (*Ready-To-Wear* e *Haute Couture*) rimanga la più grande categoria del lusso globale, pari al 42% del totale delle vendite di lusso nel 2017. La gioielleria e l'orologeria seguiranno lo stesso andamento che caratterizzerà l'abbigliamento, destinati a crescere di oltre il 38% tra il 2012 e il 2017, per raggiungere un valore di 76 miliardi di dollari, costituendo il 20% della spesa globale del lusso. (**Grafico 4.7**).

Grafico 4.7 Beni di lusso: previsione vendite e crescita per categoria di prodotto (Anni 2012-2017)



Fonte: Euromonitor (2013)

Il segmento *Champagne e alcolici* giocherà un differente ruolo nella selezione dei beni di lusso entro il 2017: in Francia e in Brasile è destinato a superare addirittura il segmento accessori, attestandosi, rispettivamente, alla seconda e la terza categoria. Negli Stati Uniti, esso prevede di superare anche il segmento *Beauty and Care*. Invece, i sigari di lusso sono destinati a scendere di quota in India e in Francia, a favore del Beauty e degli oggetti di elettronica (**Figura 4.8**).

Figura 4.8 Segmenti di lusso per Ranking: mercati chiave nel 2017



Fonte: Euromonitor (2013)

In linea generale, è possibile riassumere i trend futuri del settore come segue:

- **Nuovi mercati geografici:** i mercati emergenti costituiranno il futuro potenziale del consumo di lusso. Questo è sottolineato dalle aspettative che la Cina diventerà il secondo mercato del lusso entro il 2017. Comunque, i brand non devono compiacersi del potenziale di crescita dei paesi BRIC, ma devono comunque mantenere un equilibrio tra i paesi sviluppati, gli emergenti e i possibili mercati che costituiscono le nuove frontiere del lusso.
- **La sfida ad essere un vero marchio di lusso:** mentre il "lusso accessibile" avrà ancora il suo posto, il segmento lusso assoluto diverrà tanto più importante ed ampio al crescere dei consumatori che diventano sempre più sofisticati e discriminanti, spingendo i brand verso l'alto per apparire più esclusivo.
- **Retail innovation:** i tempi in cui un brand di lusso era una garanzia di successo sono ormai divenuti remoti.

Mentre i consumatori diventano sempre più esigenti, i brand di lusso devono mostrarsi sempre ad un passo avanti, attraverso la fusione del concetto di retail fisico con la tecnologia digitale, l'implementazione di negozi pop-up e flash-sales o con la creazione di super-negozi di lusso.

- **Il lusso non si ferma:** il mondo del lusso è ancora molto giovane, in continua evoluzione all'interno dei mercati emergenti e sarà protagonista di una crescita significativa nel breve e medio termine. I principali cambiamenti riguarderanno, con alta probabilità, le preferenze dei consumatori e la loro raffinatezza. Pertanto, i marchi di lusso dovranno essere preparati a questa tendenza per poter competere con successo.

CAPITOLO 5

“Il lusso è una necessità che inizia quando la necessità finisce.”

Coco Chanel

5. Il segmento dell'alta moda e le caratteristiche principali

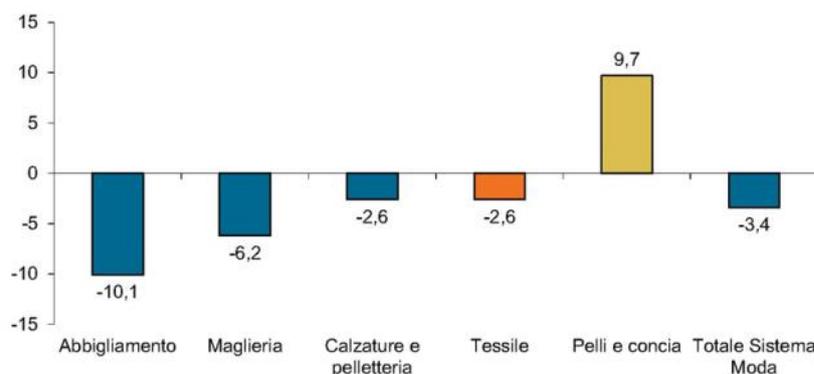
5.1 Introduzione: il sistema moda in Italia

Il sistema moda *Made in Italy* (comprendente calzature, pelletteria, tessile e abbigliamento) costituisce da sempre uno dei fiori all'occhiello della nazione come mostra il posizionamento e la reputazione di cui gode a livello internazionale.

Di certo la competitività e il prestigio del settore moda non possono realizzarsi tramite prodotti di fascia prezzo medio-bassa, in quanto in quel contesto competitivo i concorrenti asiatici prevarrebbero grazie ai costi di produzione e di lavoro molto bassi rispetto agli standard italiani.

Nonostante questa premessa positiva, il segmento della moda sta vivendo una flessione. Infatti, nella parte del 2013, le imprese della moda hanno registrato un calo del loro fatturato globale (-3,4% in base a dati Intesa Sanpaolo, presenti nel **Grafico 5.1**), fatta eccezione per la parte della pelletteria e concia che ha registrato una crescita positiva.

Grafico 5.1 Fatturato totale del Sistema Moda (Gennaio-agosto 2013, variazione %)



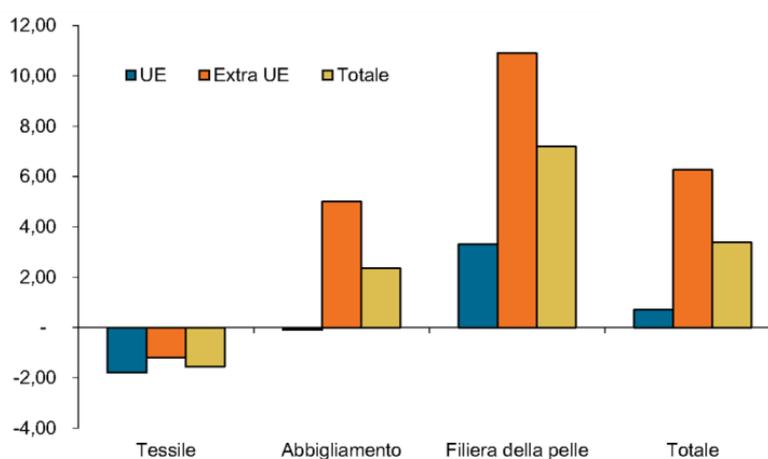
Fonte: Intesa Sanpaolo da ISTAT

La performance complessiva del sistema moda è rimasta debole a causa della bassa domanda interna dei consumatori in Italia. L'impatto dell'instabilità della nostra economia ha portato ai consumatori a ridurre la loro spesa e a orientare altrove i propri consumi.

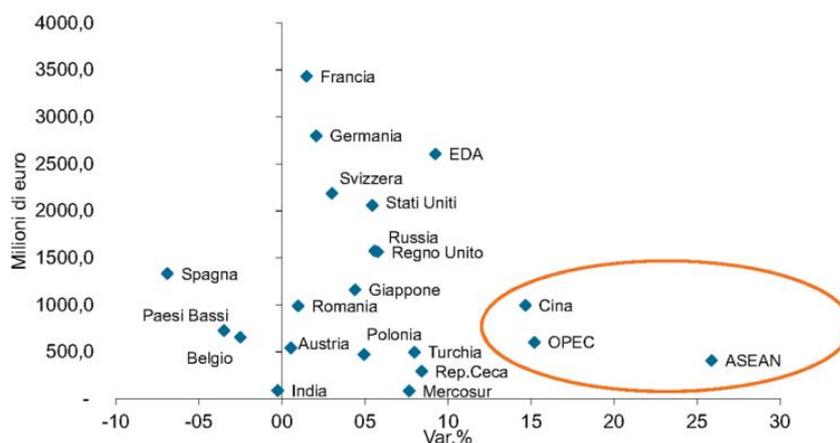
In controtendenza è invece il fronte estero, in cui i trends evidenziati sono in positivo e le imprese italiane ottengono una crescita, grazie principalmente all'aumento delle esportazioni di pelle e di prodotti di pelle e di abbigliamento, mentre il tessile, di contro, registra trend negativi (**Grafico 5.2 a**).

Grafico 5.2 Evoluzione delle esportazioni del Sistema Moda (Gennaio-Agosto 2013, variazione %)

a.



b.



Fonte: Intesa Sanpaolo da ISTAT

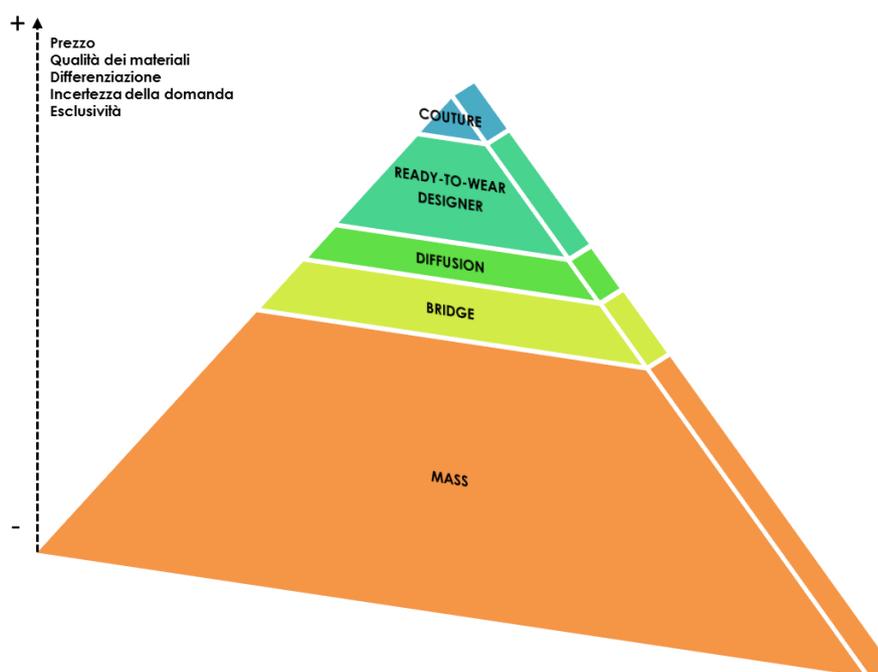
I risultati positivi nei mercati esteri provengono per lo più da paesi extra europei, i quali compongono quasi la metà del fatturato registrato dal sistema moda (dati Intesa Sanpaolo-Pambianco). Come mostrato dal precedente grafico (**Grafico 5.2 b**) le

maggiori variazioni percentuali di crescita sono avvenute nei paesi ASEAN(Sud Est Asiatico), OPEC (principalmente Emirati Arabi e Qatar) e Cina.

5.2 Tipologie e segmentazione del mercato

Il mondo della moda è un sistema altamente frammentato in sottocategorie, infatti al suo interno è possibile scorgere differenti categorie, che hanno caratteristiche diverse in termini di prezzo, qualità dei materiali, differenziazione dei prodotti, incertezza della domanda, prestigio ed esclusività dell'immagine. Esistono differenti criteri di segmentazioni per definire l'intero sistema del fashion, ad esempio l'utilizzatore finale e le occasioni d'uso, i clienti (intermediari o finali), ma il criterio che utilizzeremo in questo caso sarà quello del prezzo (**Figura 5.1**), in quanto fornisce un immediato contributo di ciò che può essere definito Alta Moda all'interno del settore.

Figura 5.1 Segmentazione per prezzo (Caso Abbigliamento da donna)



Fonte: Elaborazione personale da Corbellini, Saviolo (2007)

Il prezzo, che solitamente è il criterio più comune per segmentare la domanda in ogni settore, si presta positivamente come strumento di segmentazione anche per la moda. Nel mondo del *fashion*, possono essere individuati cinque tipologie di prezzo. In questa segmentazione *couture*, *ready-to-wear (RTW)*, *diffusion*, *bridge* e *mass*. Questa segmentazione viene solitamente effettuata per l'abbigliamento da donna, che

rappresenta una fetta maggiore del mercato. Il mercato maschile segue la stessa logica, sebbene sia possibile dividerlo ulteriormente al suo interno ed individuare altri segmenti. Questo tipo di segmentazione non si ferma soltanto a definire le differenze dei consumatori in termini di prezzo, ma permette di cogliere eventuali sfumature dei differenti business model e le relative chiavi del successo. Il passaggio verso i segmenti più alti della gamma, infatti, permette di esprimere i fattori critici di successo che le aziende devono valutare quando definiscono la loro *brand promise*: in questo senso, divengono sempre più importanti elementi quali la creatività stilistica, l'innovazione del prodotto e la desiderabilità, a dispetto di altri elementi, quali il prezzo alto, i volumi di produzione e l'efficienza della supply chain.

In linea generale, i segmenti del sistema moda, evidenziati utilizzando una segmentazione basata sul prezzo, sono i seguenti:

- **Couture**, originalmente è nata a Parigi nella metà del diciannovesimo secolo come abbigliamento “Made to Measure”. Nella moderna Francia, *haute couture* è un nome protetto e utilizzabile solo da alcune imprese selezionate che garantiscono elevati standard in termini di prodotti e di *brand strategies*. Il prezzo finale non è paragonabile a nessun altro prezzo di mercato, poiché viene data maggiore importanza all'artigianalità rispetto al business e ogni abito è considerato un vero e proprio autentico pezzo di arte. Ai giorni d'oggi, la *Couture* è meno importante rispetto al passato. Tuttavia, essa produce tuttora abiti *Made to Measure* per una clientela selettiva e internazionale. Il modello imprenditoriale si è mosso dalla “*couture maison*” centrata sulla figura dello stilista-fondatore a imprese multi business che competono nella fascia alta del mercato. Queste imprese considerano la *couture* come un laboratorio creativo e un mezzo di comunicazione per il più ampio e profittevole business dei profumi e degli accessori. Inoltre, come osserva la giornalista del settore Suzie Menke⁵⁵, la maggiore minaccia per la *couture* è rappresentata non dalla competitività di prezzo delle catene di fast fashion, ma quanto più dal tempo. Ad esempio, la nuova generazione di donne, sempre più attente ed esigenti al tempo, non vorrà aspettare sei settimane per avere in suo possesso un abito.

Se la *couture* da un lato ha perso l'attrazione e il fascino che l'ha sempre contraddistinta, il *Ready to Wear*, dall'altro lato, si è riposizionato su un segmento con

⁵⁵ Suzie Menkes: *Is fast fashion going out of fashion?*, 21 Settembre 2008, *The New York Times*.

prezzo più alto e con una maggiore creatività rispetto al passato, tanto che la stampa è solita definire questa tendenza come *demi couture*.

- **Ready-to-wear (RTW)**, chiamata anche *prêt-à-porter* è un segmento il cui prezzo di mercato è più alto di 3-5 volte rispetto la media di mercato. Il business del RTW prende le origini dall'Italia negli anni Settanta come risultato delle frequenti partnership tra stilisti e imprese manifatturiere. La caratteristica distintiva di questo segmento è la presenza di uno stilista (o spesso anche soltanto un direttore creativo) che gestisce le creazioni, sviluppa le collezioni e controlla le strategie di comunicazione. Le collezioni RTW sono venduti ad un prezzo maggiore e offrono un prodotto con un forte contributo creativo secondo i canoni definiti dallo stilista. Chiaramente si tratta di un business stagionale, quindi durante un anno sono previste due collezioni principali (Autumn/Winter e Spring/Summer), pre-collezioni, resort collection e flash collections.

Il segmento è divenuto sempre più globale in termini di concorrenti, canali distributivi e target; come vedremo nei paragrafi successivi, i punti chiave per competere con successo all'interno di questo segmento sono la reputazione dello stilista (che è frutto di un mix di creatività), immagine, l'opinione pubblica del brand, il marketing e le ottime relazioni con i buyers e fashion editor internazionali.

I due segmenti appena evidenziati sono quelli che comunemente vengono definiti mediante l'uso dell'appellativo Alta Moda, in quanto sono rappresentanti della fascia alta del mercato.

Data che la trattazione verte sul segmento di fascia alta del mercato, è opportuno fare una distinzione tra il segmento RTW (ma anche *couture*) e il segmento generale *luxury*. Essenzialmente, il segmento RTW riguarda solo abbigliamento "fashion", ovvero tipologie di beni stagionali fortemente legati al concetto di tempo o per l'appunto di moda. I beni di lusso, invece, sono articoli senza tempo, principalmente accessori (gioielli, orologi, penne, profumi, etc.) molto esclusivi e dalla natura unica. Solitamente nella reportistica *fashion brand* e *luxury brand* vengono usati come operanti nello stesso business. Questa concezione è dovuta al fatto che il mercato del lusso, una volta specializzato e operante in un mercato di nicchia, è divenuto sempre più trasversale in molteplici categorie di prodotto; adesso il lusso è, infatti, più globale e

maggiormente accessibile rispetto al passato, grazie alle strategie di diversificazione delle imprese operanti.

- **Diffusion** (con prezzi due o tre volte superiori la media di mercato). In questo segmento è possibile trovare le seconde (o terze) linee degli stilisti, in aggiunta ad alcune collezioni di prestigiosi marchi industriali. Solitamente essi vengono gestite tramite licenze o, se il brand riceve una grande dimensione, integrate verticalmente. Le linee diffusion sono caratterizzate dalla prevalenza del canale wholesale, ovvero caratterizzato da una distribuzione gestita non direttamente. Il segmento è quello che offre un brand a buon mercato con un giusto equilibrio tra prodotto di qualità e prezzo.

Il successo di questa linea del fashion è da ricercarsi nello stile e nella consistenza dell'immagine con la linea *RTW*. Anche queste linee hanno vissuto una forte evoluzione. Ad esempio linee come Miu Miu, Versus ed Emporio Armani sono diventate linee autonome con una forte personalizzazione e un proprio target, fatto di clienti che si identificano nello stile delle linee e non ad una mera scelta dovuta ad un prezzo minore.

- **Bridge** (con prezzi da uno e mezzo a due volte più della media del mercato). Il bridge è un segmento che trae le proprie origini dal mercato americano come iniziativa dei grandi magazzini che offrivano un prodotto inteso come ponte tra il mercato di massa e la prima/seconda linea dei principali stilisti europei. I fattori critici di successo sono la flessibilità e la rapidità di servire un mercato al tempo giusto e con lo stile giusto. L'immagine e il time-to-market sono elementi di certo più importanti della creatività.

- **Mass** (prezzi sotto la media). Quando più si scende nella piramide dei segmenti che abbiamo mostrato in precedenza, più le caratteristiche dei prodotti diventano basi e meno differenziati per lasciare spazio ai volumi.

A differenza degli altri segmenti, il mercato di massa segue più o meno gli stessi scenari competitivi dei beni di consumo.

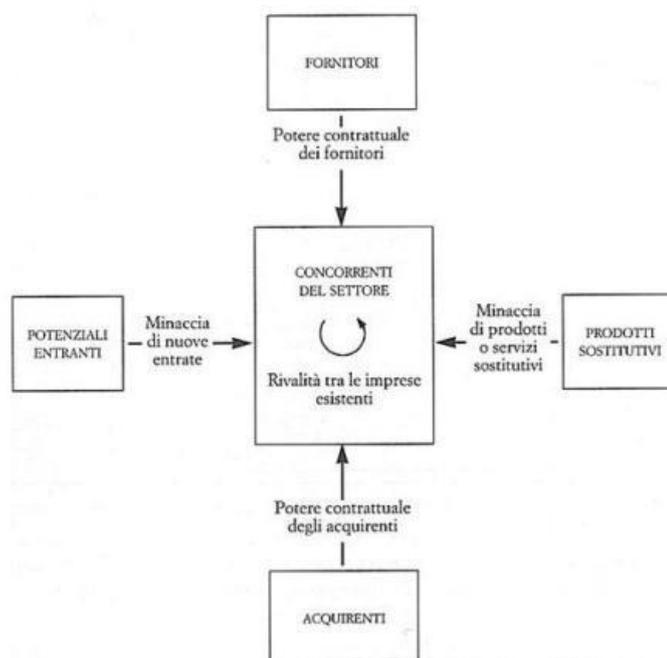
5.3 Caratteristiche di struttura: l'analisi delle cinque forze competitive di Porter

Uno strumento di grande importanza sia per la misurazione del posizionamento competitivo in un certo settore sia per la valutazione dell'attrattività di quest'ultimo, è il modello delle cinque forze competitive, teorizzato da Michael Porter, accademico ed economista statunitense.

Questo modello si propone di definire le forze (e conseguentemente di analizzarne l'importanza e l'intensità) che agiscono all'interno del panorama economico e competitivo e che, con la loro azione, hanno un impatto sulla creazione o sull'erosione della redditività a lungo termine dei settori in generale, ma soprattutto delle imprese che operano al loro interno.

In linea di massima, le forze competitive individuate da Porter sono schematizzabili nella seguente figura (**Figura 5.2**).

Figura 5.2 Modello delle cinque forze competitive di Porter



Fonte: Grant (2010) e adattamento da Porter (1980)

L'analisi di queste forze dà la possibilità alle imprese di avere un quadro preciso ed esaustivo sulla propria posizione competitiva, in modo da permettere alle stesse di

prendere decisioni strategiche adeguate, di stabilire i comportamenti da tenere e gli atteggiamenti da intraprendere nei confronti di queste forze.

Dopo questa breve introduzione di carattere teorico, il focus successivo è quello di individuare le forze che agiscono nell'industria del lusso (con particolare riferimento al segmento dell'alta moda) in modo tale da analizzare e valutare l'impatto che le stesse forze hanno sulla redditività del settore. Per fare ciò, vedremo in maniera schematica i vari attori e le leve che hanno un impatto sull'intensità di tali forze:

- **Concorrenti del settore:** uno degli elementi che caratterizza l'intero settore e con esso il segmento dell'alta moda, come già visto, è la particolarità che contraddistingue le case di moda e che impone delle sostanziali differenze tra ognuno di esse. Inoltre, il forte senso di immagine e di componente emotivo fa sì che i prodotti di alta moda, o in generale di lusso, siano immuni da logiche di prezzo, proprio perché hanno lo scopo di generare un benessere all'interno dei consumatori che vada oltre la semplicità razionalità. Proprio per questo motivo, tutto il settore e in maggior modo anche il segmento dell'alta moda sono caratterizzati da una bassa sensibilità e percezione del prezzo. Sono altresì importanti la qualità e l'immagine che il prodotto evoca.

Pertanto la rivalità tra le imprese non è molto alta e la competizione, come è possibile intuire, non si gioca sulla leva del prezzo, bensì su quella della differenziazione, il quale costituisce l'elemento portante del settore.

A dimostrazione di ciò, va ricordata anche la struttura che caratterizza l'intero settore. Infatti, il lusso e l'alta moda costituiscono un settore molto concentrato, caratterizzata dal dominio di conglomerati del lusso (ad esempio LVMH e Kering), ma allo stesso una buona parte del mercato è comunque detenuta da numerosi brand indipendenti (Prada, Valentino, Ferragamo, etc.).

In linea di massima la diversità in termini di struttura del settore è ridotta al minimo; infatti le imprese operano più o meno con gli stessi obiettivi strategici e/o le stesse strutture di costo. In teoria un comportamento di questo genere dovrebbe spingere la concorrenza ad una competizione basata esclusivamente sul prezzo, invece ciò che avviene nel settore è, in maniera del tutto anomala, il contrario, ovvero l'abbandono di una logica di costo a favore di una di pura differenziazione.

Infine anche la logica di diversità di prodotto gioca un ruolo importante nella definizione della rivalità della concorrenza all'interno del segmento e del settore. Infatti, data l'esclusività di ogni bene di lusso è difficile poter tracciare alcune omogeneità nell'offerta di prodotti. Quindi proprio per la natura del bene di lusso, come già visto, la differenza tra le diverse offerte di prodotti è pressoché ampia. Ciò spinge ancora una volta l'impresa ad un abbandono di una competizione *price-oriented*. Oltre al tipo di competizione è opportuno citare anche le elevate barriere di uscita che costringono le imprese a rimanere all'interno del settore.

Una delle barriere di uscita più importanti è quella di tipo emozionale; infatti spesso alcune aziende sono riluttanti nell'abbandono della industry per il timore di perdere una piccola base di consumatori fedeli e il giudizio della critica (basti pensare che Christian Lacroix, casa di moda attiva principalmente nella calzature di alta gamma, non è mai andata in profitto in oltre venti anni di attività).

Anche gli asset specifici costituiscono un'elevata barriera di uscita per le imprese del settore. Infatti, l'alta specializzazione di determinate attività le rende bloccate solo a quello specifico uso, impedendo un successivo o alternativo uso dell'attività.

Alla luce di quanto visto, la rivalità all'interno del settore è bassa, dato che non sono presenti fenomeni di competizioni sul prezzo atte a sottrarre quote di mercato ai concorrenti. Invece la forma di competizione è decisamente basata sulla differenziazione e lo scopo di ogni azienda di lusso o di alta moda che sia è quello di distinguersi, in termini di immagine ed esclusività, dai propri concorrenti.

- **Potenziali entranti:** la minaccia proveniente dai potenziali entranti è molto bassa. Infatti il settore (e soprattutto il segmento dell'alta moda) risulta molto protetto per una serie di motivi.

Prima di tutto per operare nel settore è necessario una solida e forte *brand loyalty*. Come ampiamente visto in precedenza, in questo contesto, l'immagine del brand e l'adeguata gestione del rapporto creato con la clientela (*Customer Relationship Management*) costituiscono un ruolo fondamentale nella definizione della fiducia dei consumatori.

Anche la presenza di forti economie di scala ha reso difficile l'accesso sia all'interno del settore sia nei suoi ramificati segmenti. In risposta a ciò, i grandi gruppi del lusso (ad esempio LVMH, Kering, Prada, Richemont), grazie alla loro dimensione, hanno

avuto la possibilità di generare forti economie di scala. Proprio il raggiungimento di queste dimensioni ha permesso di poter diversificare il portafoglio dei brand posseduti in modo da minimizzare il rischio totale, di poter compiere numerose operazioni finanziarie (es. IPO o M&A) e di godere di numerose sinergie tra i diversi segmenti o brand (come le diverse forme di *advertising* condiviso).

Sempre in quest'ottica, anche gli elevati requisiti di capitale richiesti per operare all'interno del settore possono costituire un freno all'ingresso di potenziali competitor. Gli alti requisiti di capitale sono necessari per far fronte agli elevati costi di gestione e di marketing. È possibile indicare alcuni dei principali costi, che richiedono elevati investimenti in capitale:

- **Costi della distribuzione** elevati in quanto spesso gli store monobrand sono collocati in aree piuttosto prestigiose e di conseguenza hanno alti affitti;
- **Costi del personale** alti (specie per gli artigiani);
- **Costi di promozione** alti (ad esempio le sfilate o l'ingaggio di testimonial celebri).

Infine l'ultimo punto da analizzare che aumenta la barriera d'ingresso nel settore è costituito dall'accesso esclusivo ai fornitori e alla distribuzione. Proprio per quanto riguarda i fornitori, molti brand hanno provveduto ad acquisire i fornitori per proteggere il proprio vantaggio competitivo e isolarsi da eventuali aumenti del costo delle materie prime⁵⁶.

Sul lato della distribuzione, i produttori cercano di innalzare le barriere cercando di presidiare quanto più *touchpoint* possibili.

Invece, dal lato opposto, i brand di piccole dimensioni non hanno alte barriere di distribuzione, ma ricevono la pressione dei potenti gruppi di retailer per l'accesso ai loro negozi multi-brand.

▪ **Prodotti sostitutivi:** è una delle forze che rappresenta una minaccia particolarmente intensa ed alta. Apparentemente un bene di lusso può non avere

⁵⁶ Ad esempio, LVMH ha acquisito due produttori di orologi (Léman Cadran e ArteCad SA), il produttore e calzolaio francese artigiano Delos Bottier & Cie e l'haute couture Arnys.

nessuna forma di prodotto che possa sostituirlo, proprio perché caratterizzato da una natura esclusiva. In realtà, la minaccia non proviene all'esterno del settore (nel senso che sono altre categorie di prodotto che si interpongono all'attuale offerta), ma sono alcune stesse categorie dei prodotti di lusso che si pongono come sostitutivi degli attuali.

Quello che è in atto, come abbiamo accennato nel capitolo precedente, è un trading down nel segmento dell'alta moda (e degli accessori) ovvero la tendenza a preferire i prodotti di lusso di fascia medio-bassa.

Anche la tendenza dei prodotti contraffatti provenienti principalmente dalla Cina può rivelarsi molto dannoso, perché tende a spostare verso di essi parte della domanda e allo stesso tempo danneggiare il brand in termini di fatturato e immagine⁵⁷.

In questo scenario, è stato particolarmente determinante l'avvento di internet, che ha permesso di accelerare il processo di copiatura dei trends lanciati dai brand di alta moda.

Infatti, la facile accessibilità di informazioni dei fashion brand ha permesso alle catene tipiche del fast fashion di imitare immediatamente le tendenze lanciate dalle case di alta moda (si veda la **Figura 5.3**) poco settimane dopo la sfilata, grazie ai forti vantaggi di produzione e distribuzione di cui queste catene possono godere.

Figura 5.3 Tendenze alta moda (PRADA) vs Fast Fashion (ZARA)



Fonte: Modalizer

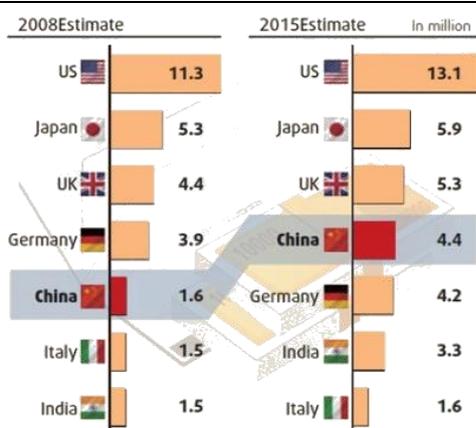
⁵⁷ Nel triennio 2008-2010, il settore Abbigliamento e accessori si è rivelato uno dei più colpiti dalla contraffazione, con un valore stimato in quasi 3 miliardi di euro. (L'inaspettato effetto «positivo» dei falsi per i brand del lusso: se esiste la contraffazione, si paga di più l'originale, *Moda24*, 12 marzo 2003)

- **Potere degli acquirenti:** il potere contrattuale degli acquirenti costituisce una minaccia di bassa intensità.

Prima di tutto va considerata la decrescita della concentrazione dei *buyers* rispetto i decenni passati. Oltre a ciò va considerata anche la crescita del numero degli acquirenti rispetto al numero di aziende presenti sul mercato (elemento che genera un maggiore potere contrattuale delle imprese rispetto i clienti); inoltre, il mercato sta divenendo sempre più popolato da nuove figure di ricchezza, provenienti principalmente da Cina e Russia (definiti per l'appunto i nuovi ricchi).

Proprio in Cina, ad esempio, si sta sviluppando un'emergente classe media di acquirenti. Pertanto è opportuno constatare, in maniera sintetica, come il numero di famiglie ricche stia aumentando in maniera vertiginosa, dato che dell'1.6 milioni di famiglie ricche in Cina, circa la metà non si attestava a tali livelli di ricchezza quattro anni fa (Dati McKinsey, **Figura 5.4**).

Figura 5.4 Numero di famiglie ricche



Fonte: McKinsey

Indipendentemente da tutto ciò, l'industria del lusso e in particolare dell'alta moda genera maggiori risultati (sia in termini di redditività che di immagine) dai clienti di alta fascia, il cui livello di spesa è aumentato di oltre il 30% dal 2009 (Dati Altagama). Spesso questi clienti sono le celebrità, *early adopter* nell'adozione dei capi e successivamente nel lancio delle direzioni dei trends. Questa fetta di clienti costituisce però una piccola parte dell'intero portafoglio clienti delle imprese (mentre

le nuove figure di ricchi che abbiamo visto in precedenza stanno aumentando sempre di più anche in termini di spesa effettuate all'interno del settore). Proprio la natura ristretta di questa fascia di consumatori, li pone davanti ad un basso potere contrattuale, in cui la definizione del prezzo non dipende dal potere esercitato nei confronti delle imprese, ma dalle imprese stesse (considerando comunque il fatto che siamo sempre in un ambiente in cui la sensibilità al prezzo è ridotta, se non tendente allo zero).

Allo stesso tempo, l'abbandono di un prodotto o brand rispetto ad un altro può generare degli elevati *switching costs*, sebbene essi non siano direttamente legati ad una sfera monetaria. Essi afferiscono principalmente ad una dimensione di carattere emotivo, per i motivi già sviluppati nel precedente capitolo.

▪ **Potere dei fornitori:** il potere contrattuale dei fornitori costituisce una minaccia di intensità medio-alta, dovuto ad una serie di fattori.

Innanzitutto le abilità dei lavoratori (altamente qualificate ed artigianali) sono piuttosto limitate e fortemente legate ad una cultura locale di difficile trasmissione. Pertanto le competenze di questo tipo sono sempre in carenza e si sta sempre affermando la situazione in cui la maggior parte degli artigiani va in pensione, ma che non vengono sostituiti dai giovani, i quali hanno sempre meno la voglia di imparare tali mestieri (basti pensare che nella Francia degli anni 20 erano attivi circa diecimila ricamatori, numero sceso ai giorni nostri alle duecento unità).

Sostanzialmente la produzione avviene presso atelier altamente specializzati tali da costituire una vera e propria arte rara, difficile da imitare.

Sebbene la tendenza principale sia quella di svolgere al proprio interno le fasi di design e produzione, si sta sviluppando sempre più l'outsourcing di alcuni componenti chiavi o materiali.⁵⁸

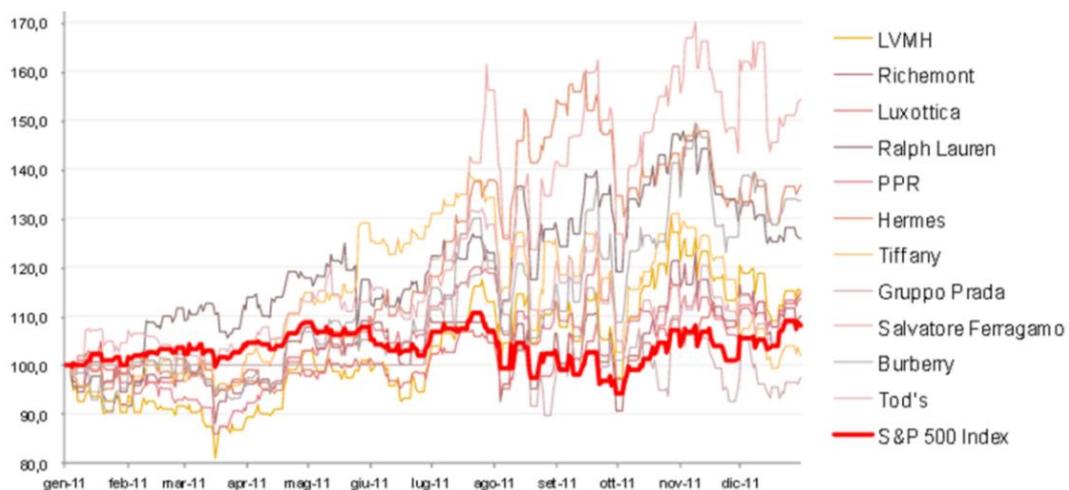
In questo settore, non è semplice passare da un fornitore ad un altro, poiché l'esperienza passata è molto importante data la natura particolare dei beni di lusso e di alta moda. Inoltre, è altamente probabile il rischio di una qualità inferiore, che si riflette sulla percezione generale del brand da parte dei clienti e che ovviamente impatta sull'immagine del marchio.

⁵⁸ Ad esempio Louis Vuitton esternalizza la produzione delle pelle con il celebre monogramma.

La minaccia di integrazione a valle dei fornitori è molto bassa, in quanto le aziende del lusso, in special modo i grande gruppi, sono più potenti e possiedono quindi un forte potere contrattuale rispetto i loro fornitori (anzi la tendenza registrata nel settore è un'azione speculare, in cui le aziende acquisiscono i propri fornitori).

Alla luce di quanto affermato, l'intensità di questi elementi impatta sull'attrattività dell'intero settore o di alcuni segmenti; in linea generale sia i margini (conseguenza di un elevato prezzo di vendita) sia le altre performance sono piuttosto alti. Sono proprio questi valori economici che fanno del lusso uno dei settori con la più alta percentuale di crescita, come mostrato dal grafico successivo (**Grafico 5.5**), il quale evidenzia la relazione dell'indice *S&P 500* (indice rappresentativo delle grandi imprese più capitalizzate degli Stati Uniti) con la capitalizzazione di mercato dei principali *top player* che operano nel comparto dell'alta moda.

Grafico 5.5 Capitalizzazione di mercato del lusso/alta moda vs S&P 500



Fonte: Pwc (2012)

5.4 I principali operatori del settore e i business models

Il segmento dell'alta moda, rispetto altri segmenti che compongono l'intero comparto del lusso, si caratterizza per un'alta concentrazione al suo interno. Va inoltre precisato che è molto difficile (se non impossibile) rilevare la presenza di imprese focalizzate solo su questo business. È altresì probabile che le stesse operino nel comparto dell'alta moda come business principale, ma allo stesso tempo sono presenti in altri business secondari e di supporto al business *core*.

In linea generale, è possibile distinguere due principali tipologie di imprese operanti in questo segmento:

1. Conglomerate del lusso

In questa categoria è possibile ascrivere una serie di aziende che costituiscono dei veri e propri poli del lusso. Ovvero sono aziende che, nel corso del tempo, hanno cercato di differenziare e ampliare il proprio portafoglio di business mediante l'acquisizione di numerosi altri marchi, cercando di posizionarsi in maniera efficace lungo una serie di business completamente attinenti tra di loro (ad esempio l'abbigliamento, gli accessori, la gioielleria, gli orologi, etc.).

Tra le principali (in termini di fatturato e importanza di brand controllati) ricordiamo:

- **LVMH (*Louis Vuitton Moët Hennessy*):** il gruppo LVMH è tutt'oggi il più grande polo del lusso. L'azienda conta quasi 77.000 dipendenti con un fatturato che supera i 29 miliardi di euro (Dati Borsa Italiana). Ciò che ha caratterizzato il profilo del gruppo è la scelta strategica di vendere i propri prodotti solo tramite la propria rete di retail (circa 2.400 negozi in giro per il mondo) o in alcuni negozi ben determinati mantenendo così il carattere elitario del marchio e di conseguenza anche un prezzo molto elevato. La holding capogruppo controlla una sessantina di società ognuna delle quali gestisce alcuni marchi, attivi in molti segmenti del lusso. Il gruppo LVMH è stato creato nel 1987 con la fusione di due società: Louis Vuitton (impresa specializzata negli accessori di moda, fondata nel 1854) e Moët Hennessy (specializzata invece nei vini e alcolici fondata nel 1971).

In questa trattativa, è entrata una terza parte, Bernard Arnault, attuale presidente e amministratore delegato. Grazie alla sua gestione, LVMH cerca continuamente di

ampliare la propria internazionalizzazione mediante il controllo di grandi marchi italiani ed americani della moda.

- **Kering:** conosciuta in precedenza come *Pinault-Printemps-Redoute (PPR)*, essa è una holding multinazionale francese fondata dall'imprenditore François Pinault. Inizialmente le attività dell'azienda fondata da Pinault erano basate sulla commercializzazione di legnami e successivamente in materiale da costruzione. Dopo la diversificazione sul retail e il lusso, oggi Kering comprende un gruppo mondiale di marchi (divisione lusso, divisione sport & Lifestyle e retail) distribuiti in 120 paesi. Le azioni della società sono quotate all'Euronext di Parigi nell'indice CAC 40, come d'altronde il suo principale competitor (LVMH).

- **Gruppo Richemont:** il gruppo è una holding finanziaria, di origine svizzera, quotata alla Borsa di Zurigo. Esso riunisce numerosi marchi del lusso con una consolidata storia e tradizione. Con un fatturato di quasi tre miliardi di euro nel 2013 e 18.800 dipendenti, il gruppo Richemont, è uno dei principali attori nel mondo del lusso. A differenza delle conglomerate descritte in precedenza, l'identità di prodotto dei brand è focalizzata soprattutto nell'alta orologeria e gioielleria. Uno dei tratti distintivi del gruppo per lo sviluppo dei vari brand sta nel concedere una certa libertà ed autonomia di gestione ai marchi, in modo tale da consentire il sentiero di crescita più in linea ai valori ed alle tradizioni del brand.

La tabella sottostante (**Tabella 5.1**) aiuterà a capire l'articolazione dei brand possedute dalle precedenti conglomerate del lusso. L'analisi che compiremo sarà focalizzata solo sul segmento dell'alta moda, in termini di abbigliamento e accessori, tralasciando le altre aree d'affari (come gioielleria, orologeria, beauty, etc.)

Tabella 5.1 Conglomerate del lusso e brand alta moda posseduti

LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy)	
▪ Christian Dior	▪ Givenchy
▪ Louis Vuitton	▪ Kenzo
▪ Fendi	▪ Marc Jacobs
▪ Céline	▪ Loro Piana
▪ Donna Karan	
▪ Emilio Pucci	
Kering-PPR	
▪ Gucci	▪ Alexander McQueen
▪ Saint Laurent	▪ Stella McCartney
▪ Brioni	▪ Balenciaga
▪ Sergio Rossi	▪ Bottega Veneta
Richemont	
▪ Chloé	

Fonte: Elaborazione personale

2. Brand indipendenti:

L'altra grande maggioranza delle aziende che operano all'interno del settore del lusso, con particolare riferimento al segmento dell'alta moda, è costituita da imprese indipendenti. Esse non hanno nessun legame con società che le controllano e hanno alle proprie spalle una lunga storia e tradizione, le quali costituiscono un elemento fondamentale per lo sviluppo e l'implementazione di ogni scelta strategica all'interno delle imprese. In linea di massima, vi sono molti brand che possono essere considerati di alta moda (in relazione alla definizione che è stata fornita nel *paragrafo 5.3.2*).

In questa classificazione, le principali imprese⁵⁹ che rappresentano la categoria, sia in termini di grandezza sia in termini di internazionalità, sono le seguenti:

- **Hermes**
- **Chanel**
- **Prada**
- **Salvatore Ferragamo**
- **Giorgio Armani**

⁵⁹ Le imprese citate corrispondono ad un criterio ben determinato, ovvero sono state considerate brand di alta moda coloro che hanno sfilato o per lo meno presentato parte delle loro collezioni nelle due principali piazze della moda europee (ovvero Milano e Parigi). Dall'elenco sono state però esclusi quei brand che in teoria possono considerarsi alta moda per il livello di artigianalità e clientela a cui si rivolgono, ma che non hanno ancora raggiunto un elevato livello internazionale, inteso come sviluppo globale del retail (ad esempio i brand N°21 di Alessandro Dell'Acqua, MSGM, Fausto Puglisi, Francesco Scognamiglio, Antonio Marras, etc.).

- Versace
- Valentino
- Dolce e Gabbana
- Tod's

Oltre a questi brand, ne esistono altri di dimensioni leggermente più piccole, ma con la stessa estensione e reputazione globale delle precedenti. Il novero delle aziende con tali caratteristiche è sintetizzato nella **Tabella 5.2**.

Tabella 5.2 Marchi di alta moda (di dimensioni medio-piccole)

<ul style="list-style-type: none"> ▪ Krizia ▪ Costume National ▪ Moschino ▪ Etro ▪ Iceberg ▪ Ermanno Scervino ▪ Roberto Cavalli ▪ Jil Sander ▪ Marni ▪ Trussardi ▪ Missoni 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Brunello Cucinelli ▪ Fratelli Rossetti ▪ Furla ▪ Santoni ▪ Jimmy Choo ▪ Vivienne Westwood ▪ Moncler ▪ Miu Miu ▪ Jean Paul Gaultier ▪ Lanvin
---	--

Fonte: Elaborazione personale

Un ulteriore elemento di analisi per la definizione delle imprese che operano nel settore del lusso e dell'alta moda è costituito dalla valutazione dei business model. Va precisato che esso costituisce uno strumento utilizzato principalmente per l'analisi di impresa piuttosto che di un settore. Nella nostra trattazione, questo strumento verrà utilizzato come meccanismo di analisi di settore in quanto costituisce un elemento omogeneo e pressoché simile per la maggiore parte delle imprese operanti nel comparto.

Infatti, il business model è uno strumento utilizzato dalle imprese per descrivere i vari aspetti del loro business, in termini di offerta di prodotti, strategie, infrastrutture, strutture organizzative, processi operativi e policies aziendali.

Nel mondo del *Fashion & Luxury* vi sono una molteplicità di business model, dato che esso è divenuto uno strumento che genera vantaggio competitivo rispetto i competitor. Esso permette, inoltre, di generare diversi modi per differenziarsi dagli altri, in termini di value proposition, segmenti di mercato, canali di distribuzione ed organizzazione delle attività della catena del valore.

Ovviamente la natura e la tipologia del business model è fortemente condizionata dall'origine del brand (a seconda che si tratti di impresa del lusso tipicamente manifatturiera, una bottega artigianale o un'attività di retail). Ma con il passare degli anni e lo sviluppo di forme di crescita (organica ed esterna), molti brand sono divenuti qualcosa di ben differente da quello che erano originariamente. Seguendo l'approccio di Corbellini e Saviolo (2009), è possibile definire il business model nell'industria del fashion e del lusso come insieme di quattro *building block*:

- 1) **La *value proposition*** di ciò che viene offerto sul mercato;
- 2) **Il segmento di clienti** a cui dirigere la propria value proposition
- 3) **La comunicazione e i canali di distribuzione** per raggiungere i clienti e offrire loro la value proposition
- 4) **Il modo in cui la catena del valore è organizzata** (ovvero il grado di integrazione verticale).

Alla luce di questo, combinando i precedenti quattro fattori è possibile definire quattro tipologie di business model presenti nel settore:

- 1) **Fashion griffe**
- 2) **Brand di lusso**
- 3) **Brand premium**
- 4) **Fast fashion**

Per coerenza di trattazione, è opportuno focalizzarsi solo sulle prime due in quanto costituiscono i casi principali appartenenti al settore (e ai segmenti) considerati.

È altresì importante notare che alcuni brand possono usare diversi business model per competere in differenti segmenti di mercato⁶⁰.

⁶⁰ Ad esempio il gruppo Armani compete tra le griffe fashion con il brand Giorgio Armani, mentre con il brand Emporio Armani tra i premium brand. Nel lusso, invece, Zegna compete con la linea Ermenegildo Zegna e con ZZegna (e Zegna Sport) tra i premium brands.

Fashion griffe

Questo gruppo è composto principalmente da brand che competono sul segmento di alta gamma del mercato fashion (*couture, ready to wear, diffusion e bridge*) con competenze specializzate principalmente nell'abbigliamento.

La value proposition è legata al prestigio e all'immagine del nome del designer, ma non trascurata la qualità e l'accentuata stagionalità dei prodotti.

Uno degli elementi che caratterizza il gruppo di imprese di questa categoria, è che ogni impresa inizia la propria storia dalle piccole dimensioni (spesso perciò come piccola bottega dello stilista e con una bassa serie di bozzetti di capi). Grazie all'originalità dello stile e della creatività degli stilisti, le botteghe sono divenuti oggi dei veri e propri imperi globali del fashion (basti pensare ai vari Giorgio Armani, Gianni Versace e Valentino Garavani). Su questo andamento della crescita delle imprese, sono stati i francesi ad esplorare questa tendenza, seguiti successivamente dagli italiani (negli anni settanta) e dagli Stati Uniti (negli anni ottanta).

Oggi questi nomi sono associati ad una molteplicità di beni (dagli accessori, beauty, occhiali, agli arredi per la casa), ma l'abbigliamento, le sfilate e i prodotti stagionali rimangono sempre il core business dell'offerta del brand.

Questi brand sono fortemente dipendenti dal proprio stilista (o anche dai direttori creativi), i quali rimangono i soggetti più attesi alla fine di una sfilata, alimentando ulteriormente il fattore *dreaming* che gira intorno al brand.

La comunicazione è imperniata sulla sfilata, sull'ingaggio di celebrità e sul *product placement*; essa è sempre connessa ad un tipo di lifestyle aspirazionale e contemporaneo.

Come accennato, il ruolo degli stilisti (e dei direttori creativi) va via via sempre crescendo, tali da essere considerati il cuore e l'anima delle imprese (Saviolo e Corbellini, 2009). Infatti, essi non si occupano soltanto di definire i concetti di stile, ma svolgono fasi importanti all'interno della definizione della collezione (come la selezione dei materiali e degli accessori) e dello sviluppo del retail (come il merchandising, la comunicazione e il design degli stores).

Proprio per questa loro propensione degli stilisti, queste tipologie di imprese sono molto più orientate al prodotto rispetto al mercato.

Storicamente questi brand sono stati supportati da partner industriali che svolgevano per loro conto fasi della catena del valore, come la produzione, la distribuzione e l'estensione dei prodotti diversi dal core business (quali l'occhialeria ad esempio). Ma lo sviluppo, i cambiamenti all'interno del settore e la maggiore richiesta della qualità da parte dei consumatori ha spinto le imprese a specializzarsi sulle diverse attività della catena del valore; pertanto molti brand hanno acquisito pacchetti azionari delle aziende cui avevano affidato le licenze. Alcune imprese (come ad esempio Giorgio Armani o Dolce & Gabbana), invece, hanno acquisito il controllo completo divenendo delle vere e proprie aziende manifatturiere. Molte altre imprese hanno svolto queste azioni per le attività a valle, procedendo al controllo e all'apertura di store di cui detengono la proprietà. In questo modo è totalmente assicurata l'immagine del brand, la reputazione sul mercato globale e permette di godere di sinergie dall'attività di distribuzione, in quanto vi è maggiore facilità nell'esporre le varie categorie di prodotti.

Un'ultima specificità di questo business model è quella relativo all'uso della *line extension* per declinare la creatività e dei concetti stilistici tipici della linea di alta gamma in linee giovanili o comunque più accessibili rispetto la linea principale⁶¹.

Luxury brand

La value proposition dei brand di lusso è totalmente diversa dalla precedente perché è senza tempo (cioè non soggetta a stagionalità), con una forte eredità storico-culturale e un'ampia esclusività nei beni offerti al mercato. I brand di lusso solitamente competono su categorie di prodotto oltre l'abbigliamento, che comunque va sempre considerato come numero limitato di pezzi e che spesso fungono da supporto al business core.

Molti marchi del lusso hanno iniziato la loro attività anni fa con il business della valigeria in pelle (vedasi Louis Vuitton o Hermès) o nel lusso estremo, ovvero gioielleria ed orologeria (Bulgari, Cartier o Rolex costituiscono un valido esempio a supporto).

⁶¹ Sono degli esempi: il brand Giorgio Armani con le linee Armani Jeans, Emporio Armani, EA7; Valentino con la linea Red, Dolce e Gabbana con la linea D&G (che ha comunque successivamente disinvestito); Prada con la linea soltanto per donna Miu Miu

Essi hanno costruito e completato l'offerta con altre categorie intorno al proprio know-how di origine, esplorando nuovi mercati, come ad esempio l'abbigliamento o gli accessori.

Esistono inoltre i casi speculari; ad esempio, Chanel, grande maison francese ha compiuto un'operazione totalmente inversa, in termini strategici, di quanto avvenuto con i suoi competitor. Divenuta famosa per lo stile dei propri capi, la casa di moda francese, dopo la scomparsa della celebre fondatrice, si è spostata lungo altri business (quali cosmetici e accessori).

Una delle peculiarità di questi brand è la collaborazione di designer di fama mondiale (si pensi a Karl Lagerfeld per Chanel e Fendi o Marc Jacobs per Louis Vuitton⁶²). A differenza dei *fashion brands*, il cuore di questi marchi non è legato alla creatività dei designer, ma al brand stesso con la sua storia e con i suoi prodotti iconici.

In termini di business model, queste imprese sono integrate verticalmente sia a monte (per le attività di selezione dei materiali, per la lavorazione e la finitura) sia a valle (per le attività di distribuzione e successivamente la vendita). Esse controllano ogni step e attività della catena del valore. Ad esempio, il brand francese Louis Vuitton vende i propri prodotti soltanto tramite store gestiti direttamente ed esercita un forte controllo su tutte le fasi di produzione.

Solitamente i brand di lusso di rado compiono delle estensioni di linea, proprio perché è necessario preservare l'esclusività del brand. Essi sono più propensi a compiere delle *brand extension*, che permettono di allargare l'immagine del brand lungo diverse categoria di prodotti. Ad esempio, Hermès non ha linee giovanili o più accessibili, ma con lo stesso marchio offre beni di pelletteria, orologi, gioielli, profumi, accessori in seta, servizi da tavola e occhialeria.

I *luxury brands* usano, inoltre, la comunicazione per rafforzare la propria storia, l'eredità culturale, i prodotti iconici e il sogno dietro il brand, abbandonando completamente la logica stagionale tipica dei *fashion brands*.

⁶² Dopo 16 anni di attività, il 2 ottobre 2013 viene annunciata la collaborazione tra Louis Vuitton e Marc Jacobs. Al suo posto subentra Nicolas Ghesquière, il designer che ha portato il marchio Balenciaga ai massimi livelli.

5.5 Assetti proprietari delle aziende

L'analisi degli assetti proprietari delle imprese ha l'obiettivo principale di identificare la struttura proprietaria prevalente all'interno del settore della moda e del lusso. Allo stesso tempo, essa permette di valutare quanto la famiglia o la struttura proprietaria sia coinvolta nella gestione dell'azienda (vedasi **Tabella 5.3**).

Come individuato da Saviolo e Corbellini (2009), è emerso che sia la proprietà familiare sia il relativo coinvolgimento di essa è una caratteristica comune a oltre l'80% delle imprese operanti nel settore, indipendentemente dalle dimensioni e della nazionalità dell'impresa.

Tabella 5.3 Gli assetti proprietari nella moda e nel lusso

AZIENDA	AZIONISTA DI RIFERIMENTO
Bulgari	Bernard Arnault (LVMH)
Christian Dior	Bernard Arnault (LVMH)
Coach	Public Company
Giorgio Armani	Giorgio Armani
Hermès	Patrick Thomas (Famiglia Hermès)
Luxottica	Famiglia Del Vecchio
PPR-Kering	François Pinault
Versace	Famiglia Versace
Tod's	Public Company (Famiglia Della Valle)
Louis Vuitton	Bernard Arnault (LVMH)
Fendi	Bernard Arnault (LVMH)
Gucci	François Pinault (PPR-Kering)
Bottega Veneta	François Pinault (PPR-Kering)
Tiffany	Public Company
Ermenegildo Zegna	Famiglia Zegna
Prada	Public Company (Famiglia Bertelli-Prada)
Ferragamo	Public Company (Famiglia Ferragamo)

Fonte: Elaborazione personale da Corbellini e Saviolo (2009)

In particolare, da queste considerazioni si è constatato che il coinvolgimento della famiglia nella gestione azienda permane anche all'interno delle imprese di dimensioni maggiori, pertanto non vi è nessuna forma di correlazione tra la dimensione media dell'azienda e il coinvolgimento della famiglia. Spesso anche nel caso di aziende ad azionariato diffuso al pubblico, il ruolo della proprietà familiare è molto importante. Lo stesso si rileva anche in alcuni casi recenti di acquisizione (ad esempio Loro Piana) in cui, nonostante il controllo societario sia ormai a capo di imprese esterne (il gruppo LVMH per l'appunto), il ruolo della famiglia è particolarmente importante nel mantenimento delle funzione di guida delle azienda. Quest'evidenza è completamente inusuale rispetto a quanto solitamente affermato dalla letteratura finanziaria (cfr. Anderson e altri, 2003), la quale è molto propensa a

sancire una netta differenza sistematica nelle dimensioni delle imprese familiari rispetto quelle ad azionariato diffuso. Questo fenomeno di certo non può essere esteso al caso delle imprese operanti nel settore del lusso e della moda, in cui il ruolo del fondatore, delle generazioni successive o comunque parti della famiglia stessa trovano un'importanza assoluta e proprio questa tendenza definisce un fenomeno tipico per la maggior parte di queste imprese.

5.6 Catena del valore

Una delle determinanti della redditività e della crescita del sistema moda è di certo rappresentata dalla logica dell'intera filiera, che sta a monte dell'intero successo.

Il sistema della moda è molto largo e complesso, tale da poter essere inteso come un insieme di settori. Infatti, spesso l'attenzione è focalizzata solo sul prodotto finale (abito, maglieria, accessori, etc.), ma quest'ultimo è soltanto l'ultima parte di una catena molto ricca e variegata di attività, che implicano l'interazione di settori complementari, quali l'agricoltura, l'allevamento, le industrie chimiche e distributive. Infatti, un prodotto *fashion* non è solo parte dello sforzo dello stilista o del direttore creativo che l'ha concepito originariamente; esso è il risultato di lavorazione e innovazione di fibre, che sono state effettuate da macchinari particolari e divenute tessuti di diversi colori e forme, che possono successivamente essere presentati attraverso fiere (ad esempio Pitti a Firenze) e divenire oggetto di influenza tra operatori del settore, come ad esempio i *Bureau de Style*⁶³.

Ciò non rappresenta tutto; il ruolo della distribuzione nella scelte delle varie offerte da fornire ai clienti è altresì importante nell'affermazione di un trend, così come l'importanza dell'opinione critica dei redattori del settore.

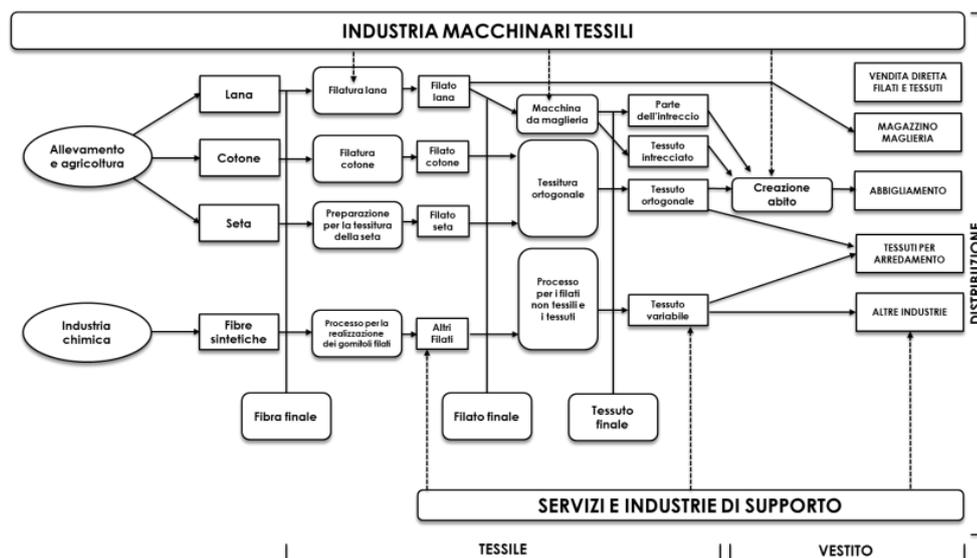
Pertanto comprendere l'articolazione della catena del valore permette di capire come le varie attività possano generare valore all'intero sistema *fashion*. Questo sistema verticale inizia con la fase produttiva dei materiali grezzi (le fibre provenienti dall'agricoltura o in alternativa dall'industria chimica) sino ad arrivare alla manifattura e alla fase distributiva dei tessuti o dei prodotti finiti.

Di conseguenza, la filiera è piuttosto lunga – dalle fibre ai filati, dai filati ai tessuti, dai tessuti agli abiti e la distribuzione retail di una numerosa varietà di prodotti destinati a vari *users* finali. Le industrie che non prendono parte del ciclo verticale del processo produttivo sono comunque parte della catena del valore. Tra queste possiamo includere l'industria dei macchinari tessili e i vari tipi di servizi legati al sistema del

⁶³ I *Bureau du Style*, localizzati soprattutto a Parigi, sono un insieme di figure professionali, sociologi, stilisti, produttori ed esperti di materiali che lavorano a contatto con opinion leader internazionali, vendendo informazioni sulle tendenze generali, raccolte in book specifici con costi variabili dai 1000 ai 5000 euro e di precisa specializzazione (colori, filati, tessuti, disegni per la stampa...ecc).

fashion (ovvero le pubblicazioni di settore, le fiere, le agenzie pubblicitarie e di comunicazioni, gli studi di design, etc.)

Figura 5.5 La catena del valore dell'industria della moda



Fonte: Elaborazione personale da Corbellini e Saviolo (2009)

La Figura 5.5 mette in risalto le varie fasi che compongono la catena del valore della filiera tessile e dell'abbigliamento. Come visto, tutto ha inizio dai materiali grezzi per poi passare alle fibre, ai fili, ai tessuti ed infine ai consumatori finali, attraverso il processo di distribuzione.

Ogni fase della catena è caratterizzata da sostanziali differenze, in termini di intensità di capitale umano, redditività, business model e prospettive di crescita. Mentre l'industria delle fibre è molto *capital intensive* e piuttosto orientata alla ricerca e innovazione, l'industria dell'abbigliamento è altamente *labour intensive* e spesso non generatrice di nuova innovazione, che riceve invece direttamente dalle fasi a monte (filatura e tessitura).

L'analisi dell'evoluzione dell'intero sistema della catena del valore del sistema moda permette di rilevare due fenomeni, che cercheremo di ampliare nel prosieguo: lo sviluppo delle fibre sintetiche e l'innovazione di prodotto ed infine la perdita del potere contrattuale delle attività manifatturiere rispetto al vantaggio acquisito dai retailers.

Fibre e innovazione

La fibra costituisce l'elemento base di un tessuto, ma è responsabile nel fornire ad esso il colore, il peso, la solidità e il tatto. L'industria legata alla fibra, che comodamente possiamo definire dei filati, costituisce le fondamenta dell'intero sistema della moda ed è il fulcro di innovazioni importanti, in termini di nuove funzioni o nuovi materiali.

Come visto nella precedente rappresentazione grafica dell'intera catena del valore, le fibre possono essere naturali o artificiali a secondo dello stato in cui si trovano. La differenza tra la struttura e lo stato di natura in cui si trovano queste fibre implica diversità nel tessuto finale (in termini di sensitività, tatto, comfort, traspirazione, elasticità e cura).

L'uso elevato, nei decenni scorsi, di tessuti e fibre naturali per la costituzione di capi, come ad esempio il cotone, ha lasciato spazio quasi interamente alle fibre di natura sintetica⁶⁴.

Il vantaggio dell'utilizzo di queste fibre deriva dalla sua natura "*made to measure*" che permette alle stesse di essere utilizzate per degli impieghi specifici e ai bisogni molteplici che i consumatori del mondo della moda hanno.

Dato il loro carattere innovativo ed artificiale, le fibre sintetiche possono essere illimitate e generate ripetutamente a differenza delle fibre naturali. Questa peculiare caratteristica permette di aumentare i volumi di produzione, abbattendo notevolmente i costi e di conseguenza riducendo i prezzi. Tutto ciò ha permesso una notevole espansione di queste tipologie di fibre su una molteplicità di capi. L'unico svantaggio di questi materiali ha la loro scarsa qualità, pertanto è sovente intrecciare i tessuti combinando le fibre sintetiche con quelle naturali; ciò permette di ottenere un prodotto che coniughi durata, elasticità e cura dei capi.

⁶⁴ Le fibre sintetiche costituiscono oltre il 90% della produzione di fibre artificiali al mondo. Questa crescita è dovuta principalmente alla delocalizzazione della produzione dal Nord America ed Europa all'Asia. (Corbellini e Saviolo, 2009)

Dalla value chain alla buyer chain

La tendenza manifestata negli ultimi anni è orientata ad uno spostamento verso la filiera a valle, ovvero riguardante l'attività di distribuzione e retail. Ciò permette una diffusione di una *supply chain* basata su un sistema verticale (Corbellini e Saviolo, 2009).

Lo sviluppo di questa forma di sistema permette di esternalizzare l'intera fase di tessitura e produzione di capi, mentre il focus passa all'importanza della distribuzione, per fare in modo che i prodotti siano disponibili ai consumatori al tempo e al momento giusto in cui essi desiderano effettuare il proprio acquisto. Di conseguenza, per le imprese che operano a valle (tipicamente imprese specializzate nel retailing) è stata resa necessaria una riorganizzazione oltre a dei cambiamenti in termini di attività di *buying* orientate alla riduzione dei costi (ad esempio focalizzazione su pochi fornitori strategici, centralizzazione dell'attività di *procurement*, alta rotazione dei buyer, adozione di aste via internet).

Va ricordato che, nonostante la tendenza sia orientata all'esternalizzazione, i costi diretti ed industriali di produzione (ovvero materiale e manodopera) rappresentano una percentuale attestabile intorno il 15-20% del prezzo finale.

Il vero costo e valore generato all'interno dell'intera catena proviene dalla distribuzione; ciò è dovuto ad una serie di elementi: gli elevati affitti (per assicurarsi che lo store sia collocato in una posizione altamente densa di passaggio di individui), il design e il personale degli store. Ciò è dovuto al fatto che le preferenze dei consumatori si sono spostate lungo dimensioni più intangibili. Infatti essi sono disposti a pagare un prezzo più alto per un prodotto che magari qualitativamente, in termini tangibili si intenda, non è elevato.

Catena del valore e alta moda

Sebbene approssimativamente i concetti descritti in precedenza e che caratterizzano la catena del valore del *fashion* siano comuni anche al più ristretto segmento dell'alta moda, è necessario porre attenzione ad alcune considerazioni particolari. Innanzitutto gli elementi visti e le tendenze moderne del sistema (ovvero l'esternalizzazione di parte della produzione dei filati e tessuti) può essere estesa solo

ad alcune segmenti del sistema moda: principalmente sono le linee mass, bridge e diffusion (cfr. paragrafo 5.3.2) che possono godere di queste scelte strategiche.

Infatti la clientela tipica del segmento di alta moda è una clientela molto informata sulle caratteristiche tecniche e dei materiali dei prodotti; pertanto in queste condizioni, la qualità deve rappresentare un punto fermo nell'intera politica di prodotto (e di conseguenza anche dei sistemi di approvvigionamento e produzione). Pertanto ciò che distingue il segmento e quindi le imprese di alta moda è il controllo esclusivo dell'intera filiera del sistema, scelta resa necessaria per assicurare un elevato standard di qualità e per fare in modo che i prodotti siano disponibili nel tempo e nello spazio richiesto dalla clientela, la quale diviene sempre più internazionale ed esigente. Allo stesso tempo, è frequente la scelta di esternalizzare alcune fasi della produzione a soggetti esterni; ma questa scelta è chiaramente dovuta alla necessità di rivolgersi a laboratori di natura artigianali che godono di un'elevata specializzazione in quella determinata fase produttiva o tecnica di produzione. Probabilmente, come i segmenti di fascia più bassa, il ruolo del retail all'interno del settore dell'alta moda gioca un ruolo di primaria importanza, infatti i brand di lusso e alta moda devono assicurarsi una loro sostanziale presenza in location con densità maggiori di individui e in posti prestigiosi, in modo tale da segnalare l'immagine ai consumatori e fornire un'elevata percezione del proprio brand.

Oltre a quanto evidenziato, vi è un ulteriore elemento presente nel segmento dell'alta moda da considerare: la logica delle collezioni⁶⁵. Ovviamente questo approccio genera delle influenze nell'articolazione delle attività operative delle imprese.

Nel nostro segmento di analisi, ovvero l'alta moda, le collezioni sono influenzate da una forte componente legata alla stagionalità. Infatti, annualmente esistono due stagioni principali, che secondo la classica definizione del sistema *fashion* europeo sono articolate nel seguente modo: l'autunno-inverno (A/I) e la primavera-estate (P/E). Come ribadito, la stagionalità si riflette direttamente sull'articolazione delle

⁶⁵ Va precisato che la logica delle collezioni non è una prerogative delle imprese di alta moda. Infatti spesso tale logica è presente anche nei segmenti diffusion, bridge e mass (addirittura la logica adottata nel fast fashion è un articolazione quindicennale e non doppia come solitamente avviene nell'alta moda). La differenza sta nel fatto che le presentazioni delle collezioni, solitamente con suggestive sfilate, costituiscono un elemento che accresce sempre di più la componente emotiva, l'immagine e la percezione verso terzi del brand.

attività delle imprese dell'alta moda e, di conseguenza, anche sulla loro gestione (infatti basti ricordare che gli acquisti e le vendite sono condensati in questi due periodi dell'anno).

Per capire la logica delle collezioni e dell'influenza sulle attività vi sono tre fattori da analizzare: l'ampiezza e la varietà, il grado di innovazione e la modalità di articolazione (**Figura 5.6**).

Figura 5.6 Fattori chiave delle collezioni



Fonte: Sciuccati e Varacca Capello (1999)

La complessità del sistema moda fa sì che si accavallino tre fasi che devono essere considerate contemporaneamente all'interno dell'impresa. Esse sono le seguenti (si veda inoltre la **Tabella 5.3**):

- 1) **Analisi dei risultati, sulla base dei dati di vendita passati;**
- 2) **Monitor andamento stagione corrente;**
- 3) **Progettazione collezione per la stagione successiva.**

Tabella 5.3 Attività e timing di un'azienda della moda al Settembre 2014

Area aziendale interessata	Attività svolta
<i>Produzione</i>	Consegna collezioni A/I 2014
<i>Commerciale/Vendite</i>	Vendita collezione P/E 2015
<i>Marketing</i>	Analisi delle vendite A/I 2014
<i>Prodotto</i>	Progettazione collezione A/I 2015

Fonte: Elaborazione personale da Saviolo e Testa (2009)

In sostanza lo sviluppo delle collezioni è un processo abbastanza articolato e dettato da tempi prestabili e piuttosto frenetici, in quanto risulta impossibile cambiare i tempi di presentazione delle collezioni.

Proprio per questo, è necessario che le imprese del settore alta moda pongano la propria attenzione alle seguenti tre fasi principali:

- **definizione delle linee guida della collezione;**
- **definizione del piano di collezione (planning);**
- **sviluppo esecutivo della collezione (execution).**

La *prima fase* non può essere avviata se non prima si proceda ad un'analisi delle vendite della passata stagione, supportata dalle conoscenze e dall'esperienza sviluppata dal marketing. Oltre all'analisi delle vendite, questo processo permette anche di venire a conoscenza delle esigenze, delle aspettative e del grado di soddisfazione della propria clientela. In questa fase è altresì importante la definizione dei segmenti di clientela ai quali si rivolgono i prodotti, i canali ed i mercati geografici di sbocco nonché il concept stilistico del prodotto stesso.

La *seconda fase* è molto più dettagliata poiché procede con la pianificazione e la programmazione della collezione; in sostanza, il compito di questa fase di attività è quello di specificare gli standard qualitativi e quantitativi della collezione, in linea con le diverse occasioni d'uso dei consumatori finali e del grado di innovazione stilistica.

Infine, la *terza fase*, si contraddistingue per il carattere operativo rispetto le altre, in quanto è orientata alla realizzazione della linea di prodotti. Si tratta di un momento particolarmente caotico e animato nel quale si producono i primi prototipi della collezione ed il campionario per presentarlo all'intera rete commerciale e di vendita.

5.7 Fattori distintivi

Lo scopo del presente paragrafo è quello di inquadrare gli elementi che costituiscono la base del successo competitivo di un brand rispetto agli altri. Come già visto, l'elevata qualità richiesta dai consumatori costituisce un elemento distintivo e condizione necessaria; oltre ad essa, i fattori distintivi per una competizione di successo all'interno del segmento dell'alta moda (e in realtà anche nell'intero comparto del lusso) sono riassumibili in quattro punti principali.

Comunicazione, media e advertising

La strategia di comunicazione costituisce una delle quattro leve (*promotion*) del cosiddetto Marketing Mix, perciò essa va gestita in coerenza con le politiche di prezzo, prodotto e distributive. L'importanza degli investimenti in comunicazione e marketing sono dimostrabili dai dati percentuali di essi, i quali si attestano ad una soglia di circa il 10-20% del fatturato⁶⁶. Le politiche di comunicazione adottate nel campo della moda di alta gamma e in generale nel lusso sono significativamente differenti da quelle che possono essere impiegate in settori alternativi. Infatti, come ribadito più volte nei paragrafi precedenti, le aziende di alta moda offrono ai propri consumatori un *concept* di prodotto che va oltre il bene materiale; esso fornisce ai clienti la possibilità di autorealizzazione, autoespressione e rafforzamento della propria identità. I brand dell'alta moda devono pertanto abbandonare e superare la logica della mera vendita del prodotto e comunicare un sogno e uno stile di vita attorno al brand.

Il contesto in cui la comunicazione dei brand risiede è caratterizzato da un ambiente molto affollato e complesso. Infatti, la maggior parte dei brand sembra comunicare nello stesso modo, tramite gli stessi canali e utilizzando le stesse leve comunicative. Quindi in quest'arena, la comunicazione basata su logiche di differenziazione risalta l'immagine del brand, risultando di certo un plus per il brand.

In linea generale, le forme di comunicazione presenti nel settore dell'alta moda possono essere suddivise in due forme principali:

⁶⁶ Inteso come fatturato medio dell'intero settore del lusso (Dati: Pambianco Strategie di impresa)

1) Attività *Above the line* (ATL)

Questa categoria identifica tutte le forme pubblicitarie per aumentare la visibilità e si usa per indicare tutte le forme di comunicazione veicolate mediante i *media* classici, ovvero:

- **Media** (stampa, TV, radio, cinema, affissioni)
- **Nuovi media** (internet e social media)

2) Attività *Below the line* (BTL)

A differenza della precedente forma di comunicazione, rivolta più ad pubblico di massa, le attività di comunicazione *BTL* sono indirizzate maggiormente ad un target di nicchia. Nel mondo del lusso, ma soprattutto in quello dell'alta moda, questa categoria di comunicazione è preferibile e genera maggiore visibilità e appeal nel proprio target di riferimento rispetto la precedente forma (sebbene ancora sia ampiamente utilizzata). Tra le varie forme di comunicazione *BTL* è possibile individuare le seguenti attività:

- **Attività di Public Relations-PR** (creazione di editoriali nelle riviste di settore, conferenze stampa, seminari, attività umanitarie, relazioni esterne, VIP *gifting* ed *endorsement*);
- **Esposizioni e fiere;**
- **Promozione locale ed eventi;**
- **Cataloghi e mailings;**
- **Visual merchandising** (attività di collocazione e in generale che riguardano il sistema espositivo, l'ambientazione, l'illuminazione, la grafica);
- **Product placement e sponsorship.**

L'errore a cui è possibile cadere con estrema facilità è considerare queste forme di comunicazione in maniera isolata tra di loro; le tendenze attuali, vogliono, invece, un uso integrato di esse, volte a costituire il cosiddetto *Integrated Communication Plan (ICP)* che permette alle imprese di avere un approccio globale delle proprie strategie di marketing e comunicazione, in modo tale da poter massimizzare al meglio il ritorno sugli investimenti in advertising.

Brand

Negli anni passati, abbiamo avuto modo di constatare come il concetto di brand abbia assunto diversi usi e sfaccettature; infatti, ognuno, che sia individuo o organizzazione, è stato incoraggiato a ripensare alla propria identità come un brand, proprio per creare valore e generare un riconoscimento ben preciso. Nella letteratura del marketing, il brand può essere concepito come un marchio commerciale, un segno distintivo o ancor meglio una garanzia per un eventuale acquisto. La definizione di brand più consona al caso del settore dell'alta moda (o del fashion in generale) è l'insieme degli elementi coerenti nel tempo, che rendono lo stesso unico, reale e autentico (Cappellari, 2011). In sostanza esso è l'idea o ancor meglio la storia che esiste nella mente del consumatore; proprio questa idea è uno dei più importanti asset per le imprese, e quindi di conseguenza anche per le *fashion companies*.

Per sedimentare questi elementi nella mente dei consumatori, è necessario che i brand costruiscano una propria identità, in modo tale da definire un proprio posizionamento, differente ovviamente dagli altri. L'identità va intesa oltre il concetto di pura immagine del brand, dato che essa è radicata nella storia del brand e nel suo concept stilistico (in pratica definisce un processo inimitabile e frutto di un definito periodo storico).

In linea generale, la costruzione del posizionamento di un brand di alta moda, che sia chiaro e definito nella mente dei consumatori, è necessario definire due elementi distintivi e unici: il DNA e i *codes*.

Il primo è l'elemento che distingue i connotati storico-culturale del brand, infatti il DNA del brand è un elemento unico, inconfondibile, connesso all'origine del brand e non influenzabile dalla percezione dei consumatori⁶⁷.

I *codes* di un brand, invece, sono degli elementi importanti tanto quanto il precedente analizzato. Solitamente, i *codes* possono essere definiti come i simboli esterni di un brand e che permettono ai consumatori di riconoscere immediatamente il brand. Essi sono: il logo, motivi grafici, colori, disegni particolari e altri elementi

⁶⁷ Va aggiunto che l'immagine offerta ai consumatori deve essere in linea con l'identità del brand e con il suo DNA. Se ad esempio Roberto Cavalli (che si distingue per un'immagine ribelle, più giovanile, glamour con tratti animalier) cercasse di proporre ai propri clienti l'immagine di Armani (notevolmente serio, pulito e fluido) risulterebbe poco credibile e rischierebbe per perdere valore del brand.

sensoriali. Nella **Figura 5.7** si è cercato di riassumere e fornire un esempio di *brand codes* applicato alla maison francese Chanel.

Figura 5.7 I *brand codes* della maison Chanel



Fonte: Elaborazione personale

In conclusione, nonostante il mondo del fashion sia soggetto ad evidenti cambiamenti (dovuti alla natura stagionale del business), è interessante conoscere la *brand strategy*, la quale permette di comprendere come un brand viene sviluppato e come viene gestito con successo. Okonkwo (2007) espone a tal proposito le dieci caratteristiche che un brand di lusso e fashion deve possedere; esse sono riassumibili nei seguenti punti:

1. Innovatività, creatività, unicità e prodotti con forte appeal;
2. Coerenza con un servizio di consegna di qualità;
3. Esclusività nella produzione dei beni;
4. Controllo della distribuzione;
5. Eredità culturale nell'artigianalità;
6. Un'identità distinta del brand;
7. Appeal emozionale;
8. Prezzo elevato;
9. Alta visibilità;
10. Reputazione globale.

Le parole chiave di un *fashion brand* sono differenziazione e appeal emozionale. Ad esempio, se si parla di borse da donna o scarpe in pelle, è probabile che il pensiero ricade sui brand leader del segmento, quali Hermès o Bottega Veneta. Allo stesso modo, il tweed e la perla richiamano immediatamente l'immagine di Chanel (Okonkwo, 2007). Ciò avviene perché di solito le imprese cercano di differenziarsi dai propri competitor, fornendo delle caratteristiche esclusive e costruendo un posizionamento ben definito nei propri consumatori.

Customer Experience e Retailing

Un aspetto rimarcato notevolmente sul concetto di brand è quello di generare un'idea o una storia ben precisa nella mente del consumatore. La *customer experience* è uno degli elementi che favorisce la costruzione di questo posizionamento.

Essa può essere definita come l'insieme di impressioni, percezioni, emozioni, azioni e reazioni provocate nella mente del consumatore quando viene a contatto con l'impresa, in qualunque forma di contatto (ad esempio mediante il marketing, il brand, l'esperienza negli stores, il supporto, il post-vendita, il design e l'uso di un prodotto o servizio, il sito internet).

Pertanto la gestione di un'adeguata *customer experience* permette di comunicare, trasferire, accentuare i valori del proprio brand e allo stesso tempo generare maggiore successo rispetto ai competitor. L'importanza, specialmente nel consumatore moderno, del ruolo dell'esperienza si inseriscono perfettamente nel filone di teorie del marketing esperienziale; infatti, seguendo questo approccio, l'esperienza provata attraverso il brand supera le tradizionali barriere, di tipo razionale, attestandosi su fattori di tipo sensoriale, emotivo, cognitivo e comportamentale.

In sostanza, per installare una *customer experience* con successo bisogna creare, gestire ed eseguire la stessa in modo tale che si permetta di comunicare, mettere in evidenza e trasferire i valori del brand, mantenendo allo stesso tempo la *brand promise* trasmessa mediante l'immagine e la percezione del brand agli occhi del consumatore. Ad esempio, una *customer experience* di un brand come Ferragamo, con una grande immagine e reputazione, deve essere all'altezza del valore che si propone di trasmettere. In alternativa, una *customer experience* di bassa qualità (sempre legata allo

stesso brand) si rifletterebbe in maniera diretta sulla percezione di immagine e sulla reputazione che il brand ha nei confronti dei propri clienti.

Nel *retail*, l'esperienza del consumatore è basata sul processo di acquisto (online, in catalogo o negli stores). Sebbene le altre forme di acquisto sono notevolmente importanti, lo store rimane il punto di contatto principale che i consumatori del lusso e dell'alta moda (specie se clientela di fascia alta) preferiscono, visto la natura particolare ed emozionale dei beni oggetti di futuro acquisto. Lo store rappresenta una forma di espressione fisica del brand stesso e fornisce una grande opportunità per generare un feeling emozionale con i clienti e allo stesso tempo cerca di influenzare questi ultimi nelle decisioni di acquisto.

Proprio perché genera un notevole impatto sull'immagine, sulla reputazione e non per ultimo sulle vendite, la *customer experience* dei fashion brand deve essere oggetto di pianificazione strategica. Gli elementi base per la pianificazione della *customer experience* sono schematizzabili come segue:

- **Prima fase:**
 - Consapevolezza dei valori del brand;
 - Conoscenza approfondita dei clienti (in termini di *customer experience* e background dei consumi o usi) e le loro aspettative;
 - Valutazione competitività (e comparabilità) della *customer experience*.

- **Seconda fase:**
 - Progettazione di una innovativa *customer experience*.

- **Terza fase:**
 - Allineamento delle risorse umane;
 - Esecuzione *customer experience*;
 - Misurazione e analisi tramite scale metriche della *customer experience*;
 - Processo di innovazione continuo.

Styling e creatività

Come anticipato, il sistema *fashion* è caratterizzato da una serie di elementi complessi. Ciò è dovuto alla copresenza di elementi di carattere emotivo-psicologico e carattere tecnico dei prodotti.

Infatti, il ruolo della creatività e dell'ispirazione rimane un nodo cruciale per il successo di un brand rispetto ai competitor. Uno dei processi altamente guidato da orientamenti focalizzati alla creatività è il processo di sviluppo delle collezioni. Questo processo è suddiviso ulteriormente in altri due sotto processi: il primo riguarda la definizione dell'offerta stagionale in termini di estetica e stile (ed è governato da logiche e persone orientate alla creatività); il secondo è focalizzato sulla definizione degli aspetti economici, competitivi e della segmentazione dei consumatori delle collezioni e questa volta l'approccio è più orientato ad una logica aziendale e manageriale. Data la particolarità del primo processo, in termini di creazione di successo, nel presente paragrafo tralascieremo gli aspetti economico-aziendali delle diverse logiche di approccio.

Pertanto, in riferimento al processo creativo e di sviluppo delle collezioni, il ruolo principale degli stilisti (e dei direttori creativi) è quello di andare alla ricerca e interpretare gli ultimi trends (in termini di forme, colori e materiali) in modo da rinnovare l'offerta della collezione per ogni stagione.

Lo stile e la creatività di un brand sono leve competitive per il successo perché contraddistinguono forme e qualità del brand, modi di espressione che possono essere applicati alla moda, così come ad altri segmento del lusso (ad esempio l'automobile, l'occhialeria, etc.). È chiaro che all'interno di un determinato stile, le decorazioni, i motivi e le *textures* possono cambiare (Corbellini e Saviolo, 2009).

I *fashion brands* propongono nuove collezioni per ogni stagione a secondo dei trends in atto sul panorama socio culturale che sta attorno. Allo stesso modo, a questo elemento di rapido dinamismo, corrisponde un elemento che i brand mantengono saldo e poco influenzabile da agenti o eventi esterni: l'identità stilistica, che permette agli stessi di affermare ancora una volta l'identità del proprio brand e il proprio posizionamento.

L'identità dello stile comprende alcuni elementi estetici come il logo del brand, i colori, i tessuti, i disegni (ad esempio le stampe con motivi tipici della cultura siciliana di Dolce e Gabbana, o le fantasie di Missoni) ed altri dettagli.

Un elemento importante per lo stile è la presenza di prodotti iconici. Essi sono prodotti che sono entrati nel panorama storico e culturale del brand dell'impresa, divenuti conosciuti per il nome del brand o per alcuni *codes* presenti (basti pensare alla borsa Kelly di Hermès, al trench Burberry con la classica fantasia, etc.).

5.8 Strategie e creazione di valore

L'analisi dei fattori distintivi all'interno del segmento della moda di alta gamma, descritti nel paragrafo precedente, possono essere utili per la definizione delle strategie che portano le imprese a godere di vantaggi competitivi all'interno del settore.

Gestire con successo un brand di lusso e di alta moda è un'operazione estremamente complessa, perché i punti di vista da considerare sono molteplici e in contrasto tra di loro: tenere salde le proprie radici storiche, cercare di fuoriuscire dalla concezione tradizionalista, gestire il trade-off tra nuovo e vecchio, promuovere le radici delle proprie tradizioni e del proprio know-how, ma allo stesso tempo rimanere al passo con i tempi.

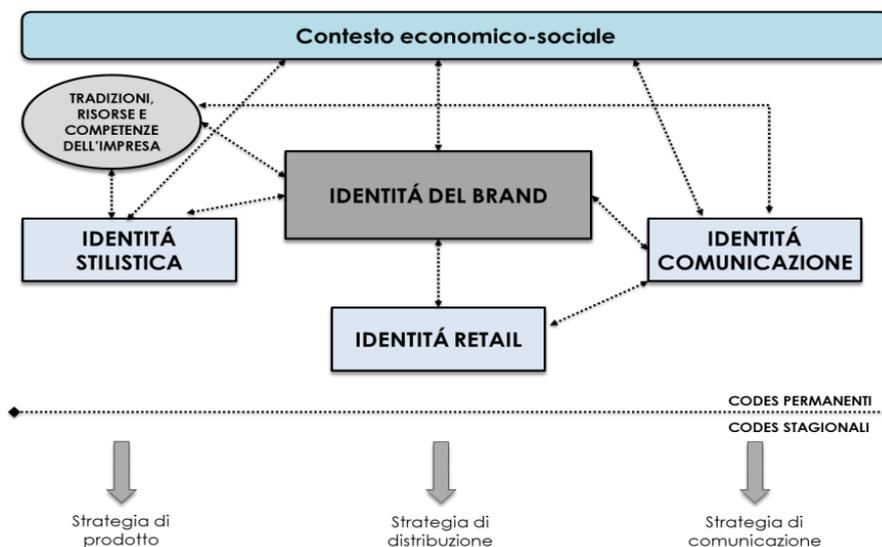
Proprio per analizzare la complessità della gestione del brand nel settore *fashion* e *luxury*, faremo ricorso ad un modello, teorizzato da Corbellini e Saviolo, che identifica quattro elementi principali nella costruzione dell'identità del brand (**Figura 5.8**).

Questi quattro elementi definiscono il posizionamento del brand nel lungo periodo e rappresentano il quadro di riferimento per le strategie da adottare stagionalmente (ovvero per le varie collezioni) in modo da generare una maggiore crescita e creazione di valore sostenibile.

Il successo di un brand dipende soprattutto da una coerenza interna, definita da una certa identità stilistica, di comunicazione e del retail. Ciò permette di distinguere il DNA del brand e allo stesso tempo i consumatori hanno un'idea ben chiara di cosa aspettarsi dal brand.

Oltre a questo elemento, è necessaria una coerenza anche con il contesto esterno, ovvero in relazione al contesto socio-economico e all'evoluzione del mercato, elementi che insieme costituiscono la base del rinnovamento e dell'evoluzione del brand stesso. La gestione dell'identità di un brand è un procedura davvero molto complessa, poiché va oltre la definizione di un logo o un disegno. Le imprese di alta moda devono battersi per reinterpretare il valore del proprio marchio, anche alla luce di nuovi canali, competitor e cambiamenti nei gusti dei consumatori.

Figura 5.8 Il modello del *Brand Identity*



Fonte: Adattamento da Corbellini e Saviolo (2009)

Inoltre, come già in parte visto, nel settore del lusso e della moda vi sono alcune caratteristiche che assumono un'importanza fondamentale nel definire e spiegare i risultati aziendali, in termini di redditività e crescita.

In linea di massima, è possibile individuare le seguenti leve, che influenzano i suddetti risultati:

- **la tipologia del core business** (ad esempio abbigliamento, accessori, orologeria, gioielleria, cosmetici, etc.);
- **il numero di brand nel proprio portafoglio;**
- **il grado di diversificazione;**
- **le politiche di distribuzione;**
- **l'assetto proprietario.**

Infatti, come mostrano Corbellini e Saviolo (2009), su un campione comprendente imprese di lusso e di moda, il tasso di crescita del numero di negozi è fortemente correlato al tasso di crescita del fatturato e della redditività, affermando la tendenza dell'investimento in retail, il quale si mostra il supporto alla crescita di dimensioni e del miglioramento delle performance. In media, infatti, ciò che emerge dall'analisi dei dati del campione è un'incidenza pari al 50% degli asset fissi sul totale dell'attività. Questo dato mostra come la natura delle imprese del lusso e della moda sia *capital*

intensive e la dimensione aziendale gioca un ruolo importante per competere nel panorama internazionale. Infatti, per le conglomerate del lusso tali percentuali si innalzano ulteriormente in quanto hanno in precedenza sostenuto elevati investimenti in operazioni di M&A e in sviluppo del retail.

La diversificazione settoriale e il numero di brand in portafoglio sono altresì fattori chiave che permettono di spiegare i risultati di natura economico e finanziaria delle imprese del settore. Le imprese di maggiori dimensioni sono aziende diversificate e multibrand; dal lato opposto, le imprese specializzate possono beneficiare di una maggiore redditività sul capitale investito. Ciò spiega infatti la tendenza delle conglomerate ad acquisire molti brand specializzati e cercare di farli rimanere indipendenti (dal punto di vista aziendale e nella propria storia), non influenzandoli, ma esercitando di fatto il controllo azionario e la definizione delle strategie aziendali.

La diversificazione del business (correlata ai business *core* e quindi legata allo sviluppo in altri segmenti, quali accessori, occhiali, gioielli, etc.) ha permesso a molte imprese di fornire ai propri consumatori la possibilità di avere un *total look* firmato dalla stessa marca che potesse vestire interamente i consumatori, ma al tempo stesso ha permesso di affermare il brand come *lifestyle*, proponendo uno stile di vita che va oltre il modo di vestirsi e che permetta di declinare l'identità del brand lungo altre categorie di business.

Con riferimento agli investimenti in retail, la tendenza registrata negli ultimi anni è quella di tassi di crescita abbastanza elevati. Questi investimenti si ripercuotono chiaramente sulla percezione del brand a livello globale, alla capillarità della distribuzione; inoltre, sempre come osservato dal campione analizzato da Corbellini e Saviolo (2009), le aziende il cui numero di negozi è cresciuto significativamente negli ultimi anni mostrano, infatti, una redditività sul capitale investito maggiore rispetto la media del campione analizzato.

Quindi è possibile concludere:

- specialmente nelle imprese di moda, la capacità di rispondere rapidamente alle esigenze del mercato e innovare il proprio business model nei segmenti serviti, sono fattori chiave per la creazione di valore e il successo aziendale;

- la scelta del focus su uno o pochi brand consolidati sembra vincente rispetto ad una diversificazione a favore di brand che necessitano un rilancio (Corbellini e Saviolo, 2009);
- il canale dello sviluppo della rete della distribuzione tramite apertura di nuovi negozi costituisce, per il settore del lusso e dell'alta moda, il driver principale con il quale è possibile aumentare e massimizzare la redditività delle imprese;
- l'orientamento ad un mercato internazionale sempre più in crescita – specialmente nei paesi cosiddetti BRICS – ha spinto le aziende del lusso e dell'alta moda a investire ulteriormente in processi di internazionalizzazione per poter affermare i propri brand al di fuori dei confini internazionali;
- l'affermazione e la reputazione di un brand di alta moda richiede elevati investimenti in termini di comunicazione, advertising, ma soprattutto deve essere visibile a 360° sia ai clienti che agli operatori del settore (tramite ad esempio le sfilate di moda).

La competizione su base globale, lo sviluppo di nuovi canali di vendita e la crescita dei canali di vendita, il consolidamento dei brand, le importanti campagne di comunicazione ed infine gli elevati costi delle sfilate di moda, dell'impiego di testimonial e modelle/i celebri o in generale le attività di comunicazione intese come apertura al mondo globale richiedono strutture finanziarie solide e organizzazioni aziendali flessibili e sempre più improntate a gestioni di tipo manageriale. Per questo motivo le imprese del settore guardano alle acquisizioni o alle opportunità offerte dalla quotazione in borsa come un importante strumento finanziario volto alla propria crescita, che permetterebbe alle stesse di generare un ampio salto dimensionale e impatterebbe sulla propria visibilità e internazionalizzazione.

PARTE TERZA

I recenti casi di M&A e IPOs

CAPITOLO 6

“La moda è come la musica: tante note con cui giocare. E ognuno può comporre la sua piccola melodia.”

Karl Lagerfeld

6. Le acquisizioni e le IPOs nel settore del lusso e dell’alta moda

6.1 Introduzione

Il quadro d’insieme visto nel corso dei capitoli precedenti, in termini di approccio teorico e di approfondimento del mercato, è stato necessario per permettere un focus specifico e per avere una panoramica completa delle dinamiche in corso – e anticipate ormai da qualche anno – all’interno del mercato del lusso e in particolar modo nel segmento dell’alta moda.

La necessità di crescita, in termini di mercato e internazionalizzazione, ha posto le imprese davanti a delle scelte importanti a livello strategico. Per poter, infatti, finanziare la necessità di elevati investimenti è richiesta un’ampia capacità finanziaria, che la natura delle aziende del lusso e dell’alta moda – per lo più di carattere familiare – non possiede. Infatti, le loro origini spesso sono associate a semplici negozi, o ancor meglio boutique artigianali, che con il passare del tempo sono divenuti sempre più grandi.

Proprio questa natura delle aziende di alta moda fa sì che la crescita dei brand non sia potenzialmente infinita e finanziabile tramite auto investimento, ma fissa un limite superiore oltre il quale è impossibile superare. Infatti, è necessario che tali imprese si adeguino a dimensioni maggiori in modo da divenire top player globali.

Alla luce di quanto visto nel capitolo precedente, tale adeguamento – che richiede la disponibilità di elevate risorse finanziarie – è dovuto alla necessità di avere un’ampia visibilità nel mercato del lusso e dell’alta moda, e ciò può declinarsi sotto diversi aspetti, che possiamo riassumere come segue:

- **campagne pubblicitarie e di *advertising* a cura di fotografi e registi di successo, spesso con il supporto di testimonial celebri;**

- **distribuzione globale, apertura di nuovi stores e di spazi di vendita in località esclusive e nelle strade del lusso delle maggiori capitali del mondo** (investimenti nei canali *retail* e *wholesale*);
- **boutique e customer experience con un forte appeal emozionale;**
- **sviluppo manifattura interna;**
- **sfilate di moda nelle maggiori passerelle al mondo.**

In questi casi, la strada percorribile dalle imprese, qualora esse ravvisassero necessità di capitali finanziari, è duplice e riflette la tendenza del mercato del lusso da decenni. In particolar modo, per sostenere la crescita, le imprese possono:

- cedere le quote di proprietà dell'azienda ad acquirenti terzi (spesso holding di elevate dimensioni o fondi di investimento) tramite trattative private;
- cedere parti delle proprie quote azionarie e la quotazione in borsa delle proprie azioni (tramite mercato principale o per le piccole/medie imprese);
- capitalizzare l'azienda direttamente;
- fare entrare un fondo di investimento.

In relazione alla **prima soluzione**, vi sono stati numerose acquisizioni da parte delle holding conglomerate del lusso nei confronti di brand storici tradizionalmente appartenuti ad imprenditori e famiglie italiane. Ciò è dovuto principalmente all'incapacità del capitalismo e dell'imprenditorialità italiana di mantenere nel nostro Paese molte realtà storiche ed eccellenti. Spesso, infatti, tali soggetti non si fanno avanti in questo genere di trattative, evitando di prendersi a carico i probabili processi di crescita preferendo quindi la cessione e il controllo delle imprese ad acquirenti, salvo rarissimi casi⁶⁸.

Negli ultimi decenni, si è avuta, infatti, un'ondata di acquisizioni all'interno del nostro paese. Nella seguente tabella (**Tabella 6.1**) è possibile evidenziare le acquisizioni (sia totalitarie che parziali) di gruppi stranieri nei confronti dei brand italiani, in termini di segmento dell'alta moda.

⁶⁸ In particolar modo si rileva che su questo piano l'imprenditore veneto Renzo Rosso, patron del brand Diesel e del gruppo controllante OTB (Only The Brave) si è mosso acquisendo – e finanziando quindi la crescita – il brand Marni, casa di moda fondata dalla stilista Consuelo Castiglione.

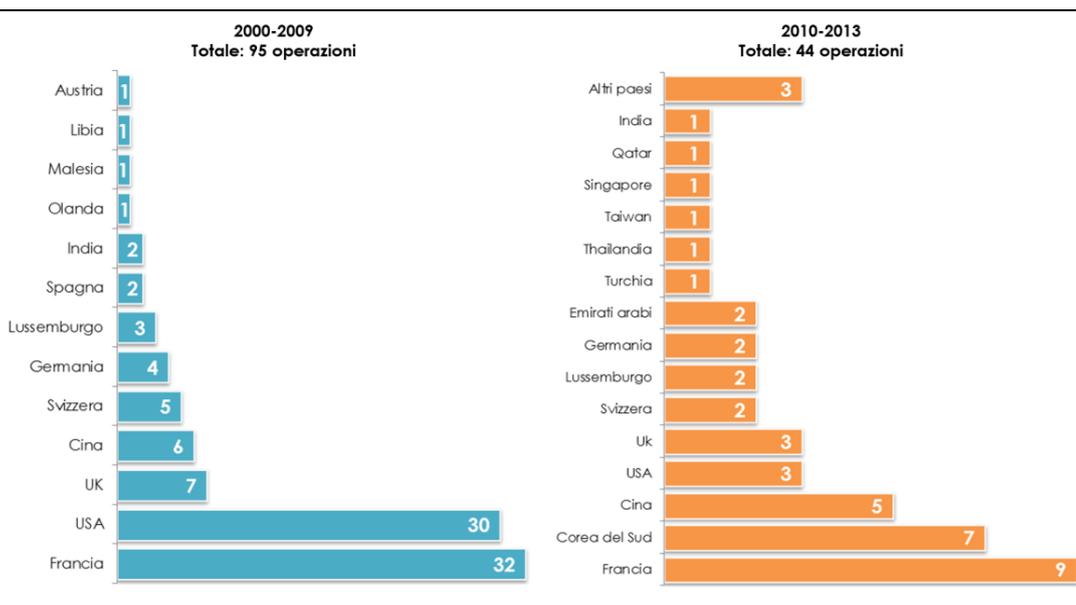
Tabella 6.1 Le acquisizioni dei brand italiani da parte di gruppi stranieri (1999-2014)

LVMH (Francia)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Fendi</i> ▪ <i>Emilio Pucci</i> ▪ <i>Rossi Moda</i> ▪ <i>Loro Piana</i>
KERING (Francia)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Gucci</i> ▪ <i>Brioni</i> ▪ <i>Bottega Veneta</i> ▪ <i>Sergio Rossi</i>
E-LAND (Corea del Sud)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Coccinelle</i> ▪ <i>Lario</i>
LABELUX-JAB HOLDING (Germania)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Zaglieri Milano</i>
PARIS GROUP INTERNATIONAL (Dubai)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Gianfranco Ferrè</i>
SHENZHEN MARISFROLG FASHION (Cina)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Krizia</i>
TRINITY LTD (Cina)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Cerruti 1881</i>
WHEELLOCK & CO-PETER WOO (Cina)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Salvatore Ferragamo (8%)</i>

Fonte: Elaborazione personale

Una breve e rapida analisi di particolare interesse concerne la distribuzione geografica delle imprese *bidder* che hanno acquisito determinate imprese appartenenti al comparto del lusso e della moda, come mostrato dal grafico successivo (**Grafico 6.1**), che conferma nuovamente il ruolo predominante dei gruppi francesi nell'acquisizione dei brand di lusso e alta moda italiani, sebbene vi sia una graduale aumento degli investimenti diretti grazie alla crescita di paesi emergenti (Cina, Corea, Thailandia, etc.) e all'emanazione di Fondi Sovrani (ad esempio Qatar, Emirati Arabi, Singapore, etc.)

Grafico 6.1 Le operazioni Estero su Italia nel lusso: distribuzione geografica



Fonte: Elaborazione personale su dati KPMG

Da questa serie di acquisizioni emerge che il dato riguardante il fatturato – considerando l'ultimo anno disponibile dai dati ovvero 2012 – che in sostanza è passato in mano a gruppi stranieri si attesta intorno ai 9.2 miliardi di euro (Dati Pambianco).

All'interno di questa dinamica di settore, il gruppo *Louis Vuitton (LVMH)* è stato il gruppo che ha realizzato maggiormente operazioni riconducibili alla forma di M&A, rappresentando un controvalore associato a tali operazioni di oltre 10 miliardi di dollari.

Dal punto di vista strategico e manageriale, queste acquisizioni – spesso avente oggetto aziende piccole o comunque a gestione familiare – permettono di entrare in gruppi molto strutturati e di sposare una *reputation* globale molto forte, in special modo a livello finanziario e distributivo. Tramite questo “passaggio” di proprietà, le imprese target hanno quindi la possibilità di poter beneficiare di maggiori risorse rispetto al caso in cui non sarebbero state acquisite. Proprio la maggiore possibilità di fruire risorse, permette alle stesse di crescere in maniera notevole e sostenere uno sviluppo molto dinamico.

Di contro, va comunque rilevato il fatto che la gestione – sia in termini di brand che di investimento – non fa più capo alle imprese stesse, ma cede il testimone a

gruppi stranieri, che chiaramente anche degli utili che le imprese genereranno in questo clima di probabile e futuro sviluppo.

L'orientamento dei gruppi stranieri verso il nostro Paese è di certo dovuto alla qualità e l'affidabilità che il “*Made in Italy*” rappresenta nei confronti della clientela internazionale del lusso, attestandosi come un valido valore aggiunto per i brand e di conseguenza anche per le imprese acquirenti.

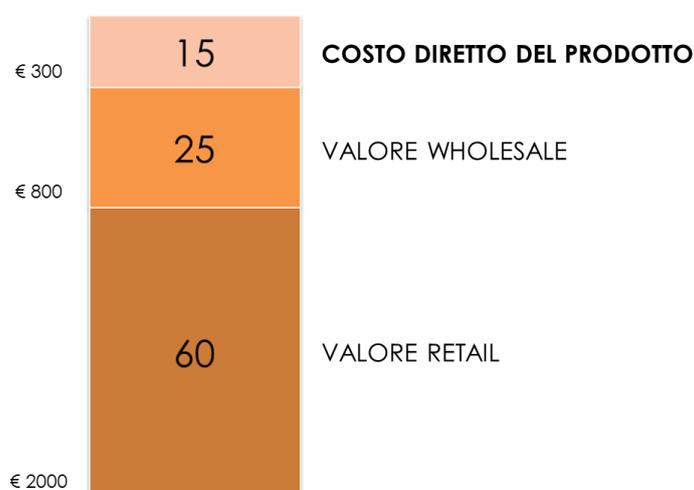
La conseguente crescita delle aziende italiane del lusso e in particolare dell'alta moda dopo un'operazione di acquisizione ha degli impatti a livello produttivo sul nostro Paese. In particolar modo, lo sviluppo di queste aziende determina di riflesso la crescita dei distretti produttivi, che nel caso dei beni di lusso l'Italia risulta molto articolata⁶⁹. Sebbene la concezione del distretto si stia notevolmente affievolendo, di fatto l'artigianalità e lo stile delle produzioni di alta moda e in generale del lusso rimangono inalterate anche dopo le acquisizioni, risultando perciò uno dei valori aggiunti di molti brand italiani.

Uno dei problemi che è possibile rilevare – in parte già accennato con il concetto di trattenimento degli utili in mano straniera – è dovuto al fatto che le aziende del lusso italiano, una volta ceduta la proprietà, non hanno più la possibilità di appropriarsi interamente del valore generato dall'intera catena, facendo sì che solo una piccola parte rimanga a propria disposizione.

A tal proposito, secondo una stima della società Pambianco il costo di un abito prodotto da un brand italiano (e di fatto appartenente ad un gruppo straniero una volta effettuata l'acquisizione) e venduto tramite la rete *retail* o *wholesale* può essere suddiviso lungo differenti componenti dell'intero valore, secondo quanto mostrato dalla **Figura 6.1**.

⁶⁹ A titolo esemplificativo, vanno ricordati i più importanti distretti produttivi in ambito dei beni di lusso: il distretto toscano delle calzature e in generale della pelletteria e quello del laniero nel Biellese.

Figura 6.1 Articolazione della catena del valore di un prodotto di lusso



Fonte: Pambianco

Ovviamente l'elevata qualità e artigianalità del prodotto denota qualunque tipo di bene di lusso, ma l'ampia fetta di valore di un prodotto è generata soprattutto dal *retail*, ovvero dall'insieme di elementi che portano un giusto prodotto, con un giusto appeal al giusto tempo, identificabili solitamente tramite la *customer experience* e una buona comunicazione. In sostanza, la qualità del prodotto deve essere associata ad una serie di fattori emotivi (e spesso non propriamente razionali) che conferiscono maggiore valore al prodotto stesso.

Analizzando in termini economici la questione, ciò che interamente attribuibile al paese Italia è tutta la parte produttiva, che come visto non costituisce un enorme valore rispetto alla totalità che un bene di lusso può generare. Invece dal lato distributivo e di comunicazione spesso il comando passa completamente in mano straniera (per la maggior parte francese dato le ultime operazioni avvenute all'interno del mercato), così come la parte di valore generato di cui esse possono appropriarsene per buona parte.

Per garantire l'accesso a maggiori risorse finanziarie e sostenere quindi la crescita, le imprese possono adottare anche una **seconda soluzione**, ovvero la quotazione in Borsa, scelta peraltro condivisa da molte aziende italiane del lusso e dell'alta moda, specialmente negli ultimi anni.

Quello della crescita delle aziende del lusso e della moda è un tema principale, alla luce delle nuove opportunità offerte dai mercati esteri (specialmente nei paesi emergenti). Per espandersi nella crescita, le imprese hanno bisogno di risorse, finanziarie e umane, le quali possono essere rapidamente fornite tramite il collocamento in borsa delle azioni, che permette alle aziende una velocità spinta operativa e una grande apertura di visibilità nei confronti del mercato.

A supporto di questa ricorrente modalità di reperimento di risorse vi sono numerosi casi aziendali: *Prada* (sbarcata alla Borsa di Hong Kong nel 2011), *Salvatore Ferragamo* (2011), *Brunello Cucinelli* (2012), *Italia Independent* e *Moncler* (entrambe quotate nel 2013).

Le aziende citate sono ulteriore conferma che la creatività, la qualità e la passione dei brand italiani è stato oggetto di riscontro positivo da parte dei mercati finanziari, anche se le recenti condizioni macroeconomiche non siano propriamente positive.

La quotazione in borsa permette a queste aziende di attrarre sia nuove risorse finanziarie sia nuovi manager che hanno la possibilità di riorganizzare le imprese, consolidare le strutture finanziarie e adattare maggiormente alla struttura globale di cui necessitano per la competizione a livello internazionale.

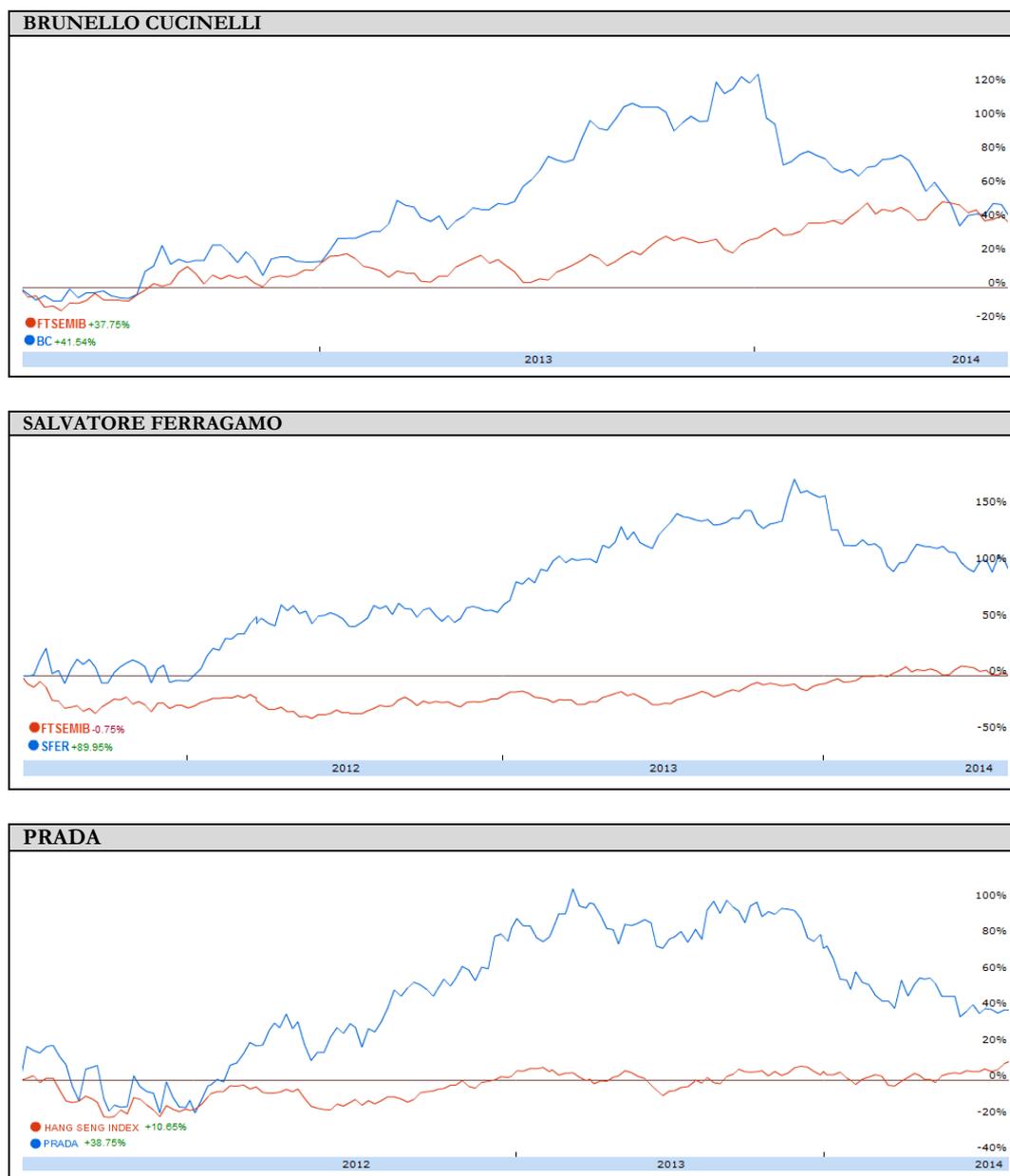
Il riscontro positivo di questa modalità di crescita da parte del mercato è dimostrabile attraverso due elementi fondamentali:

- L'andamento dei titoli quotati rispetto l'indice di mercato;
- La valutazione dei multipli da parte degli investitori.

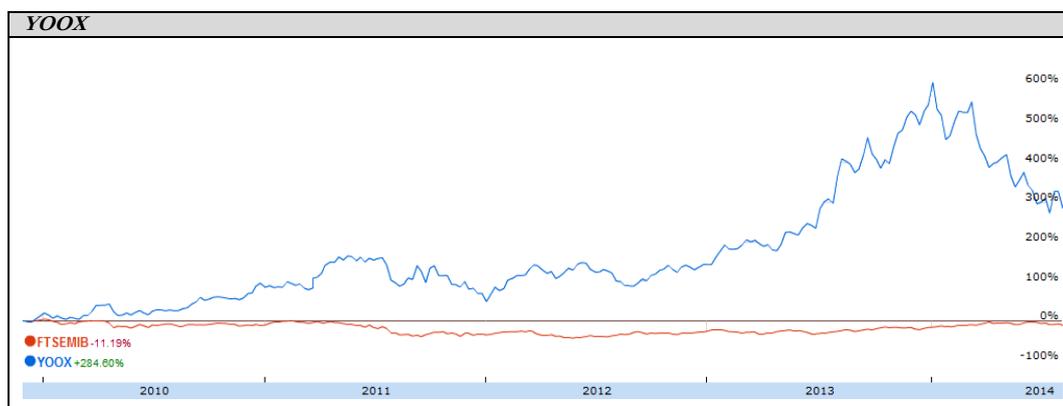
Riguardo all'andamento registrato dai titoli quotati all'interno del mercato è possibile fare una breve schematizzazione a livello grafico. In particolare, nel **Grafico 6.2** vengono riportati gli andamenti delle aziende del lusso e dell'alta moda

(includendo nel paniere anche i retailer online) in relazione agli indici di Borsa di riferimento⁷⁰.

Grafico 6.2 L'andamento dei titoli quotati delle aziende italiane del settore del lusso e dell'alta moda



⁷⁰ In particolare si è utilizzato: l'indice FTSE MIB per il confronto dei titoli quotati in Italia, mentre per i titoli quotati nella Borsa di Hong Kong (in particolare Prada) si è utilizzato l'indice HANG SENG



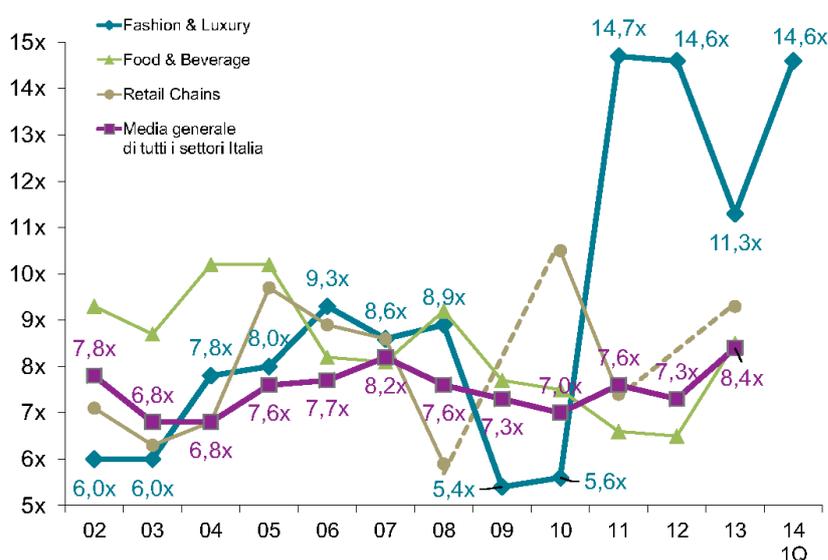
Fonte: Elaborazione personale su dati di Borsa/Google Finance

I periodi presi in considerazione spaziano dal primo giorno di negoziazione dei titoli sino a luglio 2014. Ciò che emerge dai grafici precedenti è che, in tutti i casi considerati, la performance generata dal titolo è di gran lunga superiore a quella registrata dall'indice di Borsa di riferimento. Vanno comunque precisate due cose: in primo luogo, il 2014 si è mostrato piuttosto negativo per la quasi totalità dei prezzi dei titoli considerati nel nostro caso, rappresentando un dato in contrasto con la crescita e l'andamento del mercato del lusso e dell'alta moda. In secondo luogo, tra i titoli considerati, va rilevato che *Moncler* si è sempre attestata di sotto all'indice di Borsa, sebbene la sua IPO abbia registrato un notevole successo da parte degli investitori e dal mercato. Poiché la negoziazione dei titoli è avvenuta a Dicembre 2013, non è ancora possibile tracciare un'analisi per lo meno su base annuale, come invece è possibile per gli altri titoli considerati.

Per quanto riguarda invece la valutazione dei multipli, il valore di essi è aumentato specialmente se rapportato ai livelli attestati prima della crisi. In particolare considerando un multiplo, precisamente il rapporto tra *Enterprise Value* e Margine operativo lordo (EBITDA), e confrontandolo con i dati storici, è possibile constatare come esso sia cresciuto anche rispetto ai dati pre-crisi.

Com'è possibile notare dal successivo grafico (**Grafico 6.3**), gli investitori riconoscono al settore del lusso e dell'alta moda valori raddoppiati (e in taluni anche oltre) rispetto agli altri settori.

Grafico 6.3 L'andamento del multiplo EV/EBITDA nel settore del lusso e dell'alta moda



Fonte: AIFI directory M&A 2014 – analisi KPMG su elaborazioni Fineurop Soditic

Nonostante la via della quotazione rappresenta una strada particolarmente rapida per lo sviluppo delle aziende, a parte alcune imprese, molti sembrano essere riluttanti sull'utilizzo di questa modalità di crescita. Per coerenza con la trattazione, la società di consulenza *Pambianco Strategie di impresa* annualmente redige un report individuando, tramite un particolare studio⁷¹, le aziende italiane del lusso (e dell'alta moda) che rispettano una serie di requisiti oggettivi e tecnici per potersi quotare in Borsa entro un orizzonte di medio periodo (indicativamente quindi nell'arco temporale di 3-5 anni).

⁷¹ Si veda a tal proposito: *Le quotabili 2013*, Pambianco Strategie di impresa.

Questo studio confronta le diverse aziende stilando una classifica di cinquanta aziende alle quali viene attribuito un punteggio ponderato da percentuali differenti, che dipende dai seguenti fattori: crescita e EBITDA medio percentuale degli ultimi tre anni; notorietà del brand; dimensione dell'azienda; livello di vendite all'estero; forza distributiva; livello di indebitamento e fascia di mercato servita (a secondo che si operi nel lusso o nelle fasce medie o medio/alte). Pertanto la classifica stilata dalla *Pambianco* individua una serie di aziende che per le proprie caratteristiche potrebbero essere pronte per sbarcare a Piazza Affari e beneficiare di una maggiore crescita, fermo restando che molte di loro – specialmente le prime in classifica – possono contare su risorse finanziarie in maniera diretta. Tra le imprese individuate dalla società, è possibile selezionare alcune appartenenti al segmento dell'alta moda, tra cui ricordiamo: Giorgio Armani, Ermenegildo Zegna, Dolce & Gabbana, Gianni Versace, Etro, Roberto Cavalli, Ermanno Scervino, Missoni, Max Mara, Furla, Kiton, Elisabetta Franchi, Giuseppe Zanotti (Vicini S.p.A.), Patrizia Pepe e Peuterey Group.

Nel presente elaborato l'attenzione è principalmente focalizzata sulle prime due forme di soluzione in quanto costituiscono l'oggetto principale della trattazione e le modalità di crescita maggiormente percorse dalle aziende del lusso, ma comunque è più o meno doverosa una generica attenzione anche alle **ultime due soluzioni**, in quanto costituiscono le dinamiche presenti all'interno del settore, specialmente in riferimento agli ultimi decenni.

Infatti la crescita e lo sviluppo delle aziende del lusso e dell'alta moda può passare anche mediante apporto di risorse in maniera diretta dagli imprenditori o azionisti che controllano le imprese stesse. Questa modalità di crescita non è molto diffusa all'interno del settore perché le imprese nascono come piccole realtà, si sviluppano e spesso gli imprenditori/azionisti non hanno le possibilità per finanziare lo sviluppo. Vi sono però due casi da segnalare che grazie all'investimento interno e all'apporto di risorse sono cresciute in maniera vertiginose, divenendo realtà al pari di molti altri brand concorrenti. È il caso di *Ermenegildo Zegna*, azienda del lusso biellese specializzata nel segmento di alta fascia maschile e nella produzione di tessuti, la quale – grazie alle ampie risorse finanziarie messe a disposizione dalla famiglia che la gestisce e controlla – continua a crescere a livello globale (si pensi che l'azienda esporta in paesi esteri il 98% della propria produzione) e ad investire notevolmente

per lo sviluppo e la creazione di una filiera interamente controllata (sia a monte che a valle). Segue l'orientamento di Zegna anche un altro dei colossi italiani dell'alta moda: *Giorgio Armani*. Lo stilista per l'appunto si è sempre mostrato contrario all'apertura di soggetti terzi all'interno dell'azienda, che potrebbero creare ingerenze con la natura prettamente creativa delle imprese appartenenti al segmento dell'alta moda⁷². Lo stesso Gruppo Armani è stato più volte interesse sia dei gruppi del lusso francese (in particolar modo da Louis Vuitton) e da parte del mercato borsistico, data l'elevato valore per cui è stimata l'azienda⁷³.

L'**ultima via** percorribile dalle case di alta moda e di lusso per sostenere la loro crescita potrebbe essere l'ingresso nella compagine azionaria di un fondo d'investimento. Infatti, la solidità del business *Fashion & Luxury*, unita alle possibilità di ulteriore sviluppo hanno esercitato un'attrazione sempre crescente nei confronti di società di Private Equity e di investitori finanziari (tipicamente i fondi). Questa strada sembra essere percorsa da numerosi brand, come mostrato dalla seguente tabella (**Tabella 6.2**).

L'accesso di questi operatori finanziari nel mercato dell'alta moda ha consolidato la loro posizione come soggetti capaci di favorire la crescita all'interno del settore del lusso. In linea generale, essi svolgono un ruolo fondamentale data la scarsità di imprenditori interessati a percorrere la via delle acquisizioni e la creazione di poli aggregati del lusso (sulla via di quanto gli imprenditori francesi hanno fatto).

⁷² *Armani* "La moda è in mano alle banche", La Stampa, 22 giugno 2011.

⁷³ Secondo quanto riportato da Carlo Festa (Blog de "Il sole 24 ore") il 31 dicembre 2013: "Il gruppo *Giorgio Armani* ha chiuso il 2012 con ricavi per oltre 2 miliardi di euro, con un utile netto di 194,2 milioni e un margine operativo lordo a 416,4 milioni, oltre che liquidità in cassa per oltre 500 milioni di euro. *Moncler* si è quotata a 17,3 volte il margine operativo lordo e 30,9 volte gli utili. Ma la media dei competitor nel settore del lusso e fashion è di 20,3 volte l'EBITDA e 37,3 volte gli utili. Quindi sulla base di questi multipli *Armani* potrebbe valere tra 7 e 8 miliardi di euro (cioè 194,2 milioni di utile netto moltiplicato per 37,3 volte oppure 416,4 milioni di EBITDA moltiplicato per 20,3 volte). *Armani* potrebbe dunque andare a confrontarsi con big come *Lvmh* ed *Hermes*, anche se rispetto a questi gruppi è più concentrato sull'abbigliamento".

Tabella 6.2 Le acquisizioni dei fondi di investimento/private equity (1999-2014)

MAYHOOLA FOR INVESTMENT (Qatar)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Valentino</i> ▪ <i>Pal Zileri</i> [65% azioni; mentre il restante 35% fa capo ad Arafa Holding (Egitto)]
BLACKSTONE (Stati Uniti)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Gianni Versace</i> (20% delle azioni)
PYRRHO INVESTMENTS (Cina)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Mariella Burani</i>
L CAPITAL (Francia)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Giuseppe Zanotti</i> (30% delle azioni)
DA VINCI INVEST (Svizzera)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Bruno Magli</i>
MUBADALA DEV (Emirati arabi)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Ballantyne Cashmire</i> (40% delle azioni)
BC PARTNERS (UK)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Gruppo Coin</i>
EURAZEO (Francia)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Moncler</i> (23,33% delle azioni*)

*=dati aggiornati al 31 Luglio 2014

Fonte: Elaborazione personale

In particolare, dal 2000 ad oggi le acquisizioni realizzate da questi soggetti economici – secondo dati KPMG – costituiscono il 24% del monte totale di operazioni di M&A avvenute all'interno del settore. Inoltre, sulla base degli stessi dati, a partire dal 2010 gli investimenti si sono intensificati ulteriormente, attestandosi ad una media del 50% delle operazioni realizzate nel quadriennio.

Dal punto di vista dei segmenti, quello dell'alta moda (o comunque in generale l'abbigliamento) rimane la preda più ambita da parte degli investitori finanziari, sebbene tale segmento stia perdendo quote di attrattività. Come riportano le analisi KPMG, oltre a questo segmento anche l'*extralusso* è un segmento molto in crescita, mentre sia la pelletteria che gli accessori rimangono in una posizione stabile.

Solitamente i fondi di private equity o d'investimento non hanno finalità strategiche correlate ai business e all'effettiva crescita aziendale. Spesso il loro obiettivo è quello di far accrescere il valore dell'azienda e rivenderla successivamente, in modo da generare maggiore liquidità dall'investimento effettuato. In tal senso è un esempio l'ingresso del fondo Permira in *Valentino Fashion Group*, partecipazione nuovamente ceduta ad un altro fondo non appena è stata effettuata la riorganizzazione aziendale e la ristrutturazione del debito, operazioni che di certo consentono un aumento del valore della partecipazione, e quindi anche l'effettivo controvalore realizzabile in caso di cessione.

Sebbene queste ultime forme di crescita possono essere equiparate alle acquisizioni, differiscono notevolmente da queste ultime, perché spesso le imprese acquirenti hanno dei forti interessi a livello aziendale e strategico nell'investimento in società *target* che non si esaurisce in una mera finalità finanziaria, ma è inquadrabile spesso come un allargamento delle strategie di portafoglio dei business. E in tal senso i casi aziendali di M&A – oggetto di trattazione del prossimo paragrafo – inquadreranno il problema a livello strategico.

Insieme ad essi, il focus delle dinamiche recenti del settore sarà orientato anche all'analisi delle quotazioni in borsa di aziende appartenenti al segmento del lusso e dell'alta moda.

6.2 Le recenti operazioni di M&A e IPOs: razionali strategici

6.2.1 LVMH acquisisce Loro Piana

6.2.1.1 L'azienda

Loro Piana è un'azienda italiana attiva nella produzione di tessuto ed abbigliamento prevalentemente in cashmere o comunque in generale con lane pregiate.

Il suo posizionamento strategico di leadership a livello globale stabilisce un primato a livello mondiale sia nella trasformazione del cashmere sia dell'acquisto di lane fini.

Le origini storiche hanno radice nelle attività della famiglia Loro Piana, che operava sin dal 1800 nella commercializzazione di tessuti e panni in lana. Il ruolo dell'industrializzazione alla fine del secolo è stata determinante per l'assetto dell'azienda, configuratasi come viene attualmente conosciuta.

Infatti, nel 1924 Piero Loro Piana fonda a Quarona – piccolo paese in provincia di Vercelli – la società attuale, all'epoca denominata Ing. Loro Piana & C.

Un primo cambio strategico avviene, durante gli anni Settanta, con l'ingresso in azienda della nuova e attuale generazione della famiglia – Sergio e Pier Luigi Loro Piana – che hanno consolidato la posizione dell'azienda come leader mondiale nella produzione di tessuti in lana di alta gamma.

Gli anni Ottanta e Novanta si caratterizzano per una svolta all'interno delle attività aziendali. Innanzitutto inizia una forte espansione all'estero (in modo speciale in Giappone e negli Stati Uniti). Oltre la componente internazionale, va evidenziata anche l'inizio della vendita dei prodotti finiti. Da questo momento, l'azienda struttura la propria organizzazione in due principali divisioni: tessile e *luxury goods*.

La prima divisione si occupa della produzione di tessuti, filati, stoffe esclusive per interni ed arredamenti. Essa è ulteriormente suddivisa in tre unità di business: *fabrics* per la produzione di tessuti pregiati che vengono venduti a confezionisti, stilisti e alla divisione *luxury goods*; l'unità *yarn* per la realizzazione di filati pregiati venduti sia alla suddetta divisione sia a maglifici e stilisti selezionati; infine la business unit *interiors* per la tessitura di tessuti esclusivi per l'arredamento.

La divisione *luxury good*, la quale si occupa della creazione, dello sviluppo e per la produzione di abbigliamento di alto prestigio – servendosi di tessuti esclusivi e preziosi – per uomo, donna e bambino. Oltre ai prodotti di maglieria, *leisurewear* e *sportwear* l'azienda ha arricchito la propria gamma di offerta con la pelletteria, gli accessori e i complementi d'arredo.

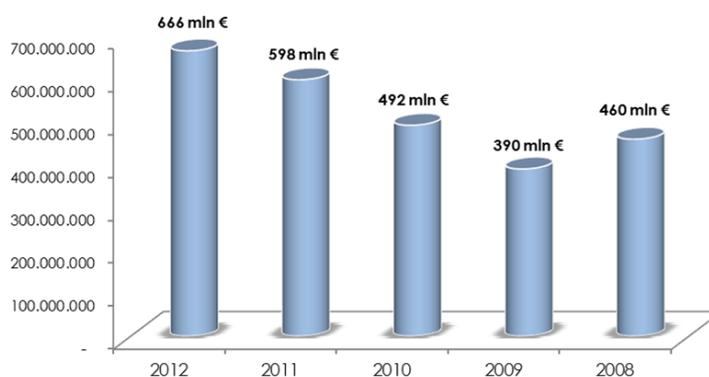
Oggi Loro Piana ha sviluppato una rete di negozi monomarca di oltre 130 unità distribuiti in tutto il mondo e in pochi e selezioni negozi multimarca.

Per avere il controllo completo della qualità e della filiera produttiva, l'azienda ha una struttura altamente integrata e verticalizzata. Le zone di produzione dei tessuti sono concentrate in Valsesia, negli Stati Uniti e in Mongolia. Inoltre, la presenza capillare nei mercati esteri è garantita grazie all'ampia presenza di uffici commerciale distribuiti nei diversi Paesi.

6.2.1.2 Profilo economico-finanziario e valore sostenibile

Il bilancio di Loro Piana S.p.A. ha registrato nel 2012 un fatturato quasi pari ai 666 milioni di euro ed un margine EBIT inteso come rapporto tra margine operativo lordo e ricavi di vendita del 14,7%, mentre la media di settore dell'indice si attesta al 12,4% (Dati Altagamma). In termini di fatturato, va evidenziata una forte crescita dall'anno prima dello scoppio della grande crisi sino al 2012, come mostrato dal grafico successivo (**Grafico 6.4**).

Grafico 6.4 Andamento del fatturato di *Loro Piana S.p.A*



Fonte: Elaborazione personale su dati Amadeus

Sempre in relazione all'ultimo anno disponibile, ovvero al 2012, l'utile generato dall'azienda è stato quasi pari ai 66 milioni ed il ROE⁷⁴ uguale al 25,7%, mentre il capitale sociale a inizio anno era pari a 40 milioni di euro. Un ultimo dato che mostra il sentore della redditività generata dall'azienda può essere rappresentato dal ROI, il quale si attesta – sempre in relazione all'anno 2012 – ad un valore pari al 31,1%, mentre la media del settore è uguale all'13,4%.

Per ciò che concerne il valore sostenibile, va evidenziato un aspetto di fondamentale importanza, in altre parole l'attenzione e il forte controllo sulla qualità che si riflette in prodotti molto esclusivi, con un posizionamento di prezzi in linea (ma a tratti lievemente superiore, sebbene sia giustificato dall'esclusività dei beni prodotti) rispetto ai suoi concorrenti, con la conseguenza che il segmento di clientela servito dall'azienda è altamente identificabile. L'orientamento strategico di puntare ad un approccio di tipo *value-driven* impatta in tutta la filiera di produzione.

I destinatari finali di Loro Piana sono consumatori molto sofisticati, con un'attenzione particolare all'eleganza e non facilmente influenzabili da fenomeni momentanei tipiche del mondo *fashion*, ma maggiormente orientati alla ricerca di una qualità più elevata, motivo per il quale essi sono oggetto di raffinate campagne di advertising e di azioni di marketing unilaterali (*One to One*).

Il processo di creazione di valore dell'impresa è un processo che spesso coinvolge direttamente i clienti, adottando un'ottica di condivisione dei valori stessi, ad esempio tramite forme di *sponsorship* di eventi sportivi di particolare rilievo. La motivazione di base concerne alcuni valori legati, che Loro Piana associa a determinate iniziative. Nel caso in esame, tra i valori ritrovati in questi sport – solitamente sport di nicchia quali l'equitazione, la vela e le auto d'epoca – e in cui essa si identifica, vanno riconosciuti: «l'eleganza, la nobiltà dei gesti, l'*heritage*, la raffinatezza, l'amore per il mare, il gusto del bello, della sfida e della competizione». Solitamente, come anticipato, i fruitori di questi sport sono pubblici molto attenti ed esigenti, i quali preferiscono dei prodotti altamente tecnici e ricercati⁷⁵.

L'esigenza di garantire una ricercata qualità richiede all'azienda di avere il controllo della filiera sin dalle fasi iniziali della produzione. Per comprendere la

⁷⁴ Calcolato utilizzando l'utile netto al numeratore

⁷⁵ Per gli sportivi sono peraltro stati realizzati anche prodotti in tessuti delicati e tecnici

direzione sul controllo della filiera, ad esempio è possibile considerare uno dei filati più pregiati, caposaldo della tradizione di Loro Piana: il baby cashmere. Questo filato gode di un particolare effetto coibentante e si ottiene tosando una particolare razza di capre provenienti dalla Mongolia, che hanno un'età inferiore ad un anno⁷⁶.

Per avere il controllo esclusivo e l'accesso diretto a questa forma di risorsa altamente scarsa, l'azienda ha dovuto confrontarsi con i pastori nomadi provenienti dalla Mongolia. Dopo anni di contrattazioni per l'ottenimento di collaborazione da parte degli stessi, gli esperti Loro Piana si recano annualmente nella regione per la contrattazione e per il controllo della fase di tosatura.

Quindi, in questo senso, sono necessari la piena comprensione e il rispetto di una cultura completamente differente da quella della casa madre⁷⁷.

Per stimolare e continuare a sostenere il rispetto della cultura locale delle fattorie di produzione dei filati, l'azienda ha istituito anche premi per i migliori produttori di filati al mondo⁷⁸.

Questi riconoscimenti vanno alla professionalità, alle capacità e alla passione con cui queste fattorie lavorano. Ed è proprio grazie ai loro sforzi che l'industria laniera può contare di qualità e finezza delle fibre totalmente impensabili fino a decenni fa.

⁷⁶ Per comprendere la particolarità, l'importanza del tessuto e l'esclusività del prodotto basti pensare che per realizzare una maglia in cachemire è necessario tosare diciannove animali

⁷⁷ Va inoltre ricordato che Loro Piana costituisce il primo esempio di azienda a capitale europeo che ottiene il diritto alla contrattazione diretta con i pastori della zona

⁷⁸ Ad esempio, nel 2010 ha premiato la fattoria neozelandese Lindis Ridges, nell'area del Mid Canterbury, vincitrice della Loro Piana *world wool record challenge cup* per la produzione della lana più fine al mondo, pari a 10.9 micron

6.2.1.3 L'operazione di acquisizione

Il 5 dicembre 2013 è stata completato il processo di acquisizione (iniziato l'8 luglio precedente) dell'80% delle quote di capitale di *Loro Piana* da parte del gruppo LVMH, multinazionale francese con sede a Parigi e operante nel settore dei beni di lusso con un portafoglio di brand di oltre 60 marchi di alta gamma, tra cui *Dior*, *Bulgari* e *Moët & Chandon*, etc). Il prezzo dell'operazione è stato pari a 2 miliardi di euro.

Come anticipato, l'acquisizione riguarda solo l'80% del capitale, mentre il restante 20% del capitale azionario dell'azienda rimane in capo a Pier Luigi Loro Piana, attuale Vice Presidente della società.

La famiglia Loro Piana si è detta orgogliosa di essere parte di un gruppo multinazionale ben strutturato, che allo stesso modo sta dimostrando di poter preservare e far crescere le attività dell'azienda, con il contestuale rispetto della tradizione e dei valori caratteristici.

Dal lato opposto, Bernard Arnault, attuale Amministratore Delegato di LVMH, ha affermato che l'operazione potrà generare in futuro forti sinergie, grazie alla condivisione di valori di elevata qualità e di una *long term vision* tipica delle due aziende. L'approfondimento sulle motivazioni strategiche che hanno spinto Loro Piana a cedere le quote azionarie – e di contro l'acquisizione da parte di LVMH – con le contestuali sinergie realizzabili saranno oggetto di trattazione nel prossimo paragrafo.

6.2.1.4 Le motivazioni strategiche

Una completa comprensione dell'operazione di acquisizione di *Loro Piana* da parte del gruppo LVMH richiede un'analisi dal punto di vista strategico e delle sinergie che possono essere generate dopo l'acquisizione, sebbene le due strutture aziendali siano rimaste indipendenti, in modo da garantire la piena autonomia e cultura dell'azienda italiana.

Per facilitare la lettura dei razionali strategici sottostanti l'operazione di acquisizione di *Loro Piana* da parte di LVMH è possibile evidenziare i seguenti motivi:

- 1) **Crescita del portafoglio di brand di LVMH** : l'acquisizione di *Loro Piana* permette al gruppo *Louis Vuitton* di ampliare il portafoglio di brand entrando in un segmento ad essi ancora non completamente esplorato, ovvero quello dei tessuti in cashmere e degli abiti sartoriali maschili. Quest'acquisizione, inoltre, permette di rafforzare il già ricco portafoglio di brand, inserendo al suo interno un marchio con una forte identità, esclusività, cultura e reputazione;
- 2) **Condivisione materie prime:** l'acquisizione di *Loro Piana* da parte di LVMH permette a quest'ultimo di usufruire del prestigio dei tessuti lanieri prodotti dall'azienda biellese e di utilizzarli nell'allestimento dell'abbigliamento con gli altri brand del gruppo;
- 3) **Appartenenza ad un gruppo strutturato e con una forte *reputation* globale:** l'ingresso di *Loro Piana* all'interno del gruppo Louis Vuitton permette alla stessa di fare parte di un gruppo globalmente conosciuto come ambasciatore del lusso. Quindi l'operazione permette all'azienda – che finora è stata improntata da una gestione tipicamente familiare – di essere parte di un'organizzazione strutturata e altamente internazionale;
- 4) **Maggiore forza contrattuale:** l'appartenenza ad un gruppo straniero e con un'alta reputazione permette a *Loro Piana* di godere di una maggiore forza contrattuale in quanto appartenente e associata come brand al gruppo LVMH. Allo stesso modo, l'acquisizione permette al gruppo francese di esplorare in maniera più o meno diretta le negoziazioni e le contrattazioni in Mongolia con i pastori locali e di beneficiare allo stesso tempo di costi minori, dovuti alla presenza di economie di scala.
- 5) **Condivisione know-how sul *retailing* e comunicazione:** l'acquisizione da parte di LVMH permette a *Loro Piana*, inoltre, di godere di un know-how specializzato, qualificato, distintivo e altamente tecnico nelle competenze distributive e nello sviluppo della rete retail e wholesale per la commercializzazione dei beni prodotti. Oltre al retailing, la condivisione delle competenze del gruppo francese riguarda anche la comunicazione, senza che i clienti si accorgano della differenza, ma soprattutto – elemento fondamentale in questo settore – senza che la qualità delle produzioni venga intaccata.
- 6) **Condivisione know-how sulla produzione di tessuti:** il background aziendale del gruppo LVMH è completamente differente da quello sviluppato dall'azienda

biellese. Infatti, in linea con i principali concorrenti francesi, le competenze di LVMH afferiscono principalmente alla distribuzione. Mediante quest'acquisizione, il gruppo francese può godere in maniera diretta di un'ampia conoscenza e competenza sulla fase di produzione di tessuti in lana (sin dalla tosatura delle capre e la contestuale tessitura dei filati), cavallo di battaglia della tradizione italiana e in particolar modo del distretto del laniero biellese, in cui attualmente *Loro Piana* è collocata;

- 7) **Ingresso mercato nuovo e inesplorato:** mediante l'operazione di acquisizione di *Loro Piana*, il gruppo LVMH ha la possibilità di entrare – e di conseguenza di conoscere ed esplorare – in un mercato ancora non penetrato in maniera diretta dai propri brand (i quali ricordiamo che operano in segmenti o business differenti tra di loro sebbene possono esistere delle minime sovrapposizioni tra di loro). Infatti, la produzione e la relativa commercializzazione di tessuti pregiati in lana (in particolare il cashmere) – che costituiscono circa un terzo dell'intero fatturato di *Loro Piana* – permettono al gruppo francese sia di condividere gli stessi con il portafoglio brand come visto in precedenza che di approcciarsi direttamente alla produzione degli stessi tessuti.

Le acquisizioni effettuate – lungo i decenni passati – dal gruppo LVMH, a differenza del concorrente Kering il quale è maggiormente orientato alla crescita e allo sviluppo dei brand acquisiti, vanno intese anche in termini sinergici, visto l'importanza che essi rivestono per gli obiettivi sia aziendali che delle acquisizioni stesse. Volendo riassumere quanto visto in relazione agli effetti sinergici che l'operazione può generare, possiamo elencare i principali risvolti in tre categorie:

- **Sinergie di costo:** le principali sinergie di costo che possono nascere dall'acquisizione di *Loro Piana* da parte del gruppo francese LVMH riguardano principalmente l'uso delle materie prime prodotte dall'azienda biellese (in particolar modo i tessuti pregiati di lana cashmere o di altra natura) che possono essere utilizzate nella costruzione dell'abbigliamento o di accessori di tutti i brand che Louis Vuitton ha nel proprio portafoglio, in modo da beneficiare di economie di scala da questa forma di condivisione;

- **Sinergie derivanti da condivisione di know-how:** un ulteriore punto di vista per cui è possibile analizzare l'operazione di acquisizione in chiave sinergica concerne la condivisione di know-how. Innanzitutto la prima forma di condivisione deriva dall'ampia competenza del gruppo LVMH in tema di *retailing* e distribuzione, sulla quale la conglomerata francese ha costruito il suo successo e sulla quale si è specializzata maggiormente nel corso degli anni. Sulla stessa lunghezza d'onda, vanno pure considerati gli effetti sinergici che derivano dall'attività di comunicazione, non intesa meramente come forma di advertising del brand, ma considerandola nella genericità del termine e quindi sia in relazione ai rapporti interni tra il brand, ma soprattutto in relazione alle relazioni esterne (rapporto con gli investitori, la stampa, gli azionisti, etc.). Altre forme di sinergie possono derivare dal know-how di *Loro Piana* nella lavorazione di materiale pregiato laniero.
- **Sinergie da ricavo:** infine l'operazione di acquisizione messa a segno dal gruppo francese è inquadrabile in un'ottica di crescita dell'azienda *target* e in generale del settore del lusso nella maggior parte dei mercati mondiali (in particolare modo nei paesi emergenti quali Brasile, Russia, India, Cina, Sud Africa, etc.) visto che le prospettive future negli anni a venire si aggirano ad una probabile crescita a doppia cifra.

6.2.2 Brunello Cucinelli scende a Piazza Affari

6.2.2.1 L'azienda ⁷⁹

La storia dell'azienda è abbastanza recente, infatti, la sua nascita risale al 1978 quando l'imprenditore umbro Brunello Cucinelli - intuendo le potenzialità che il cashmere colorato avrebbe potuto rappresentare in termini d'innovazione nel segmento dell'abbigliamento – costituisce l'impresa a Ellera di Corciano (Perugia).

In seguito, la sede della società venne spostata nel borgo trecentesco di Solomeo, sempre in provincia di Perugia, in un castello acquistato nel 1985 da Brunello Cucinelli e da quest'ultimo restaurato.

Da allora il borgo di Solomeo è divenuto uno dei tratti distintivi dell'attività e della stessa impresa, tanto che lo stemma del borgo e l'immagine del castello vengono rappresentati nel logo dell'azienda, divenendone *codes* rappresentativi del brand.

A partire dalla metà degli anni Ottanta, l'azienda avvierà un sentiero di sviluppo che la porterà ad ampliare sia l'offerta dei propri prodotti sia i mercati geografici serviti, grazie ad una rapida crescita del canale di distribuzione *wholesale* (ovvero tramite boutiques multimarca).

Parte dell'ampliamento dell'offerta viene realizzata mediante l'acquisizione di una partecipazione nell'azienda *Rivamonti*, specializzata nel design e nella produzione di maglieria in lana, i cui prodotti verranno poi arricchiti con l'inserimento di seta e fili in cashmere, posizionandosi in tal modo affianco alla linea "*Brunello Cucinelli*".

Per favorire lo sviluppo globale nella vendita dei capi di maglieria prodotti, a fine 1986 viene costituita una sussidiaria negli Stati Uniti d'America, che potesse operare come rivenditore all'ingrosso e importatore negli USA di capi in cashmere.

Agli inizi degli anni Novanta, *Brunello Cucinelli* entra nella società *Gunex*, affiancando alle linee già esistenti di lana e maglieria, i pantaloni e le gonne per donna.

Nel 1994 viene lanciata la prima collezione uomo a marchio *Brunello Cucinelli* e viene aperto il primo negozio monomarca a Porto Cervo.

È soltanto agli inizi degli anni Duemila che si definisce la creazione di un'offerta prodotta di tipo *total look*. Pur restando l'attività incentrata sulla produzione di

⁷⁹ Adattamento dal sito internet Brunello Cucinelli

maglieria in cashmere, si sviluppano competenze interne per la realizzazione di nuovi prodotti (come camicie per uomo e per donna, e accessori come sciarpe) che in tal senso sono volte a completare le collezioni dei capi in maglieria, tutto svolto internamente senza concedere a terzi licenze per l'uso dei propri marchi.

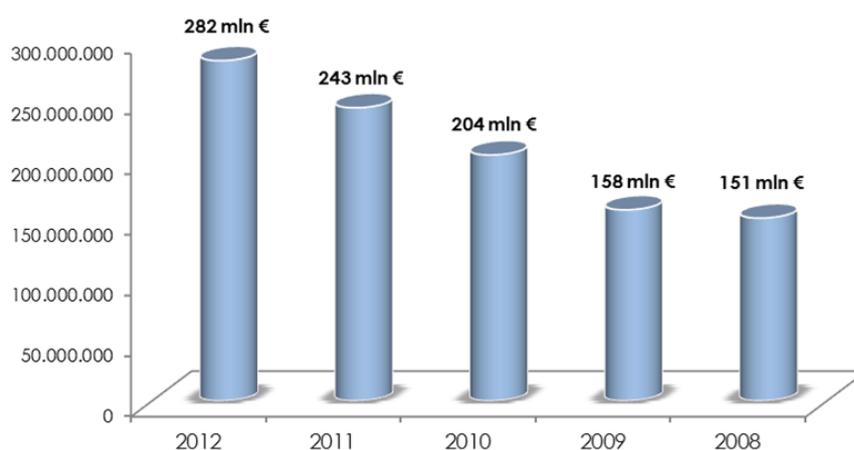
Dal 2005, la strategia di sviluppo dell'attività *retailing* si concentra sull'apertura di negozi monobrand (sia in *franchising* sia direttamente) in Italia e all'estero, ma soprattutto in alcune delle località più esclusive.

A partire dalla collezione F/W 2011-2012, i brand Rivamonti e Gunex cessano di essere utilizzati e l'intera offerta del Gruppo è circoscritta all'unico brand *Brunello Cucinelli*.

6.2.2.2 Profilo economico-finanziario e valore sostenibile

Il bilancio di *Brunello Cucinelli* ha registrato nel 2012 un fatturato di oltre 281 milioni di euro ed un margine EBIT inteso come rapporto tra margine operativo lordo e ricavi di vendita del 12,7%, mentre la media di settore dell'indice si attesta al 12,4% (Dati Altagamma), con un valore pertanto in linea con quanto performa il settore. In termini di fatturato, va evidenziata una forte crescita, come mostrato dal grafico successivo (**Grafico 6.5**).

Grafico 6.5 Andamento del fatturato di *Brunello Cucinelli S.p.A*



Fonte: Elaborazione personale da dati aziendali *Brunello Cucinelli*

Sempre in relazione all'ultimo anno disponibile, ovvero al 2012, l'utile generato dall'azienda è stato quasi pari ai 22 milioni ed il ROE⁸⁰ uguale al 18,6%, mentre il capitale sociale a inizio anno era pari a 13,6 milioni di euro. Un ultimo dato che mostra il sentore della redditività generata dall'azienda può essere rappresentato dal ROI, il quale si attesta – sempre in relazione all'anno 2012 – ad un valore pari al 34,6%, mentre la media del settore è uguale all'13,4%.

Il valore sostenibile, generato da *Brunello Cucinelli*, riveste un ruolo fondamentale per l'impresa. Ad esempio, l'azienda è fortemente riconosciuta per applicare regole stringenti in termine di *social responsibility* nel proprio business model, generando maggiore valore all'interno dell'organizzazione in linea con i suoi concorrenti. Il concetto di valore dell'azienda si percepisce già dalla concezione di *impresa umanistica*, dal luogo in cui essa è immersa e dalle persone che la compongono.

A ragione di tale motivo, Cucinelli è sempre stato certo che il ruolo dell'ambiente aziendale e della suggestività dei luoghi in cui l'impresa è immersa fossero degli elementi che potessero sviluppare la creatività umana e la condivisione di valori comuni. Infatti, per supportare questa teoria, l'imprenditore ha deciso di localizzare le attività della sua impresa presso il borgo trecentesco di Solomeo (PG), come mostrato dalla **Figura 6.2**.

Figura 6.2 Il castello di Solomeo (PG): sede produttiva e amministrativa di *Brunello Cucinelli S.p.A.*



Fonte: Confindustria Umbria

⁸⁰ Calcolato utilizzando l'utile netto al numeratore.

Ciò si riflette anche nella gestione delle attività aziendali, produzione in primis. Niente più stabilimenti industriali come si è abituati a vedere nella tradizionalità delle industrie (anche del settore), ma laboratori artigianali, come antichi cantieri medievali, che non hanno proprietari, ma soltanto una serie di ruoli e responsabilità diverse: in sostanza la concezione che si vuole creare è quella di vere botteghe d'arte.

In particolare, il principale valore sostenibile della *Brunello Cucinelli* risiede nell'eccellenza e nell'importanza delle risorse umane all'interno dell'impresa. Ogni persona è consapevole che il proprio lavoro (o ancor meglio l'opera, come definito dall'imprenditore stesso) costituisce un tassello indispensabile alla crescita comune. Quest'ultima è arricchita da elementi che salvaguardano la persona sia dal punto di vista qualitativo che della vita privata. Ad onor del vero, lo stesso Cucinelli afferma che: *“la qualità integrale è il frutto della qualità interiore di ognuno”*.

L'impresa umanistica realizzata da Cucinelli ha come obiettivo primario quello di essere parte di ogni regola etica. Mediante questa concezione, l'imprenditore umbro ha realizzato una nuova forma di capitalismo moderno con tradizioni radicate e antiche, dove il conseguimento del profitto rimane di certo l'obiettivo dell'impresa, ma esso deve essere realizzato senza recare danno all'ambiente (interno ed esterno) e soprattutto non deve essere volto alla generazione di unica ricchezza per l'imprenditore, bensì anche utilizzato per la crescita della condizione dei dipendenti e della loro vita umana⁸¹.

Il ruolo dell'uomo è il nucleo dell'impresa, costituendo il centro di qualsiasi attività o processo produttivo, di creazione di valore sostenibile, mentre la dignità umana viene restituita attraverso la riscoperta della coscienza.

⁸¹ Come dichiarato da un'intervista di Rachel Sanderson del Financial Times (“A snug philosophy”, 4 settembre 2011), Cucinelli afferma che: *“Il profitto deve andare ai lavoratori per dare loro dignità del lavoro e deve inoltre essere indirizzato anche verso la comunità locale che può essere un ospedale, un teatro o un monastero”*. A tal motivo, lo stesso imprenditore ha deciso di indirizzare i 5 milioni di utili derivati dalla quotazione in Borsa dell'azienda ai 783 dipendenti, giustificando tale divisione come un ringraziamento a chi ha contribuito – con il proprio lavoro – alla crescita dell'azienda.

6.2.2.3 L'operazione di quotazione ⁸²

Il 2 Febbraio 2012, *Brunello Cucinelli S.p.A.* ha presentato – sia alla Consob che a Borsa Italiana – formale richiesta di ammissione alla quotazione delle azioni ordinarie sul MTA della Borsa di Milano. Le banche d'investimento scelte a seguire l'intera operazione di sottoscrizione sono Mediobanca e Merrill Lynch.

Come dichiarato dallo stesso fondatore, la motivazione principale del collocamento in borsa di *Brunello Cucinelli* risiede nell'assecondare gli obiettivi di crescita sana, garbata e sostenibile. L'impresa, mediante l'acquisizione, accoglierà nuovi e giovani manager da tutto il mondo con i quali è possibile confrontarsi.

L'IPO complessiva dell'azienda ha per oggetto un massimo di 20.400.000 azioni ordinarie (strutturate come indicato nella **Tabella 6.3**), le quali costituiscono il 30% del capitale sociale della società al termine dell'operazione. In particolare, le azioni oggetto di IPO sono suddivise in:

- un'offerta pubblica di un minimo di 2.040.000 azioni, corrispondenti al 10% delle azioni offerte, rivolta al pubblico indistinto in Italia;
- un contestuale collocamento istituzionale di un massimo di 18.360.000 azioni, corrispondenti al 90% delle azioni offerte, rivolto agli investitori professionali italiani ed esteri (con esclusione di Australia, Canada e Giappone).

Tabella 6.3 Struttura della IPO di *Brunello Cucinelli S.p.A.*

Azioni Pre IPO	60.000.000
Numero azioni oggetto dell'offerta globale (esclusa Greenshoe ⁸³)	20.400.000
- di cui: numero azioni di nuova emissione	8.000.000
- di cui: numero azioni esistenti in vendita	12.400.000
Numero azioni destinate all'offerta pubblica	2.040.000
Numero azioni destinate al collocamento istituzionale	18.360.000
N. azioni destinate alla Greenshoe	2.040.000
Azioni Post IPO (esclusa Greenshoe, nell'ipotesi di integrale sottoscrizione)	68.000.000

Fonte: Borsa Italiana

⁸² Fonte informazioni: Ufficio Stampa Brunello Cucinelli S.p.A.

⁸³ Come riportato dal sito di Borsa Italiana: "La green shoe, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori".

L'intervallo di valorizzazione indicativa individuato per l'IPO di *Brunello Cucinelli* è compreso tra un minimo di € 6,75 per azione ad un massimo di € 7,75.

La finestra temporale dell'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di azioni Brunello Cucinelli S.p.A. ha avuto inizio il 16 aprile e termine il 27 aprile 2012, sebbene visto il successo ottenuto – con una domanda significativamente superiore di 17 volte rispetto le azioni inizialmente offerte – si è proceduto ad una chiusura anticipata dell'operazione al 23 aprile.

Va ricordato inoltre che, sulla base del prezzo massimo di offerta di € 7,75 per azione, la capitalizzazione di borsa, non appena conclusa la fase di IPO, di *Brunello Cucinelli* è pari a 527 milioni di euro.

L'inizio delle negoziazioni sul mercato azionario è stato fissato – mediante provvedimento di Borsa Italiana – per il 27 aprile 2012 e, quindi, sempre per il medesimo giorno è stato fissato il pagamento delle azioni sottoscritte.

6.2.2.4 Le motivazioni strategiche

La spinta della corsa verso la quotazione a Piazza Affari da parte di *Brunello Cucinelli* scaturisce da una serie di elementi, relativi alla crescita dell'azienda, che possono essere riassunte nel seguente modo:

- 1) **Attrarre nuovi manager:** probabilmente la scelta di quotarsi a Piazza Affari è legata principalmente all'aumento della componente internazionale, già ampiamente sviluppata. Con l'ingresso in Borsa, infatti, si attrae in maniera parallela il coinvolgimento di nuova forza lavoro, in particolar modo manager provenienti da tutto il mondo, disposti a lavorare all'interno dell'azienda, capaci di cogliere nuovi confini e magari guidare l'azienda stessa.
- 2) **Aumentare la visibilità internazionale:** un altro motivo che ha guidato la decisione dell'azienda di collocare in Borsa le proprie azioni va ricercato nella ricerca di una maggiore visibilità. Il brand è collocato – in termini di posizionamento – nel segmento di lusso assoluto, grazie alla sua italianità, un valore riconoscibile e apprezzato. Come ribadito da uno studio di Bain & Company, sono soltanto nove i brand che possono fregiarsi di questo titolo: oltre a *Brunello Cucinelli*, in ordine alfabetico abbiamo: *Bottega Veneta*, *Brioni*, *Chanel*, *Dior*, *Hermès*, *Lanvin*, *Loro Piana* e *Valentino*. L'aumento della visibilità deve essere da intendersi anche come capacità ad attirare investitori stranieri, che credono nel progetto strategico dell'impresa.
- 3) **Sviluppo del retail:** questo razionale strategico è la base delle esigenze di crescita della maggior parte dei brand del lusso. Per quanto riguarda questo elemento, *Brunello Cucinelli* ha adottato una strategia di distribuzione “garbata”⁸⁴. La spiegazione che esiste dietro questa concezione risiede nel concetto di lusso per l'azienda stessa. Come affermato dallo stesso Cucinelli, negli anni precedenti, ogni brand tentava di posizionarsi all'interno del segmento del lusso assoluto, ma adottando strategie per essere accessibile, generando così confusione nella mente dei consumatori. La posizione di *Brunello Cucinelli* su questo tema è molto definita:

⁸⁴ Brunello Cucinelli: «Nel lusso sbaglia chi cerca crescita eccessiva», *Moda 24 – Il Sole 24 Ore*, 9 Novembre 2012.

se è accessibile, non è lusso. Pertanto, in linea con ciò, la strategia di retail adottata dall'azienda non prevede l'apertura di molti negozi.

Sebbene l'azienda sia orientata anche allo sviluppo del canale *wholesale* – che costituisce il 30% delle vendite – il maggiore sviluppo del retail sta avvenendo nel canale *monobrand*, con un piano di espansione selettiva nei negozi della capitali e locali turistiche esclusive, che di conseguenza richiedono un investimento di capitale maggiore.

- 4) **Sostenere la filosofia del gruppo e la dignità umana:** la quotazione in Borsa risponde anche a una visione più filosofica dei valori dell'azienda stessa. Infatti, lo stesso imprenditore umbro ribadisce: *“Un'impresa che produce benessere solo per i suoi soci non può avere vita. La nostra quotazione deve aiutare la mia terra, i nostri artigiani, che sono pagati troppo poco rispetto a quanto è il valore finale di vendita del prodotto. Dobbiamo ridare dignità alle persone, noi vogliamo una crescita sostenibile e garbata”*⁸⁵. Ciò scaturisce dalla volontà dell'azienda di voler portare in borsa il valore del *Made in Italy*, fatto di grande qualità e artigianato, ma anche il rispetto per il lavoro.
- 5) **Aumentare la capienza patrimoniale:** la quotazione mira di certo ad incrementare il capitale di rischio. Questa scelta potrebbe essere interpretata come un'esigenza scaturita dalle difficoltà di accesso al capitale di debito, dovuto agli effetti postumi della crisi globale. Quello che è possibile confermare sull'aumento della capienza patrimoniale è l'esigenza di far fronte, di assecondare ed essere in grado di seguire con rapidità e tempestività le dinamiche del mercato, sempre più internazionale e soggetto a repentini cambiamenti.
- 6) **Prolungare la vita della società:** prima della quotazione, la natura dell'azienda era per lo più di carattere familiare. L'obiettivo dell'imprenditore umbro è stato quello di aprire l'azienda agli investitori e ai manager esterni. In tal modo, è possibile cogliere le opportunità future che il mercato globale può generare, in una panoramica di lungo termine (20, 30, 40 anni). La concezione d'impresa di Brunello Cucinelli – da intendersi come definizione di natura temporale – è quella di *“custodi di quanto possediamo e abbiamo l'obbligo di farlo al meglio per lasciare agli altri qualcosa di più”*⁸⁶.

⁸⁵ Brunello Cucinelli: *«In Borsa più forti e sostenibili»*, Affari Italiani, 16 aprile 2012.

⁸⁶ Brunello Cucinelli: *«Sogno azionisti fedeli»*, Il Mondo, 8 luglio 2011.

6.2.3 Kering acquisisce Brioni

6.2.3.1 L'azienda

Fondata nel 1945, *Brioni* – storica casa di moda italiana dell'abbigliamento di lusso per uomo – è riconosciuta attualmente come un'autorità nell'ambito dell'eleganza e dello stile italiano. Le sue origini nascono a opera del sarto Nazareno Fonticoli e dal suo socio Gaetano Savini, i quali aprirono il loro primo negozio a Roma in Via Barberini, alla fine della seconda guerra mondiale.

Sebbene rimane storicamente legata a Roma, il centro produttivo dell'azienda è situato a Penne, in Abruzzo. La caratteristica principale è radicata nell'ampio uso della manodopera sartoriale per la realizzazione dei propri capi, senza l'uso di tecnologie. Gli abiti per uomo costituiscono di certo il core business dell'azienda, ma comunque l'attività e l'offerta dei prodotti si è evoluta e adeguata alle esigenze del mercato, tale da rendere necessario una diversificazione e ad un contestuale investimento in una fabbrica di camicie, una casa di pelletterie e una linea di abbigliamento femminile.

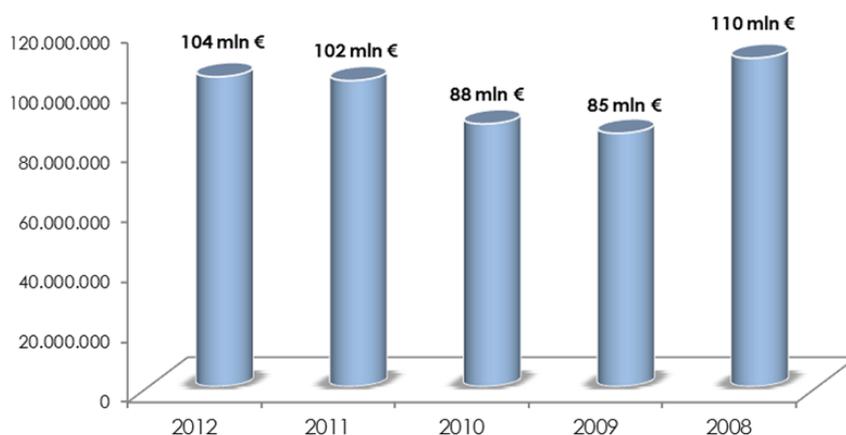
Quella di *Brioni* è una storia lunga e ricca di eventi. I due fondatori, infatti, in poco tempo sono riusciti – grazie al supporto della maestria dei sarti pennesi – a conquistare il mercato internazionale e divenire un punto di riferimento per il lusso mondiale.

Dopo aver vissuto un lieve periodo di crisi – complice la crisi globale che ha attraversato l'intera economia – l'azienda viene acquisita nel 2012 dalla multinazionale del lusso *Kering* (ex PPR) a capo dell'imprenditore francese François Pinault rimanendo comunque salda alla propria tradizione italiana.

6.2.3.2 Profilo economico-finanziario e valore sostenibile

Per quanto attiene il profilo economico e finanziario dell'azienda, il bilancio di *Brioni* (legalmente conosciuta come *Brioni Roman Style S.p.A.*) ha registrato nel 2012 un fatturato di quasi 104 milioni di euro ed un margine EBIT inteso come rapporto tra margine operativo lordo e ricavi di vendita del 3,8%, mentre la media di settore dell'indice si attesta al 12,4% (Dati Altagamma), con un valore pertanto nettamente inferiore con quanto performa il settore. In termini di fatturato, va evidenziata una buona crescita dall'anno, sebbene il 2009 sia stato un anno piuttosto negativo dal punto di vista economico dell'impresa stessa, come è possibile notare dal successivo (Grafico 6.6).

Grafico 6.6 Andamento del fatturato di *Brioni*



Fonte: Elaborazione personale da dati AIDA-Amadeus

Sempre in relazione all'ultimo anno disponibile, ovvero al 2012, l'azienda ha registrato una perdita di quasi 2,7 milioni ed il ROE⁸⁷ uguale al -7,08%, mentre il capitale sociale a inizio anno era pari a 5,5 milioni di euro. Un ultimo dato che mostra il sentore della redditività generata dall'azienda può essere rappresentato dal ROI, il quale si attesta – sempre in relazione all'anno 2012 – ad un valore pari al 6,6%, mentre la media del settore è uguale all'13,4%.

⁸⁷ Calcolato utilizzando l'utile netto al numeratore.

Anche nel caso di *Brioni*, va prestata attenzione al lato della creazione di valore sostenibile all'interno dell'impresa.

Pertanto, per ciò che concerne il valore sostenibile, va evidenziato, così come avviene in molti brand del lusso, un forte controllo sulla qualità, notevole immediatamente da prodotti molto esclusivi nella loro natura, con un posizionamento piuttosto elevato rispetto ai competitor, i quali – data la natura particolare dei beni commercializzati – sono sempre più difficile da delineare.

La decisione strategica di puntare ad un approccio di tipo *value-drive*, di riflesso si riflette in tutta la *value-chain*.

Il segmento di clientela target – e quindi gli *users* finali – serviti da *Brioni* sono consumatori altamente sofisticati, con un'attenzione particolare all'eleganza, alla sobrietà, alla ricerca di una qualità più elevata. Non è un caso che tra i clienti del brand è possibile inserire i capi di stati di tutto il mondo o importanti *celebrities* mondiali.

Proprio per garantire la qualità e l'esclusività dei propri prodotti, l'azienda utilizza solamente manodopera artigianale, con più di una decina di sarti che curano la realizzazione dei capi, in modo da assicurare la massima cura e perfezione. Ogni maestranza è infatti specializzata in particolare passaggio di lavorazione.

Data la scarsità di questo mestiere nel nostro Paese, *Brioni* si è resa portavoce della creazione di una scuola per sarti, la Scuola di Sartoria di Penne, la quale rappresenta un ponte di comunicazione diretto con lo stile dell'alta sartoria italiana.

Mediante questa scuola, i giovani hanno la possibilità di perfezionarsi in quest'arte sartoriale con un impegnativo percorso, che gli permette di raggiungere un'alta specializzazione. Inoltre proprio questa scuola rappresenta da un lato l'ampio bacino a cui l'azienda attinge per le proprie esigenze, dall'altro il carburante della formazione di professionisti molto qualificati, conforme con lo stile *Brioni*, che rappresenta tuttora uno dei capisaldi della sobrietà del lusso e dell'alta moda italiana.

6.2.3.3 L'operazione di acquisizione

Nel Novembre 2011, il colosso del lusso francese Kering di François-Henri Pinault, dopo dieci mesi di intense trattative, ha acquisito dai nove eredi dei fondatori il 100% di *Brioni*, storico brand di lusso italiano, operante principalmente nel comparto dell'abbigliamento di alta gamma. Proprio prima dell'acquisizione di Kering, *Brioni* si trovava in una fase di lieve crisi economica. Pertanto, dal punto di vista dell'impresa venditrice, la decisione è scaturita principalmente perché in tali condizioni era poco realizzabile un'espansione mondiale (e quindi una crescita dell'azienda stessa), specialmente a fronte della crescita del mercato asiatico.

Il valore corrisposto a *Brioni* sarà pari a 218 milioni di euro cash (in due tranche), mentre un'altra cifra varia in funzione all'evoluzione del fatturato registrato nei prossimi anni; quest'ultima cifra potrà raggiungere il massimo di 98 milioni, se entro il 2016 ci sarà un raddoppio dei ricavi⁸⁸.

Dal punto di vista di Kering, l'acquisizione di *Brioni* amplia e completa il portafoglio di brand di lusso del gruppo francese. Infatti, il gruppo non era ancora presente in maniera importante nel settore dell'abbigliamento maschile, uno dei mercati più dinamici nel mondo del lusso.

Sono soddisfatti entrambi i vertici delle imprese che sono state interessate dall'operazione di acquisizione.

Lo stesso Amministratore Delegato di *Brioni*, Francesco Pesci si è detto soddisfatto di questa operazione e grato di poter associare il proprio nome ad un grande gruppo del lusso, che può finanziare ed accompagnare la crescita del brand sul mercato internazionale, senza intaccare minimamente la *brand identity* di *Brioni* stesso.

Anche Pinault di Kering segue l'entusiasmo. Riportando le sue dichiarazioni, infatti, il numero uno del gruppo del lusso francese ha dichiarato: *“Brioni si vanta di una qualità elevata, di artigianalità ed è sinonimo dell'eleganza dell'uomo in Italia. Inoltre è il punto di riferimento per il ready-to-wear e sul Made to measure e sono soddisfatto che sia entrato a far parte del nostro portafoglio dei brand di lusso. Noi abbiamo grandi ambizioni per questa casa di*

⁸⁸ Marco Moussanet: *«Pr acquista Brioni, emigra in Francia un altro gioiello italiano»*, Luxury 24, 9 novembre 2011.

*moda, la quale potrà vantare del nostro know-how, scrivendo una nuova pagina della propria storia, continuando a preservare l'identità del brand*⁸⁹.

6.2.3.4 Le motivazioni strategiche

L'analisi delle motivazioni strategiche che stanno alla base della scelta di acquisizione di *Brioni* da parte di Kering necessita un breve inciso sulla natura dell'operazione, ma soprattutto sullo stile manageriale del fondatore Pinault rispetto i suoi principali concorrenti, tra i quali ricordiamo per l'appunto il gruppo Louis Vuitton.

A tal proposito il gruppo Kering ha una linea manageriale ben definita nell'insieme di acquisizioni realizzate. Lo scopo principale del gruppo francese è quello di coltivare la cultura e la specificità di ogni brand, lasciando gli stessi indipendenti e fornendo loro soltanto le risorse e il know-how di cui hanno bisogno, e che magari non sono in grado di procurarsi internamente. Di contro, il concorrente principale dell'azienda, ovvero il gruppo LVMH, ha in passato realizzato una serie di acquisizioni che abbiano tassativamente una base sinergica tra il gruppo e il brand acquisiti.

In linea generale, è possibile schematizzare la serie di motivazioni di carattere strategico che hanno guidato l'acquisizione di *Brioni* nei seguenti punti:

- 1) Crescita portafoglio brand del gruppo Kering:** l'acquisizione di *Brioni* si inserisce in un'ottica più generale di allargamento della gamma dei beni di lusso attualmente offerti dal gruppo francese. Infatti la ristrutturazione del gruppo ha permesso la strutturazione in un due business unit diverse, ovvero il *luxury* e lo *sportwear*. Proprio per la parte del lusso, si è cercato di costruire un polo molto aggregato tramite acquisizioni di diversi brand (tra cui si ricorda Gucci, *Bottega Veneta*, *Sergio Rossi*, etc.). Il tassello finale e inesistente nel mosaico dei brand appartenenti al gruppo era rappresentato dal segmento maschile di alta fascia, il quale costituisce un elemento molto dinamico e appetibile nel settore del lusso.

⁸⁹ Comunicato stampa dell'acquisizione di PPR di Brioni (Sito aziendale Kering Group)

- 2) **Condivisione competenze distintive della manifattura sartoriale:** l'eccellenza di *Brioni*, tipica dell'artigianalità italiana ed effettivamente assente nell'intero gruppo, è costituita dalla superiorità e dalla raffinatezza della manifattura sartoriale dell'azienda di Penne. L'unicità del brand risiede nella perfezione con cui sono rifiniti manualmente i dettagli, rendendo i capispalla dei pezzi veramente distintivi rispetto ai propri concorrenti. È chiaro che in questo panorama, Kering potrà beneficiare di una serie di sinergie di condivisione di know-how, che limitatamente all'area produttiva (e in particolare nella manifattura sartoriale) non possiede, essendo principalmente un colosso di *retailing*.
- 3) **Accelerazione sviluppo e aumento redditività:** tra i benefici di cui *Brioni* può godere dall'acquisizione da parte di Kering vi è certo l'appartenenza ad un gruppo forte e affermato nel settore del lusso. Ciò ha permesso all'azienda di far parte di un mondo molto più strutturato di una realtà familiare (in termini manageriali o di sviluppo delle risorse umane). Di contro, Kering mette a disposizione le proprie risorse per finanziare la crescita e lo sviluppo di *Brioni*, in modo da favorire una maggiore redditività dell'azienda stessa. Nella crescita del brand viene comunque rispettata la cultura di base che accomuna l'azienda.
- 4) **Espansione della distribuzione e del retail:** prima dell'acquisizione da parte di Kering, *Brioni* non aveva una solidità finanziaria stabile, pertanto la necessità di far fronte a nuovi investimenti era particolarmente ridotta. Grazie all'operazione, essa può contare su una base finanziaria sicuramente molto solida, che può garantirle un elevato sviluppo della rete distributiva, dato che per lo più l'azienda controlla direttamente gli store, operazione che richiede elevate risorse finanziarie. Questa politica strategica del retail è resa necessaria per aumentare la visibilità (e in un certo senso anche l'accessibilità) dei clienti dell'azienda, sebbene trattandosi di lusso devono essere considerati i requisiti di esclusività, che caratterizzano l'azienda e in generale il mondo del lusso e dell'alta moda.

CAPITOLO 7

“Il segreto della bellezza consiste nell'essere interessante; nessun tipo di bellezza può essere attraente senza essere interessante.”

Christian Dior

7. Lusso, creazione di valore e crescita: analisi economico-finanziaria dei recenti casi di acquisizione e quotazione

7.1 Introduzione

Per comprendere maggiormente la creazione di valore e la crescita delle imprese oggetto di acquisizione o di quotazione, è necessario procedere con la valutazione dei casi analizzati in precedenza, focalizzandosi maggiormente sulla prospettiva economica e finanziaria.

In tal senso è necessario predisporre un'analisi quantitativa dei casi visti nel capitolo precedente, in modo da valutare l'effettiva creazione di valore e l'efficienza delle strategie implementate dalle aziende che hanno rispettivamente acquisito una società *target* o che hanno deciso di quotarsi in un mercato azionario.

Come ribadito nel capitolo teorico (cfr. **Capitolo 3**), in tema di valutazione finanziaria, i metodi utilizzati in quest'analisi saranno il metodo dei flussi per le operazioni di M&A (quindi per i casi di *Loro Piana* e *Brioni*) e il metodo dei multipli per i casi di quotazione in Borsa (quindi per il caso *Brunello Cucinelli*).

Lo sviluppo del presente capitolo è di fondamentale importanza perché permette di dare un maggiore rilievo quantitativo e dimostrare le ipotesi inizialmente previste in tema di creazione di valore nelle operazioni strategiche di M&A e IPO nel settore del lusso e dell'alta moda.

Sarà altresì opportuno verificare la coerenza del prezzo dell'operazione (acquisizione o quotazione che sia) e rapportarlo con il valore effettivamente prodotto dalla strategia aziendale implementata.

Ove possibile, infine, sarà fornita una panoramica generale sull'effettivo andamento dell'azienda, alla luce delle informazioni di mercato, che ci permetterà di conoscere una visione ancor più completa dei casi in esame.

Per valutare in maniera organizzata i casi aziendali previsti, l'articolazione del presente capitolo prevede una strutturazione dell'analisi – in termini economici e finanziari – suddivisa singolarmente per ogni caso evidenziato in precedenza.

7.2 Il caso Loro Piana-LVMH

La valutazione della strategia di acquisizione di *Loro Piana* va esaminata in relazione al realizzarsi di alcune sinergie tra il gruppo *LVMH* e la società target acquisita. In particolar modo, come esaminato nel capitolo precedente (**Paragrafo 6.2.1.4**), possono realizzarsi due forme di sinergie che hanno un impatto sulla struttura dei costi e dei ricavi: in primo luogo si hanno sinergie di costo dovute al risparmio di materie prime in quanto è possibile utilizzare i tessuti prodotti da *Loro Piana* per altri numerosi brand del gruppo, dato che rispettano i requisiti di esclusività degli altri brand di Louis Vuitton. In secondo luogo, l'acquisizione è inquadrabile come sinergia di ricavo, presupposto dal fatto che lo sviluppo di *Loro Piana* è sempre crescente in paesi emergenti, tra cui si ricordano i BRICS. Oltre a ciò, può essere confermata di ulteriore sinergia il fatto che tramite quest'acquisizione, il gruppo è entrato in un segmento – quello dell'abbigliamento maschile di alta fascia – e con ciò ha acquisito nuove competenze distintive che potrà utilizzare nello sviluppo, o ancor meglio nell'ampliamento, dell'offerta degli altri brand.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile tracciare l'andamento della gestione tramite i flussi di cassa futuri prospettiva, analizzando le variabili dal punto di vista dell'azienda *bidder*, nel nostro caso costituita dal gruppo *Louis Vuitton Moët Hennessy*. Nella tabella rappresentata nella pagina successiva (**Tabella 7.1 a**) è stata riportata una valutazione del possibile andamento del gruppo *LVMH*, sulla base dei dati storici ricavati dai bilanci approvati dal gruppo stesso, di cui è possibile disporre sino all'anno 2013. La proiezione è stata effettuata sulla base della media dei tassi annui⁹⁰ riguardanti le variabili che concorrono a determinare il valore dell'impresa e dei flussi di cassa, ovvero i ricavi, i costi, gli ammortamenti, le imposte, la variazione del capitale circolante netto e gli investimenti, come descritto nel punto **(b)** della medesima tabella.

Va quindi precisato che lo scopo ultimo di quest'analisi è quello di fornire uno spaccato dell'andamento della gestione aziendale senza l'adozione della strategia di acquisizione di *Loro Piana*, in modo da mostrare lo scenario dell'impresa in assenza dell'operazione di acquisizione e determinarne di conseguenza il suo valore.

⁹⁰ In particolare si è preso in considerazione gli anni 2009-2013.

Tabella 7.1 Andamento dei flussi di cassa e valore del gruppo LVMH in assenza dell'acquisizione di Loro Piana

a.	2011	2012	2013	2014	2015	Terminal Value
Ricavi	23.659.000.000	28.103.000.000	29.149.000.000	33.382.599.534	38.231.086.886	-
(Costi)	(17.506.000.000)	(21.345.000.000)	(22.124.000.000)	(25.284.709.837)	(28.896.969.425)	-
EBITDA	6.153.000.000	6.758.000.000	7.025.000.000	8.097.889.697	9.334.117.461	-
(Ammortamenti)	(999.000.000)	(1.019.000.000)	(1.131.000.000)	(1.237.872.692)	(1.354.844.210)	-
EBIT	5.154.000.000	5.739.000.000	5.894.000.000	6.860.017.004	7.979.273.251	-
(Imposte)	(1.453.000.000)	(1.820.000.000)	(1.755.000.000)	(1.920.836.936)	(2.102.344.464)	-
NO PAT	3.701.000.000	3.919.000.000	4.139.000.000	4.939.180.068	5.876.928.786	-
NOPAT	3.701.000.000	3.919.000.000	4.139.000.000	4.939.180.068	5.876.928.786	-
Ammortamenti	999.000.000	1.019.000.000	1.131.000.000	1.237.872.692	1.354.844.210	-
(Variazione CCN)	(1.178.000.000)	(495.000.000)	(536.000.000)	(731.349.859)	(802.981.386)	-
(Variazione Investimenti)	(7.881.000.000)	(1.879.000.000)	(3.867.000.000)	(1.052.000.000)	(1.073.040.000)	-
FCFO	(4.359.000.000)	2.564.000.000	867.000.000	4.393.702.902	5.355.751.610	-
Flusso di cassa attualizzato al WACC	(3.978.073.510)	2.135.452.379	658.987.084	3.047.715.525	3.390.393.467	-
Terminal value						26.372.168.858
Valore impresa in assenza di acquisizione	31.626.643.803					

b.

TASSI DI CRESCITA					
	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	Media
Valore Produzione	19,2%	16,4%	18,8%	3,7%	14,5%
Costi	22,1%	9,4%	21,9%	3,6%	14,3%
EBITDA	9,4%	42,2%	9,8%	4,0%	16,3%
Ammortamenti	10,2%	14,6%	2,0%	11,0%	9,4%
EBIT	9,2%	49,2%	11,4%	2,7%	18,1%
Imposte	73,0%	-1,1%	25,3%	-3,6%	23,4%
NO PAT	-14,3%	86,4%	5,9%	5,6%	20,9%
CCN	1,3%	22,4%	7,7%	7,7%	9,8%

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CCN	5.188.000.000	5.258.000.000	6.436.000.000	6.931.000.000	7.467.000.000	8.198.349.859	9.001.331.245
Variazione	66.000.000	70.000.000	1.178.000.000	495.000.000	536.000.000	731.349.859	802.981.386

INVESTIMENTI							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014¹	2015²
Investimenti	2.000.000	4.834.000.000	7.881.000.000	1.879.000.000	3.867.000.000	1.052.000.000	1.073.040.000

Note

¹= data la variabilità dei valori (e quindi l'impossibilità a procedere tramite crescita a tassi medi), per il 2014 si è deciso di raddoppiare il valore degli investimenti al 30 giugno 2014, che ammontavano a 526 milioni di euro

²=gli investimenti del 2015 sono stati stimati con una crescita di gLP=2% rispetto agli investimenti del 2014

Fonte: Elaborazione personale

L'intervallo temporale utilizzato presuppone uno sviluppo dell'azienda in un'ottica di medio periodo. Ciò è stato necessario per cercare di essere coerente con l'analisi, in modo da evitare scenari predittivi poco realistici se riferiti ad un orizzonte temporale particolarmente ampio. I flussi di cassa generati dalla gestione tipica del gruppo *LVMH*, nel caso di andamento senza operazione di acquisizione, sono stati attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC) pari al 9,6%. La tabella successiva (**Tabella 7.2**) fornirà una maggiore chiarificazioni sui dati e sulle modalità con cui esso è stato calcolato. I dati sono stati recuperati tramite ricerca nei bilanci consolidati del gruppo, nelle banche dati AIDA e Amadeus ed infine utilizzando informazioni sui principali quotidiani di economia, ovvero Financial Times e Il Sole 24 Ore.

Tabella 7.2 Calcolo del tasso WACC

CALCOLO CAPITALE PROPRIO		
		Note
$r_E = r_f + \beta(R_M - r_f)$	$r_f = 0,93\%$	<i>Calcolato come rendimento del Bund Tedesco a 10 anni</i>
	$\beta = 0,9003$	<i>Beta del gruppo LVMH</i>
	$R_M = 20,6\%$	<i>Calcolato considerando l'andamento a 10 anni dell'indice CAC 40</i>
	$R_M - r_f = 19,6\%$	
		re=18,60%

CALCOLO INDEBITAMENTO		
		Note
	$r_D = 0,90\%$	<i>Calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debito D</i>
	$D = 27.951.000.000$	<i>Totale passività (a breve/lungo termine)</i>
	$E = 27.723.000.000$	<i>Capitale sociale del gruppo LVMH</i>
	$V = D + E = 55.674.000.000$	<i>Totale Debito e capitale proprio</i>
	$D/V = 50,20\%$	<i>Leva Debito</i>
	$E/V = 49,80\%$	<i>Leva Equity</i>
	Oneri Finanziari = 251.000.000	<i>Deducibili dal bilancio del gruppo</i>
	Tax rate = 30,73%	<i>Calcolato come media dei tax rate¹ dei tre anni precedenti (2011-2013)</i>

CALCOLO WACC	
$r_E \left(\frac{E}{E + D} \right) + r_D \left(\frac{D}{E + D} \right) (1 - t)$	
WACC=9,60%	

¹= il tax rate è da intendersi come rapporto tra le imposte pagate e il reddito ante imposte (EBT)

Fonte: Elaborazione personale

Quello che emerge in prima battuta dall'analisi dello scenario in assenza di acquisizione è un valore dell'impresa (*Enterprise Value*) di 31.626.643.803 miliardi di euro. Esso rappresenta comunque un valore piuttosto positivo dato che all'incirca si attesta al doppio del valore del fatturato conseguito dall'intero gruppo.

Il focus successivo, e maggiormente inerente con la trattazione dell'elaborato, sarà quello di verificare come si evolve lo scenario dell'azienda una volta che l'acquisizione venga effettivamente realizzata.

Nel caso in esame, l'acquisizione di *Loro Piana* può essere vista come un'integrazione dell'azienda al gruppo *LVMH*, in quanto scopo principale del gruppo, che opera come una holding finanziaria, è quello di fornire risorse e competenze a tutti i brand posseduti, i quali a sua volta possono essere considerati delle mere divisioni aziendali del medesimo gruppo.

Prima di addentrare nell'analisi del probabile scenario del gruppo una volta acquisita l'azienda *target* devono essere poste alcune considerazioni, utili a guidare la lettura della valutazione economica e finanziaria post-acquisizione. In particolare è necessaria la formulazione di alcune ipotesi riguardanti le variabili chiave dell'analisi per flussi di cassa:

1) Ricavi di vendita: la crescita dei ricavi è stata stimata a + 17% (rispetto una media di crescita degli anni 2009-2013 pari a 14,5%) in quanto il gruppo mediante l'acquisizione ha la possibilità di entrare in un segmento altamente attrattivo quale quello dell'abbigliamento di lusso maschile, che specie negli ultimi anni ha subito una crescita abbastanza positiva.

La prospettiva di crescita va anche analizzata in termini dello sviluppo che *Loro Piana* sta realizzando in riferimento al mercato internazionale, che rappresenta di certo una buona percentuale del proprio fatturato; per tale motivo infatti, l'azienda si sta muovendo verso l'allargamento del proprio retail. Infine, tramite l'acquisizione, il gruppo *LVMH* potrà disporre di know-how altamente specifico del segmento tessuti a supporto dell'allargamento dei segmenti negli altri brand.

2) Costi: per ciò che concerne la proiezione dello scenario dei costi in presenza di acquisizione si è deciso di stimare una riduzione degli stessi per un'entità pari all'8%. Tale scelta è stata guidata dalla probabile presenza di sinergie di costo che il gruppo *LVMH* può realizzare nell'arco temporale di medio termine post-

acquisizione. Come accennato in apertura del paragrafo, le principali sinergie di costo sono dovute alla condivisione di materie prime prodotte da *Loro Piana* – quali filati di lana pregiata o tessuti – all'interno del portafoglio di brand del gruppo, dato che comunque si tratta di materie pregiati e pertanto in linea con l'esclusività dei brand controllati dal gruppo.

3) Ammortamenti, imposte, variazione capitale circolante netto e investimenti: per comodità di analisi e per cercare di rendere lo scenario quanto più realistico possibile, la crescita delle variabili suddette ⁹¹ è stata presunta come tasso medio degli ultimi quattro anni (2009-2013), in linea con il caso di assenza di acquisizione. Pertanto per un maggiore approfondimento circa l'entità dei tassi di crescita si rimanda alle variabili descritte in **Tabella 7.1 b**.

Una volta stabiliti i parametri di crescita delle variabili in questione è possibile tracciare lo scenario di crescita del gruppo *LVMH* una volta acquisita *Loro Piana*. Come nel precedente caso di assenza di acquisizione, l'orizzonte temporale di riferimento è stato fissato a cinque anni, in modo da avere nuovamente quanto più realismo possibile e al tempo stesso permettere un facile confronto con i dati emersi dall'analisi di scenario precedente. Infine, va ricordato che nella presente valutazione i flussi di cassa considerati sono stati intesi come gestione caratteristica, poiché maggiormente inerenti all'approccio aziendale del presente elaborato, mentre il tasso della loro attualizzazione è stato nuovamente fissato al costo medio del capitale (WACC) pari al 9,6%. La tabella della pagina successiva (**Tabella 7.3**) evidenzierà lo scenario plausibile del gruppo *LVMH* una volta effettuata l'acquisizione.

Dai dati analizzati emerge che il valore dell'impresa in presenza dell'acquisizione di *Loro Piana* risulta pari a 101.355.950.210 miliardi di euro, valore più che triplicato rispetto al caso di assenza di acquisizione. Infatti, se si confronta la differenza tra il valore dell'impresa in assenza di acquisizione e lo scenario previsto una volta acquisita *Loro Piana*, è possibile constatare che il valore della strategia aziendale messa in atto dal gruppo francese è pari ad una cifra di quasi 70 miliardi di euro.

⁹¹ Tranne per il caso degli investimenti, che sono stati calcolati in maniera differente, come descritto nella **Tabella 7.1 b**

Tabella 7.3 Andamento dei flussi di cassa e valore del gruppo LVMH in presenza dell'acquisizione di Loro Piana

	2011	2012	2013	2014	2015	Terminal Value
Ricavi	23.659.000.000	28.103.000.000	29.149.000.000	34.104.330.000	39.902.066.100	-
(Costi)	(17.506.000.000)	(21.345.000.000)	(22.124.000.000)	(20.354.080.000)	(18.725.753.600)	-
EBITDA	6.153.000.000	6.758.000.000	7.025.000.000	13.750.250.000	21.176.312.500	-
(Ammortamenti)	(999.000.000)	(1.019.000.000)	(1.131.000.000)	(1.237.872.692)	(1.354.844.210)	-
EBIT	5.154.000.000	5.739.000.000	5.894.000.000	12.512.377.308	19.821.468.290	-
(Imposte)	(1.453.000.000)	(1.820.000.000)	(1.755.000.000)	(1.920.836.936)	(2.102.344.464)	-
NO PAT	3.701.000.000	3.919.000.000	4.139.000.000	10.591.540.372	17.719.123.825	-
NOPAT	3.701.000.000	3.919.000.000	4.139.000.000	10.591.540.372	17.719.123.825	-
Ammortamenti	999.000.000	1.019.000.000	1.131.000.000	1.237.872.692	1.354.844.210	-
(Variazione CCN)	(1.178.000.000)	(495.000.000)	(536.000.000)	(731.349.859)	(802.981.386)	-
(Variazione Investimenti)	(7.881.000.000)	(1.879.000.000)	(3.867.000.000)	(1.052.000.000)	(1.073.040.000)	-
FCFO	(4.359.000.000)	2.564.000.000	867.000.000	10.046.063.205	17.197.946.649	-
Flusso di cassa attualizzato al WACC	(3.978.073.510)	2.135.452.379	658.987.084	6.968.505.491	10.886.951.115	-
Terminal value						84.684.127.652
Valore impresa in presenza di acquisizione	101.355.950.210					

Fonte: Elaborazione personale

Considerando quindi il valore delle sinergie e di conseguenza il probabile effetto sull'andamento del gruppo, il prezzo di 2 miliardi pagato alla famiglia Loro Piana risulta ampiamente giustificato e coerente con la crescita prospettata, anche se va precisato che Loro Piana sia stata valutata 4,14 volte il fatturato del 2013 e addirittura quasi 21 volte il margine operativo lordo (EBITDA). Il valore dei multipli riconosciuti all'azienda *target* rimangono comunque in linea con i valori riconosciuti dal gruppo nelle precedenti acquisizioni (prima fra tutte *Bulgari*). Ciò è principalmente dovuto al ruolo delle imprese acquisite all'interno del portafoglio strategico del gruppo e, nello specifico caso di *Loro Piana*, alla forte unicità dell'attività dell'azienda biellese

Un ulteriore conferma della validità dell'investimento effettuato dal gruppo francese può essere fornito dal confronto della serie storica – in riferimento agli anni 2004-2013 – dell'andamento del fatturato del gruppo *LVMH* e dalla ipotetica proiezione del gruppo, considerando l'integrazione dell'azienda italiana, come mostrato dal **Grafico 7.1 a**.

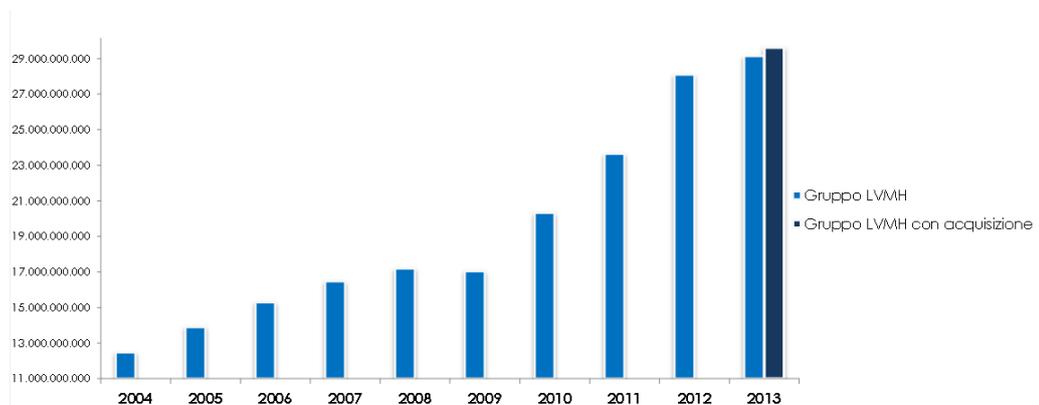
Ciò non esaurisce l'argomento, dato che di certo, come si può notare del **Grafico 7.1 b**, *Loro Piana* risulta una valida opportunità per il gruppo del lusso francese, in quanto prospetta una buona crescita futura (specialmente nella divisione prodotti finiti), complice del fatto che si sta espandendo sempre più oltre i confini nazionali e dal fatto che opera in un mercato attrattivo e sempre più in crescita.

Di contro anche l'azienda biellese può fare affidamento di appartenere ad un gruppo solido e in crescita anch'esso, come dimostrato dalla serie storica decennale dei fatturati del gruppo francese.

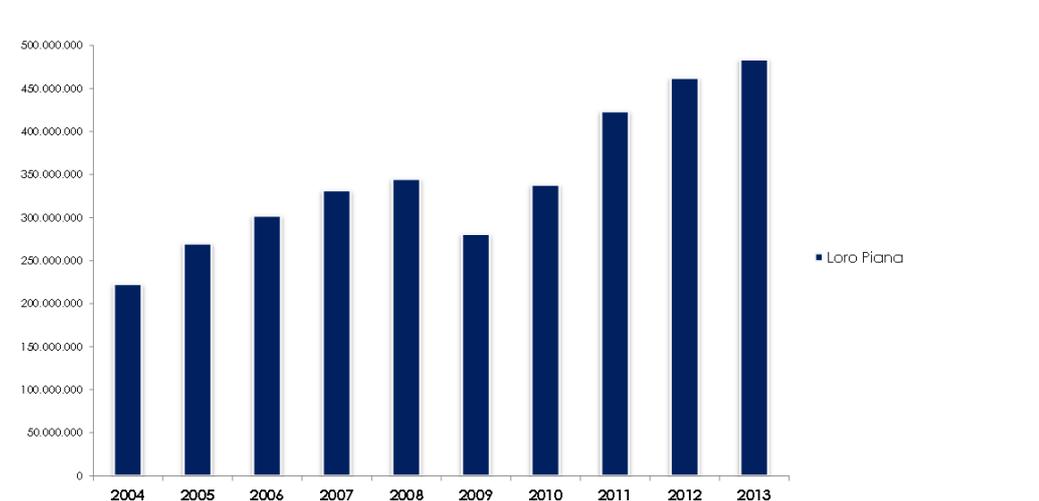
Le stime degli analisti sembrano confermare le tesi appena avanzate. Infatti, secondo UBS, *Loro Piana* contribuirà in modo consistente a ricavi (per il 6%) e redditività (3% dell'EBIT) della divisione *Fashion & Leather* del gigante mondiale del lusso.

Grafico 7.1 Serie storica fatturati LVMH e Loro Piana (anni 2003-2013)

a. Gruppo LVMH pre e post acquisizione



b. Loro Piana



Fonte: Elaborazione personale da dati AIDA-Amadeus

Sebbene l'analisi economica sin qui svolta sia sufficiente a valutare l'efficacia dell'operazione di acquisizione di *Loro Piana* dal punto di vista strategico, un ulteriore passo necessario per inquadrare globalmente il problema è analizzare il punto di vista del mercato finanziario, dato che l'intero gruppo è quotato in Borsa di Parigi. Ciò ci permetterà di capire come gli investitori – e in generale il mercato – abbiano accolto e valutato l'operazione di acquisizione dell'azienda biellese.

Per eseguire quest'operazione, è opportuno procedere inquadrando l'andamento del titolo azionario del gruppo *LVMH*. Pertanto, si è cercato di osservare una finestra temporale di un mese, in modo da captare il grado di fiducia assegnato dal mercato e dagli investitori al gruppo francese, una volta che esso ha dichiarato l'intenzione di procedere all'acquisizione dell'azienda italiana.

L'intervallo temporale considerato fa riferimento al mese di luglio 2013, dato che l'accordo è stato siglato giorno 8, sebbene il completamento dell'operazione sia avvenuto nel dicembre dello stesso anno.

Come è possibile osservare dal **Grafico 7.3**, il titolo una volta annunciata l'operazione ha subito una variazione positiva (attestabile al +7,3% nell'intero mese in questione). Ciò fa presumere che sia il mercato che gli investitori hanno guardato l'acquisizione di *Loro Piana* con elevata positività, presagendo una probabile crescita dell'intero colosso francese del lusso.

Grafico 7.2 Andamento del titolo *LVMH* nel mese in cui è stata annunciata l'acquisizione (Luglio 2013)



Fonte: Elaborazione personale da dati Euronext (Borsa di Parigi)

Infine va precisato che, a causa del tempo piuttosto recente in cui l'operazione è stata completata, non è possibile tracciare l'effettiva crescita dell'azienda in termini strategico, ovvero in relazione allo sviluppo della rete *retail* oppure dell'espansione mondiale del brand.

Ma secondo le informazioni rilasciate dall'azienda stessa, il primo bimestre del 2014, l'andamento dei ricavi conferma i tassi di crescita, in linea con l'anno precedente e con le previsioni del nuovo anno. Nella divisione *luxury goods*, le performance del canale retail continuano ad essere favorevoli su tutti i mercati.

La medesima divisione prevede un'ulteriore crescita del canale retail, con l'apertura di nuovi negozi e il rinnovo di altri. La divisione *textile* prevede una situazione di sostanziale stabilità

del giro d'affari rispetto al 2013. Tale quadro si potrà realizzare se non interverranno nel corso dell'anno fattori di destabilizzazione e andamenti meno favorevoli dei mercati rispetto a quelli attesi.

7.3 Il caso *Brunello Cucinelli*

L'approccio di valutazione economica e finanziaria che sarà adottato nel caso della quotazione di *Brunello Cucinelli* pone l'utilizzo del metodo dei multipli, già osservati e descritti a livello teorico nel **paragrafo 3.2.2**.

Al fine di valutare l'effettiva conformità con il prezzo stabilito dagli analisti in sede di IPO, che ricordiamo è stato fissato ad valore pari al range 6,75 e 7,75 euro, è opportuno stimare l'effettivo valore reale della società.

Pertanto è possibile procedere analizzando i dati di bilancio dell'anno in cui l'azienda si è quotata, ovvero il 2012 e rapportarli con la media dei multipli di settori, formati da una serie di società comparabili.

Per il confronto si è proceduti alla definizione di alcune società, che presentano caratteristiche simili a *Cucinelli*, in termini di: settore e segmenti di riferimento (in generale quindi lusso, abbigliamento ed accessori), tasso di crescita dei ricavi, distribuzione e orientamento all'internazionalità.

Quindi la scelta sulle società comparabili a *Cucinelli* è ricaduta sulle seguenti aziende: *Salvatore Ferragamo*, *Prada*, *Tod's*, *Kering*, *LVMH*, *Dior* ed *Hermes*.

Tramite queste società, è stato possibile tracciare la media di settore di due multipli fondamentali nella valutazione d'azienda, ovvero il Price Earnings (P/E) e il rapporto tra valore dell'impresa e il margine operativo lordo (EV/EBITDA).

Da queste considerazioni, la media dei multipli del settore, composta dalle suddette società comparabili è raffigurata nella tabella successiva (**Tabella 7.4**).

Tabella 7.4 Multipli del settore e società *comparables* (dati al 5 settembre 2014)

Società comparabili	P/E	EV/EBITDA
Salvatore Ferragamo	25,35	14,74
Prada	22,67	23,38
Dior	18,55	5,07
Kering	23,87	11,92
Hermes	32,27	17,23
Tod's	20,17	12,43
LVMH	20,07	10,67
Media	23,28	23,76

Fonte: Elaborazione personale

Una volta stabiliti i valori medi dei multipli, è necessario analizzare una serie di valori contabili di *Brunello Cucinelli* – riferiti all’anno 2012, ovvero l’anno di quotazione in Borsa – e di mercato, che saranno la base per la successiva fase di valutazione e di definizione del prezzo coerente con le caratteristiche economiche e finanziarie della società.

In particolare, tali valori (intesi in milioni di euro) sono i seguenti:

- **EBITDA:** 39.774.000 €
- **UTILE NETTO:** 23.009.000 €
- **POSIZIONE FINANZIARIA NETTA:** 8.797.000 €
- **AZIONI CIRCOLANTI POST-IPO:** 68.000.000 azioni

Chiariti le variabili di ingresso, è possibile procedere alla valutazione della coerenza del prezzo stabilito per la quotazione.

Si è deciso di percorrere l’analisi lungo due step fondamentali, che corrispondono all’applicazione di due differenti multipli.

La scelta è ricaduta su due multipli principali, ovvero il P/E e l’EV/EBITDA. Ciò è dovuto per la possibilità di disporre un’analisi sia dal punto di vista degli *asset* che dal punto di vista dell’*equity*. Il primo multiplo costituisce uno dei più utilizzati a livello di valutazione sul lato del valore di mercato del capitale. Il secondo, invece, fornisce una panoramica molto più completa sul valore aziendale in termini di gestione caratteristica e poco influenzabile dalle *policies* dell’azienda.

Il primo step della presente analisi è quella di calcolare il prezzo utilizzando la media del multiplo P/E.

A tal proposito è possibile calcolare il valore azionario dell’impresa (EQ) come prodotto tra l’utile conseguito dalla società nel 2012 e la media del multiplo P/E.

Successivamente è sufficiente rapportare il valore azionario dell’impresa per il numero di azioni in circolazione per poter stabilire il prezzo dell’azione sulla base delle informazioni finanziarie ed economiche dell’azienda nell’anno della sua quotazione. Ciò che emerge da questo calcolo è quindi un prezzo per azione di 7,88 €, valore che si discosta minimamente dal prezzo stabilito in sede di IPO.

Il multiplo P/E così ottenuto genera un valore in linea con la media delle società comparabili e con quanto stabilito dagli analisti finanziari nel processo di quotazione.

Uno schema riassuntivo di quanto appena visto potrà essere fornito dalla **Figura 7.1**, la quale fornisce un confronto tra le valutazioni effettuate in sede di IPO e la fissazione del prezzo stabilita in questo paragrafo.

Figura 7.1 Determinazione del prezzo tramite il multiplo P/E

P/E		Valori stabiliti in sede di IPO	
EQ=	535.616.650	P=	7,75
Prezzo per azione=	7,88	E=	0,34
P/E=	23,28	P/E=	22,90

Fonte: Elaborazione personale

Sebbene tramite l'uso di questo multiplo il valore stabilito rappresenta un *proxy* affidabile, vanno comunque riscontrati alcuni limiti nell'uso del P/E come multiplo per la valutazione di una IPO.

A tal proposito, l'utile netto (E) è un valore discrezionale e soggetto alle politiche aziendali specifiche. Ad esempio, vi sono casi in cui le imprese adottano politiche di ammortamento anticipato che generano di conseguenza un utile più basso rispetto a coloro che adottano politiche completamente speculari. Inoltre, sempre in quest'ottica va valutato l'effetto di diverse legislazioni, che possono richiedere alle imprese degli adempimenti di bilancio ben precisi con effetto sull'utile, vanificando in questo modo il possibile confronto tra varie imprese appartenenti a nazioni differenti.

Il secondo step dell'analisi prevede la determinazione del prezzo azionario mediante l'uso del secondo multiplo, inteso come il rapporto tra il valore dell'azienda e il margine operativo lordo.

Per determinare il valore dell'impresa (EV) è necessario moltiplicare il valore medio del multiplo con il valore dell'EBITDA di *Brunello Cucinelli*, come mostrato dalla **Figura 7.2**.

Il valore azionario dell'impresa (EQ) è ottenuto dalla differenza tra il valore precedente e la posizione finanziaria netta dell'azienda stessa. Successivamente, come

visto nell'applicazione del precedente caso, sarà il rapporto con il numero delle azioni in circolazione a determinare il prezzo dell'azione.

Figura 7.2 Determinazione del prezzo tramite il multiplo EV/EBITDA

EV/EBITDA	
EV=	541.881.051
EQ=	533.084.051
Prezzo per azione=	7,84

Fonte: Elaborazione personale

Come è possibile notare il prezzo dell'azione tramite l'uso di questo multiplo è in linea con il valore ottenuto dal calcolo precedente mediante l'uso del P/E e con quanto fissato nella IPO.

Uno dei limiti che l'uso di questo multiplo può generale è il fatto che le società comparabili possono rispettare i requisiti in termini di settore, crescita e mercati serviti, ma possono avere allo stesso tempo dimensione e reputazione sul mercato differente e molto più ampia rispetto ad un'impresa che paga lo scotto di essere ancora una società di piccola o media dimensione. Ciò infatti si rispecchia nel valore sia dell'impresa in sé che del margine operativo generato, avendo un riflesso diretto sull'entità media del multiplo considerato.

Il caso *Brunello Cucinelli* in teoria rappresenta uno di questi casi, ma come è possibile notare dall'analisi e dalla quasi congruità rispetto le stime degli analisti, i dati sembrano smentire tale tendenza.

Per rendere maggiormente realistica la valutazione, è possibile concludere considerando il prezzo azionario, che in linea di massima riflette il valore dell'azienda e del capitale azionario, come media tra i prezzi ottenuti dal calcolo attraverso i vari metodi.

Seguendo questo approccio, pertanto, il valore del prezzo che ne deriva è pari ad un valore medio di 7,86€, che si scosta dell'1,42% dal prezzo che gli analisti hanno stabilito nel processo di quotazione in Borsa.

Da ciò è possibile concludere che le stime compiute dagli analisti finanziari, in termini di fissazione del prezzo delle azioni, riflettono effettivamente il reale valore azionario di *Brunello Cucinelli*.

Dato che il lasso di tempo che separa la quotazione in Borsa di *Brunello Cucinelli* sino ad oggi è abbastanza ampio, è possibile inquadrare il problema anche a livello finanziario, nel senso che la valutazione della scelta strategica può essere esaminata anche in relazione dell'accoglimento da parte del mercato azionario e in particolare degli investitori.

In merito a ciò, *Brunello Cucinelli*, che nel 2012 è stata l'unica matricola a Piazza Affari sul mercato telematico azionario (MTA), ha registrato una buona resistenza al contesto di crisi in cui l'economia è immersa. Del resto questo atteggiamento anticiclico è stato seguito anche da altre case del lusso italiano – tra cui si annoverano *Ferragamo*, *Tod's*, *Prada*– e straniero, come già visto nel **Paragrafo 6.1** del precedente capitolo

Nel caso delle *maison* italiane, il successo sul mercato finanziario è prevalentemente dovuto alla forza e alla reputazione globale dei brand e sulla garanzia della qualità e precisione di cui il *Made in Italy* può contare, che di certo rimane uno dei capisaldi dell'economia nazionale.

Per verificare l'andamento in Borsa di *Brunello Cucinelli* (ed estrapolare le reazioni e l'accoglimento da parte degli investitori e del mercato) è possibile confrontare il titolo dell'azienda con l'indice di mercato *FTSE MIB*, che prende in considerazione i titoli quotati in Borsa a Milano con maggiore capitalizzazione.

Come mostrato dal **Grafico 7.3**, è possibile porre un confronto tra il titolo *Brunello Cucinelli*, l'indice di mercato preso come riferimento e i titoli di Borsa che sono stati utilizzati in precedenza per calcolare la media dei multipli di settore.

Ciò che emerge da quest'analisi è un dato molto positivo per l'azienda umbra; infatti, *Cucinelli* – in particolare dal semestre successivo la sua quotazione in Borsa – ha registrato un andamento sempre crescente sia rispetto l'indice di mercato (contrassegnato in rosso) che rispetto i suoi principali concorrenti, arrivando a registrare picchi di quasi 27 euro per azione. Solo gli ultimi mesi del 2014 (considerando che i dati sono aggiornati a settembre) sono stati lievemente negativi, sebbene i valori delle azioni si attestano comunque ben al di sopra del prezzo fissato nella IPO.

Grafico 7.3 Andamento titolo *Cucinelli* rispetto indice di mercato e concorrenti



Note: dati da 27 aprile 2012 (giorno di inizio negoziazioni delle azioni di Cucinelli) a 12 settembre 2014

Fonte: Elaborazione personale da dati Google Finance

Un ulteriore sentore dell'accoglimento da parte del mercato finanziario può essere colto mediante l'analisi di alcuni multipli. In particolare un indice di fondamentale importante è per l'appunto il rapporto EV/EBITDA, il cui valore è da intendersi come il costo dell'azione, nel senso che maggiore è il rapporto, tanto più "costosa" risulta essere l'azione stessa.

Le medesime considerazioni possono essere condivise con il caso del rapporto P/E. Per quanto riguarda *Brunello Cucinelli*, i multipli descritti sono aumentati una volta che la società ha fatto il suo ingresso a Piazza Affari. Come possiamo notare dalla **Tabella 7.5**, l'EV/EBITDA è salito da 11.1 a 20.38 mentre il multiplo P/E da 20.7 a 39.4, valori che si attestano certamente superiori rispetto la media dei competitor.

Tabella 7.5 Multipli e prezzi dal 27 aprile 2012 (IPO *Cucinelli*) nel settore del lusso

	Prezzo al 27 apr 2012	EV/EBITDA 2012	P/E 2012	EV/EBITDA 2014	P/E 2014	Performance prezzo azione
BRUNELLO CUCINELLI	7,75	11,1	20,7	20,38	39,4	+135%
FERRAGAMO	16,7	12,5	28,0	14,74	25,35	+34%
LVMH	124,9	8,1	15,8	10,67	20,07	+9%
PRADA	50,95	14,4	24,6	23,38	22,67	+7%
TOD'S	85,85	9,8	18,0	12,43	20,17	+2%
MEDIA		11,2	21,4	16,3	25,5	+38%

Fonte: Elaborazione personale da dati Mediobanca Securities

Di certo, l'insieme di queste analisi dimostra nuovamente la fiducia che gli investitori e il mercato hanno attribuito a questa operazione strategica, riconoscendo a *Cucinelli* elevate potenzialità di crescita e sviluppo.

Infine, il quadro finale e completo dell'effettiva creazione di valore all'interno dell'azienda stessa può essere analizzato mediante la valutazione dell'evolversi di alcune variabili, che determinano il sentore di una crescita dell'azienda.

Pertanto, la maggiore disponibilità di risorse finanziarie richiesta tramite il processo di quotazione in Borsa, deve effettivamente essere utilizzata da *Cucinelli* per creare valore al proprio interno.

Una prima analisi del panorama di crescita prefissato dall'impresa una volta completata la IPO può provenire dalla crescita della rete distributiva, che nel lusso rappresenta la chiave principale di sviluppo, di crescita del brand e dell'accessibilità nei confronti del mercato.

Dal momento della quotazione sino al primo semestre del 2014, l'azienda ha aperto 21 punti vendita in giro per il mondo, che sono serviti ad aumentare la visibilità nei mercati (nazionali e non). In particolar modo, lo sviluppo della rete *retail* ha portato all'apertura di 19 nuovi punti diretti, per il quale il Gruppo si avvale di store gestiti direttamente, i cosiddetti "DOS" o *Directly Operated Stores*. Va inoltre evidenziato un lieve allargamento anche nella rete distributiva *wholesale monomarca* tramite l'apertura di 2 nuovi negozi, gestiti tramite accordi di distribuzione commerciale.

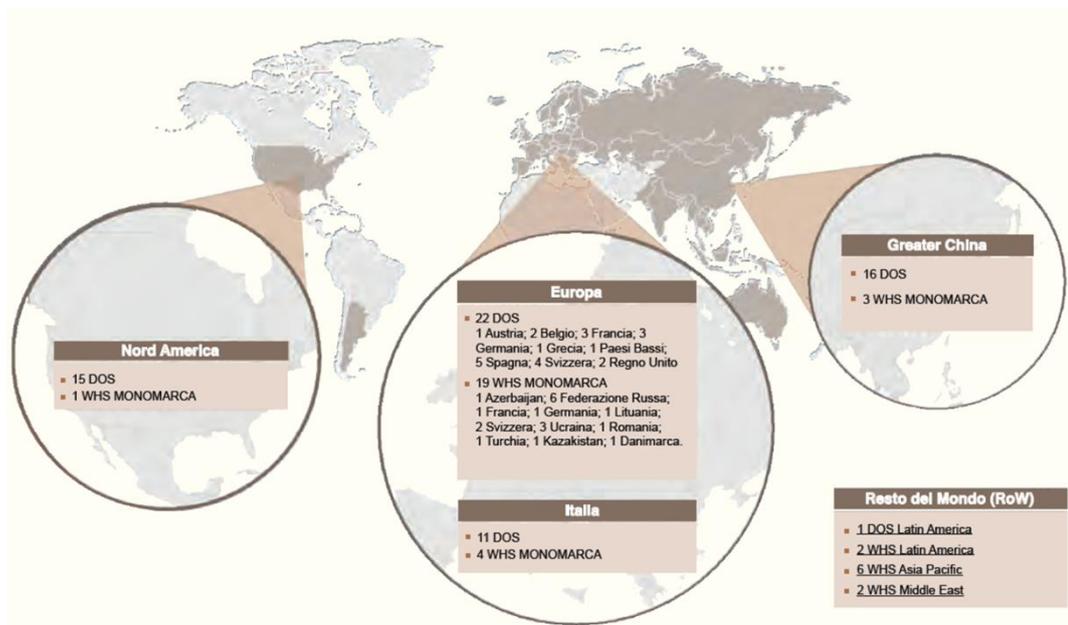
In sintonia con la politica di crescita garbata e sostenibile del *brand*, l'ampliamento della rete di distribuzione di *Cucinelli* si è attenuto alle esigenze di esclusività richieste dal mercato del lusso assoluto; per far fronte a ciò, l'azienda ha adottato una policy ben precisa in termini di location, concentrando le aperture presso le vie esclusive del lusso delle principali città del mondo; procedendo sempre con la medesima strategia di espansione garbata, l'azienda ha consolidato i mercati già esistenti e ampliato i punti vendita esistenti appartenenti alla rete *wholesale*, sia monomarca che multimarca.

Per comprendere l'entità dell'ampliamento sulla rete di distribuzione di *Brunello Cucinelli*, è possibile esaminare nella **Figura 7.3** la rete distributiva (*retail* e *wholesale*) aggiornata al 30 giugno 2014, suddivisa per articolazione geografica (**punto a**) e una

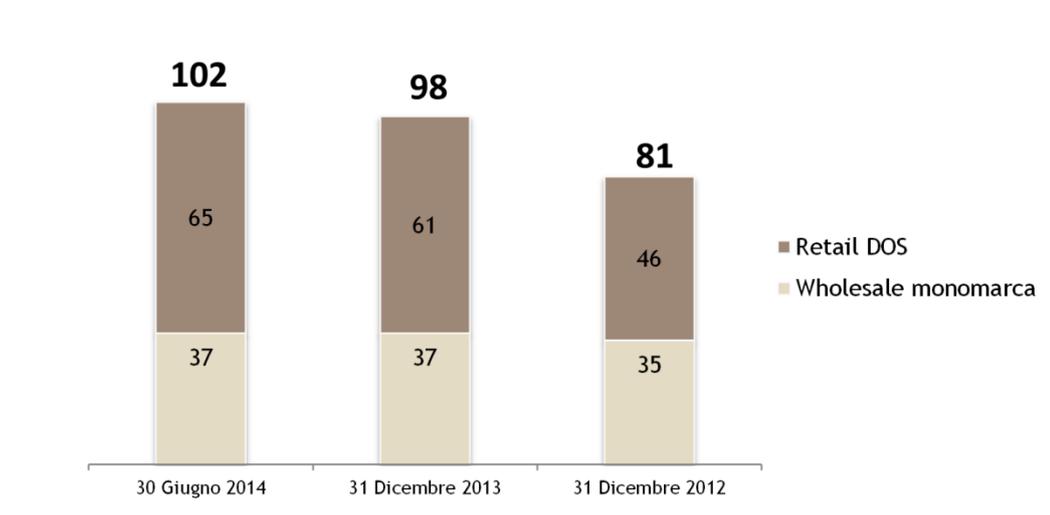
panoramica generale degli investimenti in retail effettuati con il dettaglio dei negozi aperti (**punto b**).

Figura 7.3 Distribuzione retail e wholesale di Brunello Cucinelli

a.



b.



Fonte: Brunello Cucinelli (Investor Relations)

Sebbene l'ampliamento della rete distributiva sia una buona *proxy* per stabilire la creazione di valore all'interno dell'azienda, l'analisi deve essere rapportata anche ad una crescita in termini di fatturato conseguito.

È chiaro che gli elevati investimenti per l'apertura di nuovi negozi devono essere tradotti in nuove fonti di ricavi per l'impresa stessa.

Da questo punto di vista, i dati finanziari di *Cucinelli* sembrano confermare la tendenza. Infatti, guardando i dati economici e finanziari scaturiti dal bilancio di esercizio del 2013 emerge un aumento di ricavi nell'anno successivo della quotazione in Borsa, che ha portato la possibilità di investire nuove risorse all'interno dell'azienda stessa.

A tal proposito il fatturato registrato nel 2013, pari a 322.5 milioni di euro, ha subito una crescita a due cifre (+15,4%) rispetto a quanto conseguito nel 2012, anno in cui la società ha fatto il suo debutto a Piazza Affari. L'approfondimento grafico della **Figura 7.4** – articolato per canale distribuzione – renderà maggiormente chiara la situazione economica dell'azienda, confrontando i periodi pre e post quotazione.

Figura 7.4 Confronto fatturati 2013 vs 2012 (per canale distributivo)

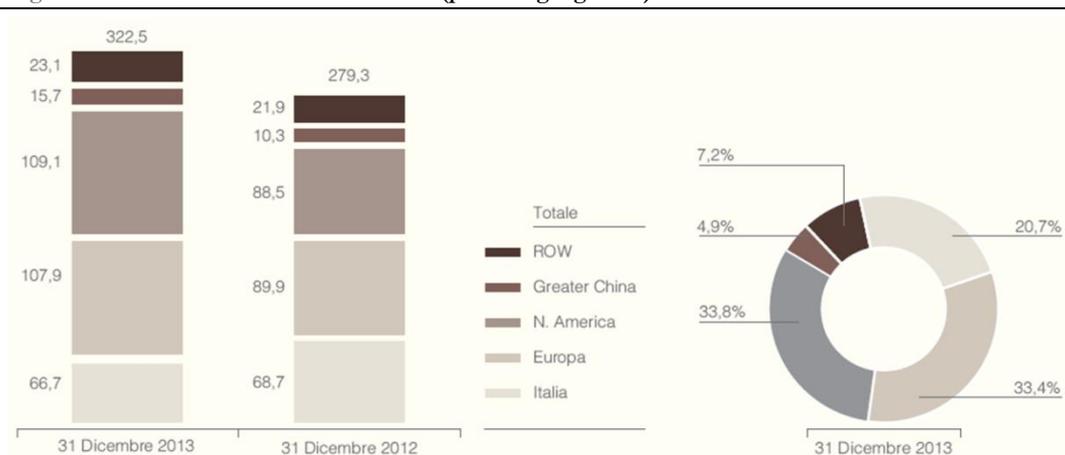


Fonte: Brunello Cucinelli (Investor Relations)

Nel corso del 2013, anno successivo alla quotazione in Borsa, *Brunello Cucinelli*, a fronte di una marginale flessione del mercato domestico, prosegue lo sviluppo e, quindi, la crescita nei mercati internazionali.

Di seguito, viene fornita l'analisi grafica dell'incremento dei ricavi di vendita, suddivisi per area geografica (**Figura 7.5**).

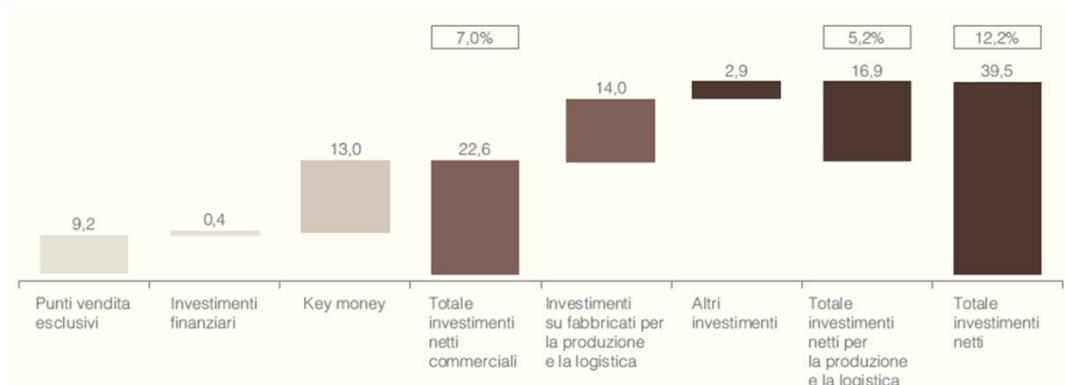
Figura 7.5 Confronto fatturati 2013 vs 2012 (per area geografica)



Fonte: Brunello Cucinelli (Investor Relations)

In ultima battuta, è opportuno valutare l'effettivo apporto di risorse di cui Cucinelli può vantare dopo l'ingresso in Borsa rispetto agli investimenti sostenuti in azienda. Ciò ci permette di comprendere la direzione dall'impresa, dato che spesso i benefici in termini di sviluppo e crescita hanno un orizzonte temporale di medio o lungo termine. Come visto con le altre variabili, anche per il caso degli investimenti sarà fornita una panoramica a livello grafico, dettagliata per destinazione (Figura 7.6).

Figura 7.6 Investimenti sostenuti da Brunello Cucinelli nel 2013 (per destinazione)



Fonte: Brunello Cucinelli (Investor Relations)

Come è possibile notare dal precedente grafico, i maggiori interventi, in termini di investimenti, riguardano l'area *operation* (in linea di massima quindi riferiti a macchine,

impianti, stabilimenti, logistica etc.) e i *key money* (ovvero gli importi pagati per subentrare nei contratti di immobili commerciali situati in luoghi di prestigio).

Infine, l'azienda prospetta la chiusura dell'anno 2014 con una crescita a doppia cifra, in termini sia di fatturato che di utile generato.

Riguardo le evoluzioni future, *Brunello Cucinelli* si aspetta di crescere a due cifre per i prossimi due anni, dati i trend del mercato del lusso assoluto e il posizionamento strategico dell'impresa all'interno della *industry* stessa. Naturalmente, alla luce di quanto visto in termini di articolazione geografica, la crescita è da intendersi maggiormente nei paesi esteri piuttosto che nel nostro Paese.

7.4 Il caso *Brioni-Kering*

La valutazione dell'acquisizione strategica di *Brioni* da parte del gruppo francese *Kering* (in precedenza PPR) segue delle logiche di approccio differenti da quelle ricercate dal concorrente principale *LVMH*.

Infatti, come già ampiamente sottolineato in precedenza, lo stile manageriale di *LVMH* è orientata alla ricerca massiccia di sinergie all'interno di queste particolari operazioni strategiche.

Lo scopo principale nella strategia di *Kering* è quello, infatti, di acquisire aziende che necessitano di risorse e lasciare alle stesse una completa autonomia nella propria gestione.

Ciò si caratterizza mediante l'apporto di nuove risorse (principalmente finanziarie e umane), maggiore know-how e una gestione molto accentrata a livello strategico. Le modalità organizzative con cui viene espletata questa forma strategica prevede una crescita del brand in maniera autonoma, non influenzata direttamente dal gruppo che ha acquisito l'azienda stessa e quindi non intaccando l'identità, la storia e la cultura del brand stesso.

Se comunque si volesse leggere l'operazione in chiave sinergica, sebbene come riferito non è nell'interesse principale del gruppo francese, allora essa è inquadrabile in una serie di sinergie, in particolar modo di ricavo.

Infatti, l'operazione di acquisizione di *Brioni* da la possibilità al colosso francese di entrare in un mercato non ampiamente servito dai brand in suo possesso, ovvero l'abbigliamento maschile sartoriale, che è possibile classificare come di alta moda o ancor meglio come lusso assoluto. In questo caso, *Kering* ha la possibilità di godere di un know-how altamente specifico e artigianale come la sartoria di *Brioni*. Competenze che potranno essere di certo condivise con gli altri brand di lusso. Proprio su questa linea, l'acquisizione dell'azienda italiana ha permesso a *Kering* di consolidare il proprio posizionamento strategico nel lusso mondiale, ma soprattutto ha confermato l'intento del gruppo di riorganizzare le proprie attività lungo due direzioni fondamentali: da un lato il lusso, che ha consolidato mediante precedenti acquisizioni di brand storici sia del fashion che del lusso in sé (tra cui si ricordano *Gucci*, *Bottega Veneta*, *Balenciaga*, *Yves Saint Laurent*, *Sergio Rossi*, *Pomellato*, etc.) e dall'altro lato lo sport e il lifestyle.

L'altra possibile sinergia di ricavo di cui il gruppo può beneficiare concerne la crescita positiva di *Brioni*, come sarà discusso successivamente.

Inoltre, l'operazione strategica consente un maggiore consolidamento nei mercati tipici del lusso, che solitamente sono riconosciuti tra i paesi asiatici o anche nei mercati emergenti.

Alla luce delle considerazioni appena viste, è possibile procedere analizzando l'andamento aziendale, in termini di flussi di cassa futuri, esaminando le variabili dal punto di vista dell'azienda *bidder*, in questo caso rappresentata dal gruppo francese *Kering*.

A tal proposito, nella tabella rappresentata nella pagina seguente (**Tabella 7.6 a**), si è focalizzata l'analisi tramite una valutazione di come si potesse evolvere lo scenario di *Kering*, sulla base dei dati storici ricavati tramite analisi dei bilanci approvati dal gruppo francese stesso, di cui la disponibilità è aggiornata al 31 dicembre 2013, anche se per alcuni dati è possibile disporre dei dati semestrali del 2014.

Come già visto per il precedente caso di acquisizione, la metodologia utilizzata farà riferimento al metodo dei flussi di cassa (DCF).

In particolare, la proiezione futura dei flussi di cassa è stata effettuata sulla base dei tassi di crescita medi (riferiti agli anni 2009-2013) di particolari variabili che concorreranno a determinare il valore dell'impresa e dei flussi di cassa (descritti nella **Tabella 7.6 b**), ovvero: i ricavi, i costi, gli ammortamenti, le imposte, la variazione del capitale circolante netto e gli investimenti⁹².

Lo scopo ultimo di quest'analisi è quello di cercare di determinare un profilo dello scenario della gestione caratteristica del gruppo *Kering*, qualora non avesse intrapreso l'acquisizione di *Brioni*, in modo tale da determinare i flussi di cassa realizzati dall'impresa in quel caso e di conseguenza anche l'effettivo valore dell'impresa.

⁹² Per gli investimenti non si è tenuto conto dei valori medi di crescita, ma si è proceduti ad una particolare determinazione, come esposto nelle note presenti in **Tabella 7.6 b**.

Tabella 7.6 Andamento dei flussi di cassa e valore del gruppo Kering in assenza dell'acquisizione di Brioni

a.	2011	2012	2013	2014	2015	Terminal Value
Ricavi	15.705.600.000	16.816.300.000	12.831.700.000	11.704.300.310	10.675.954.531	-
(Costi)	(13.800.100.000)	(15.196.400.000)	(11.593.300.000)	(10.528.726.493)	(9.561.909.168)	-
EBITDA	1.905.500.000	1.619.900.000	1.238.400.000	1.175.573.818	1.114.045.363	-
(Ammortamenti)	(329.700.000)	(336.500.000)	(700.100.000)	(757.149.225)	(818.847.236)	-
EBIT	1.575.800.000	1.283.400.000	538.300.000	418.424.592	295.198.127	-
(Imposte)	(339.900.000)	(330.600.000)	(266.500.000)	(288.216.353)	(311.702.311)	-
NO PAT	1.235.900.000	952.800.000	271.800.000	130.208.239	(16.504.184)	-
NOPAT	1.235.900.000	952.800.000	271.800.000	130.208.239	(16.504.184)	-
Ammortamenti	329.700.000	336.500.000	700.100.000	757.149.225	818.847.236	-
(Variazione CCN)	501.000.000	71.600.000	(610.300.000)	(15.606.898)	(15.742.821)	-
(Variazione Investimenti)	(1.923.100.000)	(119.100.000)	1.910.300.000	1.686.000.000	1.719.720.000	-
FCFO	143.500.000	1.241.800.000	2.271.900.000	2.557.750.567	2.506.320.230	-
Flusso di cassa attualizzato al WACC	131.912.727	1.049.352.136	1.764.792.319	1.826.406.234	1.645.169.117	-
Terminal Value						14.925.565.917
Valore impresa in assenza di acquisizione	21.343.198.451					

b.

TASSI DI CRESCITA					
	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	Media
Valore Produzione	-8,5%	-10,0%	7,1%	-23,7%	-8,8%
Costi	-11,6%	-11,5%	10,1%	-23,7%	-9,2%
EBITDA	30,4%	2,2%	-15,0%	-23,6%	-1,5%
Ammortamenti	-56,9%	-20,7%	2,1%	108,1%	8,1%
EBIT	210,8%	8,8%	-18,6%	-58,1%	35,8%
Imposte	39,2%	3,0%	-2,7%	-19,4%	5,0%
NO PAT	388,7%	10,5%	-22,9%	-71,5%	76,2%
CCN	-13,9%	-28,6%	-5,7%	51,6%	0,9%

CAPITALE CIRCOLANTE NETTO							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
CCN	2.037.300.000	1.754.300.000	1.253.300.000	1.181.700.000	1.792.000.000	1.807.606.898	1.823.349.719
Variazione	48.000.000	(283.000.000)	(501.000.000)	(71.600.000)	610.300.000	15.606.898	15.742.821

INVESTIMENTI							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014¹	2015²
Investimenti	(548.300.000)	(1.418.200.000)	1.923.100.000	119.100.000	(1.910.300.000)	(1.686.000.000)	(1.719.720.000)

Note

¹= data la variabilità dei valori (e quindi l'impossibilità a procedere tramite crescita a tassi medi), per il 2014 si è deciso di raddoppiare il valore degli investimenti al 30 giugno 2014, che ammontavano a 810 milioni di euro e successivamente si è calcolata la variazione rispetto il precedente anno.

²=gli investimenti del 2015 sono stati stimati con una crescita di gLP=2% rispetto agli investimenti del 2014

Fonte: Elaborazione personale

Anche per questo caso aziendale, l'approccio temporale di riferimento non ha sfiorato la logica del medio periodo, proprio perché si è cercato di riportare la valutazione quanto più possibile alla realtà, evitando scenari futuri del gruppo che non avessero molta logica all'interno dell'effettivo andamento del gruppo.

I flussi di cassa considerati, appartenenti soltanto alla gestione caratteristica del gruppo, sono stati attualizzati al tasso del costo medio ponderato del capitale (WACC) pari al 8.8%. Nella tabella successiva (**Tabella 7.7**) è possibile esaminare i dati che concorrono alla formazione del costo del debito, dell'equity e di conseguenza del capitale inteso in senso medio ponderato. In particolare, i dati sono stati recuperati tramite ricerca nei bilanci del gruppo (disponibili sino a giugno 2014) e traendo informazioni nella stampa di settore.

Tabella 7.7 Calcolo del tasso WACC

CALCOLO CAPITALE PROPRIO		
		Note
$r_E = r_f + \beta(R_M - r_f)$	$r_f =$ 0,93%	Calcolato come rendimento del Bund Tedesco a 10 anni
	$\beta =$ 0,8018	Beta del gruppo Kering
	$R_M =$ 20,6%	Calcolato considerando l'andamento a 10 anni dell'indice CAC 40
	$R_M - r_f =$ 19,6%	
	re=16,67%	
CALCOLO INDEBITAMENTO		
		Note
$r_D =$ 2,16%		Calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debito D
D= 11.614.900.000		Totale passività (a breve/lungo termine)
E= 11.195.900.000		Capitale sociale del gruppo Kering
V=D+E= 22.810.800.000		Totale Debito e capitale proprio
D/V= 50,92%		Leva Debito
E/V= 49,08%		Leva Equity
Oneri Finanziari= 250.900.000		Deducibili dal bilancio del gruppo
Tax rate= 45,23%		Calcolato come media dei tax rate ¹ dei tre anni precedenti (2011-2013)
CALCOLO WACC		
$r_E \left(\frac{E}{E+D} \right) + r_D \left(\frac{D}{E+D} \right) (1-t)$		
WACC=8,80%		

¹= il tax rate è da intendersi come rapporto tra le imposte pagate e il reddito ante imposte (EBT)

Il primo dato che emerge dall'analisi dello scenario del gruppo – nel caso di assenza dell'acquisizione di *Brioni* – è un valore dell'impresa pari a 21.343.198.451 di euro.

Tale cifra rappresenta un valore piuttosto positivo, considerando che si attesta più o meno ad oltre una volta e mezza l'entità del fatturato consolidato di *Kering*,

Come già effettuato in precedenza, il focus principale è quello di analizzare nuovamente lo scenario dell'impresa in un arco temporale di medio periodo una volta portata a termine l'acquisizione.

Nel caso evidenziato, e come già anticipato in precedenza, l'acquisizione – oltre ad avere una focalizzazione del gruppo sul segmento maschile del lusso – può essere considerata come sviluppo di alcune sinergie di ricavo.

Pertanto, prima di continuare il processo di valutazione in un'ottica prospettica, è opportuno esaminare altresì l'evolversi delle variabili principali utili a determinare i flussi di cassa e il valore dell'impresa post-acquisizione. In particolare, si è proceduto mediante stima dei seguenti valori, come segue:

1) Ricavi di vendita: sebbene la crescita dei ricavi del gruppo si sia attestata ad un valore medio negativo, riferito agli anni 2009-2013, pari all'8,8%, nella stima del valore del gruppo in presenza di acquisizione, gli stessi sono stati stimati ad un +8%, poiché il gruppo, mediante l'acquisizione, ha la possibilità di consolidare il proprio posizionamento nel lusso e in special modo entrare nel segmento del lusso assoluto maschile, il quale prospetta dei valori in crescita nel futuro.

Inoltre, anche se probabilmente non è intenzione diretta del gruppo, l'acquisizione può portare alla condivisione del know-how di *Brioni*, che potrà essere utile per l'ingresso nello stesso segmento in cui opera l'azienda italiana con gli altri brand appartenenti al portafoglio di *Kering*.

2) Costi: poiché è stato più volte ribadito che l'intento principale di *Kering* non è quello di ricercare sinergie di costo, la proiezione dei costi è stata volutamente lasciata invariata rispetto al caso di assenza di acquisizione. In particolare, infatti, l'andamento dei costi è stato stimato come tasso di crescita medio tra 2009 e 2013, ovvero pari ad una riduzione del 9.2%, valore in linea con la decisione di riorganizzazione strategica del gruppo lungo due poli principali, ovvero il lusso e lo sport/lifestyle.

3) Ammortamenti, imposte, variazione capitale circolante netto e investimenti: per comodità di analisi e per rendere lo scenario predittivo quanto più realistico possibile, la crescita di queste variabili⁹³ è stata stimata come tasso medio degli ultimi quattro anni (2009-2013), in linea con quanto già fatto nel caso di assenza di acquisizione.

Pertanto, per un maggiore approfondimento circa l'entità dei tassi di crescita, si rimanda ai valori già descritti in **Tabella 7.7**.

Una volta stabilite le prospettive delle variabili che si andranno ad esaminare, è possibile procedere alla definizione dello scenario di crescita del gruppo Kering, una volta che esso avrà acquisito *Brioni*.

Anche in questo caso, l'orizzonte temporale di riferimento è pari al medio periodo, ovvero cinque anni, in modo da avere un'analisi più realistica, ma più importante è il fatto di poter beneficiare di un arco temporale medesimo al caso *stand alone* in modo da poter rendere più agevole ed efficace il confronto dei due casi. Anche i flussi di cassa sono stati considerati dalla gestione caratteristica, mentre il tasso con cui essi sono stati attualizzati corrisponde al precedente tasso WACC, pari all'8,8%.

La tabella presente nella pagina successiva (**Tabella 7.8**) fornirà la possibilità di analizzare lo scenario del gruppo *Kering*, una volta effettuata l'acquisizione e beneficiato delle sinergie di ricavo già citate.

Dai dati analizzati, emerge che il valore dell'impresa in caso di acquisizione di *Brioni* risulta pari a 51.251.146.184 di euro, valore più che raddoppiato rispetto al caso di assenza di acquisizione.

Infatti, se si confrontano i due valori in caso di assenza e presenza dell'acquisizione, è possibile constatare che il valore della strategia aziendale messa in atto dal gruppo francese è pari a quasi 30 miliardi di euro.

⁹³ Tranne per il caso la variabile "investimenti", che è stata calcolata in maniera differente, come descritto nella **Tabella 7.6 b**

Tabella 7.8 Andamento dei flussi di cassa e valore del gruppo Kering in presenza dell'acquisizione di Brioni

	2011	2012	2013	2014	2015	Terminal Value
Ricavi	15.705.600.000	16.816.300.000	12.831.700.000	13.858.236.000	14.966.894.880	-
(Costi)	(13.800.100.000)	(15.196.400.000)	(11.593.300.000)	(10.528.726.493)	(9.561.909.168)	-
EBITDA	1.905.500.000	1.619.900.000	1.238.400.000	3.329.509.507	5.404.985.712	-
(Ammortamenti)	(329.700.000)	(336.500.000)	(700.100.000)	(757.149.225)	(818.847.236)	-
EBIT	1.575.800.000	1.283.400.000	538.300.000	2.572.360.282	4.586.138.476	-
(Imposte)	(339.900.000)	(330.600.000)	(266.500.000)	(288.216.353)	(311.702.311)	-
NO PAT	1.235.900.000	952.800.000	271.800.000	2.284.143.929	4.274.436.165	-
NOPAT	1.235.900.000	952.800.000	271.800.000	2.284.143.929	4.274.436.165	-
Ammortamenti	329.700.000	336.500.000	700.100.000	757.149.225	818.847.236	-
(Variazione CCN)	501.000.000	71.600.000	(610.300.000)	(15.606.898)	(15.742.821)	-
(Variazione Investimenti)	(1.923.100.000)	(119.100.000)	1.910.300.000	1.686.000.000	1.719.720.000	-
FCFO	143.500.000	1.241.800.000	2.271.900.000	4.711.686.257	6.797.260.579	-
Flusso di cassa attualizzato al WACC	131.912.727	1.049.352.136	1.764.792.319	3.364.461.437	4.461.777.490	-
Terminal value						40.478.850.073
Valore impresa in presenza di acquisizione	51.251.146.184					

Fonte: Elaborazione personale

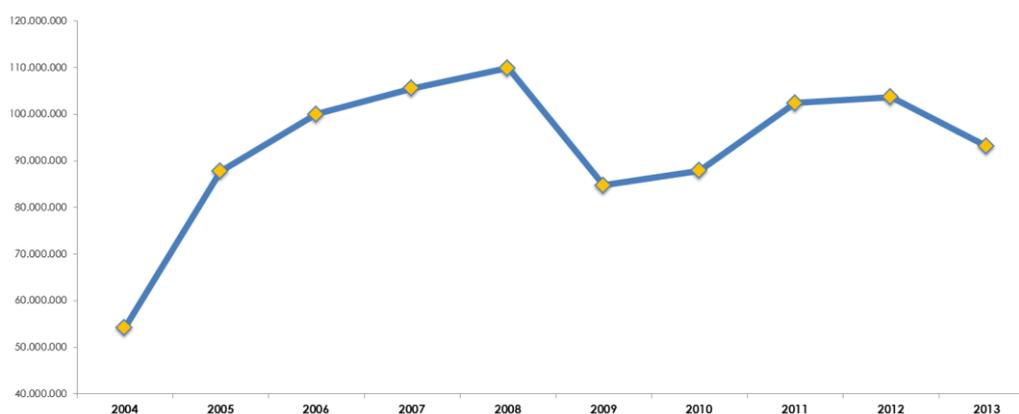
Una volta considerate le probabili sinergie di ricavo realizzabili e il valore generato all'interno del gruppo, il valore corrisposto all'azienda italiana pari a 218 milioni di euro risulta piuttosto giustificato e coerente con la crescita sia del gruppo *Kering* sia di *Brioni* stesso.

Anche in questo caso di acquisizione del lusso, il costo di acquisizione di *Brioni* è stata valutato per oltre due volte il valore del fatturato conseguito nel 2011 (anno in cui è stato siglato il passaggio di proprietà) e addirittura 15.2 volte il suo EBITDA (secondo i dati di KMPG).

Inoltre, in relazione al business di *Brioni*, il fatturato dell'azienda italiana – confrontando i dati del 2013 – ha contribuito per circa l'1% del consolidato di *Kering*.

Il successivo grafico (**Grafico 7.4**) metterà alla luce la serie storica dei fatturati di *Brioni*, confermando che comunque si tratta di un affare positivo per il gruppo del lusso, sebbene dai dati è possibile evidenziare una lieve flessione negli anni post crisi e nell'ultimo anno disponibile, precisando che comunque non si tratta di dati consolidati.

Grafico 7.4 Serie storica del fatturato di *Brioni* (anni 2004-2013)



Fonte: Elaborazione personale da dati AIDA

Dal punto di vista speculare, anche l'azienda di Penne può avere la possibilità di ricorrere a maggiori risorse mediante l'appartenenza ad un gruppo molto strutturato e solido finanziariamente, che potrà sostenere la propria crescita.

Come già attuato per gli altri casi, il problema della valutazione dell'efficacia della strategia adottata da parte delle imprese va esaminato in maniera più completa. Pertanto il focus successivo è quello riguardante il punto di vista del mercato finanziario e degli

investitori per cercare di comprendere come essi abbiano accolto e valutato l'acquisizione dell'azienda abruzzese.

Per far ciò, è necessario inquadrare l'andamento del titolo *Kering*, quotato in Borsa a Parigi. Anche in questo caso la finestra temporale considerata è uguale ad un mese (nel nostro caso novembre 2011, mese in cui è stata rilasciata la notizia di acquisizione), in modo da esaminare nel dettaglio un orizzonte coerente all'annuncio dell'operazione di acquisizione.

Come possiamo notare dal **Grafico 7.5**, il titolo una volta annunciata l'operazione ha subito una variazione positiva, pari al +3,6% nel mese in questione. Ciò fa presumere un accoglimento abbastanza positivo da parte del mercato finanziario, che ha guardato in maniera positiva l'acquisizione di Brioni, mettendo in previsione una probabile crescita dell'intero gruppo francese, sebbene va evidenziato un lieve calo del prezzo delle azioni nel medesimo mese, annullato dal trend successivo.

Grafico 7.5 Andamento del titolo *Kering* nel mese in cui è stata annunciata l'acquisizione (Novembre 2011)



Fonte: Elaborazione personale da dati Yahoo Finance

Il quadro finale della valutazione dell'effettiva creazione di valore è orientato verso la ricerca all'interno dell'azienda target, in modo da captare i benefici in termini di sviluppo e crescita apportati una volta che essa è stata acquisita.

Ad ogni modo, secondo Pinault di Kering, *Brioni* ha rappresentato un investimento positivo per il gruppo, mentre le tendenze dell'azienda italiana sono orientate ad una maggiore diversificazione del prodotto, inizialmente focalizzata solo sui capispalla da uomo, pezzi unici nella loro manifattura sartoriale. Grazie al maggiore apporto di risorse da parte di *Kering*, *Brioni* ha avuto la possibilità di entrare in nuovi scenari del lusso, come l'occhialeria (sviluppata internamente e non mediante rilascio di licenze come fatto dai competitor) e la gioielleria.

Anche sul lato del retail si possono rilevare numerosi interventi, da intendersi come allargamento globale della rete di distribuzione, attraverso l'apertura di nuovi negozi (per lo più store gestiti direttamente e outlet monobrand) specialmente in Asia, che rappresenta il *core market* dell'azienda pennese. A Novembre 2013, secondo Euromonitor International, *Brioni* opera tramite 74 store in giro per il mondo (di cui 32 gestiti direttamente), mentre è in corso una massiccia espansione globale, specialmente in Cina, Russia e nei paesi Arabi.

In definitiva, la direzione della strategia di *Kering* all'interno di *Brioni*, in termini di creazione di valore, sembra essere orientata da un lato allo sviluppo della rete di distribuzione per aumentare la propria visibilità, dall'altro dallo sviluppo delle risorse umane mediante il consolidamento della scuola di manifattura sartoriale aperta dall'azienda pennese.

In generale, l'avvento del colosso francese all'interno di *Brioni* ha di certo portato numerose risorse da poter investire all'interno dell'azienda stessa per una maggiore crescita e sviluppo, ma allo stesso tempo ha generato una serie di ristrutturazioni a livello tecnico ed operativo, per cercare di ridurre gli elevati costi che scaturiscono dall'offerta di prodotti altamente esclusivi, ma comunque legato ad una realtà non particolarmente ampia.

In sostanza, *Brioni* è stata formalmente ed interamente immersa nel piano di ristrutturazione avviato da *Kering* per la creazione delle due divisioni in cui opera (*Luxury* e *Sport/Lifestyle*), dati immediatamente riscontrabili dal valore degli investimenti negativi nel prospetto dei flussi di cassa, precedentemente esposto.

Un ulteriore conferma della ristrutturazione dell'azienda e del gruppo in generale proviene dall'adozione di un progetto di piattaforma distributiva e logistica unica (denominato Progetto LGI), mediante il quale si è accentrato il processo logistico e distributivo in un'unica piattaforma, che precedentemente era suddivisa in sei altre unità, articolate per categorie merceologiche (Divisione formale, sport, cravatte, maglieria, pelle e camicie). Quindi, tutte le attività distributive di *Brioni* – a partire dalla collezione Primavera/Estate 2014 e per tutte le categorie di prodotto a marchio *Brioni* – sono state accentrate all'interno di una società svizzera del gruppo *Kering*, a cui accederanno tutti i brand del gruppo.

Ciò è stato dovuto al fatto che in precedenza i flussi distributivi degli articoli a marchio *Brioni* erano dispersi e frammentati presso soggetti che non avevano l'esperienza, la professionalità e la struttura organizzativa, dettate dalle sempre più competitive circostanze di mercato.

Questo progetto sta permettendo alla società di ottimizzare la performance distributiva su scala mondiale con una maggiore penetrazione della rete retail nel medio e lungo periodo, specialmente nei mercati emergenti, grazie al know-how nel campo della distribuzione e all'esistenza di una logistica globalmente integrata di *Kering*.

Infine, a margine della trattazione, la situazione di acquisizione da parte di *Kering*, sebbene stia portando un risanamento dell'azienda, va esaminata anche tramite un quadro di lieve denotazione sul profilo della creazione di valore, intesa non meramente come unità organizzativa in sé, ma come concetto allargato, riferito quindi riferito ad una pluralità di soggetti, tra cui i dipendenti e la comunità locale.

Tale piano di ristrutturazione ha comportato, infatti, una riduzione di personale, generando 60 esuberanti, tutti inquadrati in posizioni di produzione diretta dei prodotti, ovvero le maestranze.

CONCLUSIONI

Tralasciando la prima parte del lavoro (**Capitoli 1-3**), che è servita principalmente ad inquadrare il presente elaborato a livello teorico, il resto del lavoro ha cercato di mettere alla luce una panoramica globale del settore del lusso (e in particolare dell'alta moda), individuandone le caratteristiche principali e le evoluzioni future della *industry*. Sono stati proprio i **Capitoli 4 e 5** che hanno permesso l'inquadramento del settore del lusso e il segmento dell'alta moda. In relazione proprio a quest'ultimo si sono evidenziati una serie di elementi principali, in modo da fornire una dinamica completa del segmento di riferimento. In particolare, il focus principale in questo senso è stato quello di individuare la segmentazione del mercato *fashion*, le caratteristiche di struttura del settore (attraverso l'analisi delle cinque forze di Porter), i principali operatori del settore e la catena del valore specifica dei business in questione.

Una nota a parte meritano i fattori distintivi all'interno del settore, che determinano sia la competitività dei brand rispetto i propri concorrenti che le chiavi della crescita e dello sviluppo degli stessi.

In linea generale, le leve fondamentali del successo, necessarie a garantire la giusta visibilità al brand si possono ridurre ai seguenti elementi:

- **campagne pubblicitarie e di *advertising* a cura di fotografi e registi di successo, spesso con il supporto di testimonial celebri;**
- **distribuzione globale, apertura di nuovi stores e di spazi di vendita in località esclusive e nelle strade del lusso delle maggiori capitali del mondo (investimenti nei canali *retail* e *wholesale*);**
- **boutique e customer experience con un forte appeal emozionale;**
- **sviluppo manifattura interna;**
- **sfilate di moda nelle maggiori passerelle al mondo.**

Davanti a queste esigenze, per sostenere una sana crescita e un rapido sviluppo nel mercato, che sta divenendo sempre più globale, le imprese hanno necessità di elevate risorse finanziarie. Vi è un problema riguardante la natura delle imprese del settore. Infatti, spesso le loro origini sono associate a negozi, boutiques artigianali, che grazie

all'abilità al loro interno sono divenute sempre più grandi, tale da confrontarsi con colossi mondiali.

Proprio questa natura delle aziende di alta moda fa sì che la crescita dei brand non sia potenzialmente infinita e finanziabile tramite auto investimento, ma fissa un limite superiore oltre il quale è impossibile superare. Infatti, è necessario che tali imprese si adeguino a dimensioni maggiori in modo da poter reggere facilmente il confronto con i *top player* globali.

Vi sono differenti modalità che le imprese del settore possono intraprendere per sostenere la crescita, ma i casi aziendali analizzati limitano la trattazione solo all'acquisizione e alla quotazione in Borsa. Essi rappresentano le modalità più frequenti di crescita all'interno del settore.

Infatti, il bilancio di quest'ondata di crescita all'interno del settore è pari ad un totale di 583 operazioni di M&A e 14 quotazioni in Borsa in quattordici anni. L'attività di fusioni, acquisizioni (M&A) e quotazioni (IPOs) nel settore della moda e del lusso è stata particolarmente effervescente dal 2000 sino ai giorni nostri.

Volendo trarre una somma del bilancio di queste operazioni in termini di creazione valore e crescita, è possibile scindere la trattazione a secondo delle modalità di crescita evidenziate, in quanto la specificità di ognuna di esse non ci permette di rendere omogeneo il discorso.

Nel caso specifico delle **acquisizioni**, esaminando il punto della *bidder*, le imprese acquirenti offrono al brand acquisito una serie di vantaggi, riassumibili come segue:

- **risorse finanziarie per l'espansione della rete distributiva e dello sviluppo del prodotto;**
- **condivisione know-how a livello mondiale su determinate competenze** (real estate, portafogli fornitori alternativi, prodotti);
- **economie di scala** (specialmente nell'acquisto materiali);
- **accentramento, potenziamento e razionalizzazione di alcune funzioni** (sistemi informativi, piattaforme logistiche integrate);
- **gestione dinamica delle risorse umane, maggiore mobilità orizzontale e interesse ad attrarre nuovi talenti.**

Dal lato opposto, le aziende *target* devono seguire anche una serie di comportamenti una volta che la loro realtà viene a contatto con nuovi investitori, in particolare essi devono:

- **seguire le linee strategiche del gruppo di acquisizione, preservando comunque il proprio DNA;**
- **accettare il management proveniente dalla Holding o da altre società del gruppo di acquisizione;**
- **favorire l'espansione *in toto* del brand** (a livello dimensionale, geografico, di canale);
- **accettare una serie di adempimenti in termini di reporting finanziario e industriale da condividere con la Holding secondo tempistiche prestabilite.**

Sicuramente la possibilità di attere a maggiori risorse permette alle imprese acquisite di crescere in maniera notevole e sostenere uno sviluppo molto dinamico.

La situazione chiaramente va osservata anche dall'altro lato della medaglia, dato che la gestione – una volta che l'impresa è stata acquisita – non fa più capo alle aziende *target*, ma il testimone viene ceduto agli acquirenti, che nel caso dei brand del “*Made in Italy*” (tra cui vi figurano i casi aziendali facenti il nostro caso) sono tutti gruppi stranieri, i quali chiaramente beneficeranno anche degli utili che le imprese genereranno in questo clima di probabile e futuro sviluppo.

La conseguente crescita delle aziende italiane del lusso e in particolare dell'alta moda ha degli impatti a livello produttivo sul nostro Paese.

Uno dei problemi che è possibile rilevare è infatti dovuto al fatto che le aziende del lusso e dell'alta moda italiana, una volta ceduta la proprietà, non hanno più la possibilità di appropriarsi interamente del valore generato dall'intera catena, facendo sì che solo una piccola parte rimanga a propria disposizione (quella del costo diretto di produzione), mentre il maggior ed effettivo valore nel lusso e nell'alta moda viene a creato nella rete distributiva (sia *wholesale* che *retail*), ed è proprio questo maggior valore che sarà trattenuto in mano straniera.

Anche le **IPOs** costituiscono una delle vie maggiormente scelte in ambito di crescita delle aziende del lusso. Soltanto negli ultimi anni, le piazze finanziarie hanno visto l'accesso di numerose aziende del lusso, quali: *Prada, Salvatore Ferragamo, Brunello Cucinelli, Moncler*, etc.

Mediante la quotazione in Borsa, le imprese del lusso hanno avuto la possibilità di:

- **reperire maggiori risorse per finanziare l'espansione mondiale e una maggiore crescita;**
- **attrarre nuovi manager e nuovi investitori;**
- **accrescere la propria visibilità nei mercati internazionali;**
- **aumentare la propria capienza patrimoniale.**

Di contro, vi sono alcuni elementi di svantaggio che le stesse imprese devono affrontare all'interno della loro scelta strategica di quotarsi in Borsa. Innanzitutto, il mercato finanziario pone le stesse davanti a una serie di adempimenti, che la precedente natura di impresa familiare non richiedeva. Inoltre, sempre in termini di adempimenti, le aziende ormai quotate vanno necessariamente ripensate a livello organizzativo e strutturale (specialmente sul lato della *corporate governance*), in quanto con una spiccata visibilità internazionale, le stesse dovranno reggere il confronto con top player mondiali, tra cui vi figurano ad esempio i colossi del lusso francese o numerosi altri brand (anche italiani) di dimensioni notevoli.

Tutte le considerazioni effettuate sono state esaminate maggiormente mediante l'applicazione concreta di recenti casi aziendali, nello specifico trattati nei **Capitoli 6-7**.

La scelta dei casi è ricaduta su *Loro Piana, Brunello Cucinelli* e *Brioni*, tutti e tre operanti nel settore del lusso assoluto e in particolar modo nel segmento dell'abbigliamento maschile di alta moda.

In linea generale, i principali motivi che hanno spinto le imprese ad effettuare queste operazioni sono di svariato tipo e se considerati in maniera unica possono essere riassunte nei seguenti razionali strategici:

- **crescita portafoglio strategico di brand dei gruppi e quindi dell'offerta;**

- **condivisione know-how distintivo** (produzione di particolari categorie merceologiche, artigianalità, sartoria) e **materie prime** (ad esempio i tessuti);
- **possibilità di essere parte di un gruppo strutturato e organizzato, in linea con le dinamiche del settore;**
- **attraazione di nuovi manager e talenti all'interno delle imprese;**
- **aumento della visibilità internazionale;**
- **sviluppo della rete distributiva** (sia retail che wholesale);
- **aumento capacità finanziaria e reddituale.**

Dietro queste motivazioni chiaramente vi sono delle logiche di creazione di valore e di crescita, le quali costituiscono l'effettivo oggetto del lavoro. È stato quindi necessario dimostrare, in maniera empirica, la reale creazione di valore nei casi aziendali considerati. Per valutare ciò, come anticipato nella fase introduttiva del lavoro, la creazione di valore è stata analizzata in termini di:

- **flussi di cassa, valore azionario generato e coerenza con il prezzo dell'operazione;**
- **accoglimento da parte del mercato finanziario e degli investitori;**
- **creazione di valore interno all'azienda stessa, in termini di crescita e sviluppo futuro.**

Sebbene i segmenti serviti siano uguali, le conclusioni di quanto evidenziato per ogni caso vanno articolate a seconda dell'azienda analizzata.

Per quanto riguarda *LVMH* e *Loro Piana*, il valore generato dalla strategia, rispetto al caso in cui l'acquisizione non fosse avvenuta, si attesta intorno ai 30 miliardi di euro, cifra nettamente al di sopra del prezzo pagato dal gruppo, ovvero 2 miliardi. I flussi di cassa che hanno generato il valore dell'impresa vanno intesi in termini di gestione caratteristica e sono stati generati prospettando una crescita pari al 17% (contro una media di 14,5%) e una riduzione di costi dell'8%. Ciò è dovuto all'instaurarsi di alcune sinergie, peraltro fortemente pregnanti nello stile manageriale di Bernard Arnault (CEO del gruppo francese), che possono essere sia di ricavo (ingresso in un nuovo segmento e in un nuovo business) e di costo (risparmio da condivisione di materie prime, quali le lane pregiate).

In termini di accoglimento da parte del mercato finanziario e degli investitori, l'operazione di acquisizione di *Loro Piana* ha comportato un generale gradimento, attestabile in un aumento del volume e il valore delle azioni scambiato, che nel mese di luglio 2013 (momento in cui è stato dato l'annuncio alla stampa) è stato pari al +7,3%. Infine, per ciò che concerne le prospettive future – in termini di creazione di valore aziendale e crescita – non vi sono possibilità di tracciare un bilancio di lungo periodo per assenza di informazioni dovuta al fatto che l'acquisizione è stata siglata in tempi recenti. Comunque, su quanto rilasciato dall'azienda italiana, la cifra di crescita dovrebbe attestarsi alla doppia cifra, in special modo nella divisione prodotti finiti (*Luxury Good*).

Il caso ***Brunello Cucinelli*** segue una logica di modalità di crescita differente dal precedente caso, in quanto la via scelta per sostenere il proprio sviluppo ha portato il debutto in Borsa nel novembre 2012.

Il procedimento di valutazione finanziaria in questo caso si è svolto mediante verifica empirica delle stime del prezzo stabilite in sede di IPO (pari ad una forbice di valori 6.75-7.75€). Infatti, per far ciò, si è proceduto mediante la valutazione del prezzo tramite due multipli (Il Price Earning e l'EV/EBITDA) in modo da captare l'effettivo valore della società e se le stime sono state coerenti con essi. Dalle elaborazioni dei dati in possesso, il prezzo per azione – inteso come media di quanto ottenuto con entrambi i multipli – è risultato pari al 7.86 €, valore che si discosta soltanto del 1.42 % la cifra stabilita al momento della quotazione.

L'accoglimento da parte del mercato è stato altamente positivo, dato che la performance (intesa come aumento del valore delle azioni) ha registrato valori al di sopra dei concorrenti quotati operanti sempre nel mercato del lusso (e in alcuni casi specificamente nel segmento dell'alta moda).

Infine, la crescita aziendale dopo l'apporto di nuove risorse finanziarie è riscontrabile nell'allargamento della rete distributiva (apertura di 21 nuovi negozi), nella crescita del fatturato, nell'ampliamento verso i mercati esteri (specialmente Europa, Nord America e Cina), nei maggiori investimenti sostenuti (principalmente legati ai *key money* corrisposti per l'ingresso in località esclusive per l'apertura dei negozi).

L'ultimo caso aziendale preso in considerazione è stato quello dell'acquisizione della casa di alta moda ***Brioni*** da parte di ***Kering***.

Anche in questo caso si è valutata la creazione di valore in termini di flussi di cassa prospettici. La stima della crescita è stata intesa ad un tasso dell'8%, in quanto l'affare si prospetta molto attrattivo per il gruppo, dando la possibilità di aprirsi ad un segmento non ancora fortemente esplorato, ovvero quello dell'abbigliamento uomo di fascia alta. Il valore generato da questa strategia di acquisizione ammonta ad un valore pari a quasi 30 miliardi di euro, cifra piuttosto superiore a quanto l'azienda è stata pagata (218 milioni più un bonus di 98 se si raddoppia il fatturato entro il 2016), sebbene vada ricordato che al momento dell'acquisizione, la situazione finanziaria di *Brioni* tergiversava.

In termini di accoglimento del mercato, è possibile constatare un aumento del valore di azioni scambiate del gruppo francese nel giorno dell'annuncio, che durante il mese di novembre 2011 ha registrato una tendenza positiva del 3.6%, sebbene vi sia stata una lieve flessione nella seconda settimana, annullata sicuramente dai trend successivi.

Per ciò che riguarda la creazione di valore all'interno dell'azienda, *Brioni* si trova in una fase di ristrutturazione aziendale, a seguito di una forte riduzione dei costi, fattore che ha generato un abbattimento di 60 unità impiegate direttamente nella produzione (le cosiddette maestranze) e l'adozione di una piattaforma unica per la logistica e distribuzione dei marchi posseduti da *Kering*, in modo da creare sinergie dalla condivisione del know-how specifico sul retail del gruppo francese. Di certo, con gli interventi recenti sul personale, risulta difficile parlare di valore generato nella totalità del termine, quanto piuttosto ad un concetto di valore per l'impresa da non intendere in senso allargato e oltre i propri confini.

In linea generale, volendo tracciare delle conclusioni complessive, è possibile affermare che queste operazioni di acquisizioni e disinvestimento (nello specifico quotazioni in Borsa) stanno portando valore e crescita alle aziende del *Made in Italy* che operano nel settore del lusso, e in particolar modo nell'alta moda.

Sulla linea delle operazioni già passate è possibile valutare come esse abbiano impattato positivamente sia all'interno delle aziende che nel nostro Paese in generale: è il caso di citare *Bottega Veneta* (che nel 2006 fatturava 160 milioni di € e nel 2013 ha superato il miliardo con una produzione rimasta sempre italiana), *Gucci* (che in 14 anni ha raddoppiato il proprio fatturato, generando un indotto di oltre 45000 persone in Italia), *Prada* che in tre anni (2010-2013) ha visto crescere di più del 75% sia i ricavi che il

marginale lordo (EBITDA) o *Salvatore Ferragamo* (con un aumento di giro d'affari del 61% e del 130% dell'EBITDA).

Nel caso delle **acquisizioni**, il valore generato non è interamente attribuibile dal Sistema Paese, in quanto ciò che effettivamente rimane qui è la parte produttiva, che rimane sempre il fiore all'occhiello delle aziende e dell'Italia in cui i gruppi stranieri stanno investendo sempre più, ma essa rappresenta comunque una minima parte del valore globale generato dal lusso (che ricordiamo avviene per lo più nel *retail* o *wholesale*, i cui redditi formalmente non sono più di proprietà italiana, ma ceduti all'estero). Quindi, in sostanza, se si valuta il problema dal punto di vista della generazione di valore solo in riferimento alle aziende in sé, la creazione di valore, crescita e sviluppo è abbastanza positiva. Allargando la visuale di riferimento, le M&A nel lusso e nell'alta moda non hanno generato valore globale, in quanto parte di questo valore è passato in mano straniera, e in alcuni casi (*Brioni* prima di tutto), l'avvento dell'investitore estero ha portato a significative riduzioni di personale, impattando negativamente sulle comunità sociali e locali in cui l'azienda italiana è inserita.

Affermazioni speculari provengono nel caso delle **quotazioni**, in quanto il valore generato dal maggiore apporto di risorse risulta inteso nella totalità (quindi sia aziendale che nella pluralità di soggetti coinvolti) e specialmente nel caso delle aziende italiane, esso rimane totalmente nel nostro Paese. A tal proposito, è interessante notare dove sia stato diretto il gettito degli investimenti: in particolare si è potenziata sia la parte produttiva (Prada ad esempio ha annunciato l'apertura di nuove quattro fabbriche in Italia) che la distribuzione diretta, cioè i negozi *monobrand* di proprietà che rappresentano un impegno molto costoso per le aziende, in termini di affitti e personale.

Vi sono pertanto tutti i presupposti per sostenere la crescita attraverso quest'ultima modalità, in quanto si può generare maggiore valore, trasferirlo ad una pluralità di soggetti e beneficiare quindi di una maggiore crescita, in linea con quanto può di certo avvenire nel caso della crescita esterna mediante acquisizione, ma che comunque non tiene in considerazione la creazione di valore nella globalità del termine.

In conclusione, in un settore che ha vissuto la chiusura di fabbriche e una grande perdita di posti di lavoro a causa della crisi e delle troppe delocalizzazioni, l'occupazione diretta nei casi di aziende che sono ricorse al mercato borsistico (tra cui si ricordano *Cucinelli*, *Prada* e *Ferragamo*) è cresciuta in maniera significativa, considerando anche l'indotto di

persone coinvolto. Anche in questo caso, come del resto nelle acquisizioni, le produzioni – fortemente integrate – sono rimaste interamente in Italia⁹⁴. Oltre alla parte più produttiva, l'occupazione tiene conto anche della rete commerciale, delle filiali estere, etc.

I numeri sembrano, dunque, dimostrare che l'apertura del capitale al mercato aiuti le aziende a crescere, generando valore a trecentosessanta gradi, in un momento in cui la dimensione è divenuta estremamente importante. Inoltre, l'apertura al mercato azionario permette alle imprese che si quotano una gestione maggiormente orientata al management.

Il problema principale può essere dettato dal fatto che spesso le imprese del lusso e dell'alta moda sono realtà molto piccole, e l'ingresso in Borsa potrebbe comportare elevati costi sia monetari che non monetari, specialmente in termini di organizzazione e cambiamento culturale e strategico.

⁹⁴ Sebbene Prada, a livello produttivo, è attiva in Italia solo per l'80%, valore giustificato dalle dimensioni globali che ha raggiunto e dal fatto di aver acquisito business del settore non italiani (come ad esempio Church's)

BIBLIOGRAFIA

LIBRI E PAPER ACCADEMICI

- **Allen, J. and McConnell, J. (1998).** Equity carve-outs and managerial discretion, *Journal of Finance*, 53: 163-186.
- **Anderson, R., Mansi, S.A. and Reeb, D. (2003).** Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics*, 68, 263–285.
- **Angiola, N. e Taliento, M. (2012).** Ipo e family business. Analisi economico-aziendale del going public nella prospettiva del governo delle imprese familiari. Franco Angeli.
- **Arzac, E.R. (2004).** Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring. Ed. John Wiley & Sons.
- **Baroncelli, A. (2001).** La strategia di disinvestimento: le motivazioni, i contenuti, il processo. Dupress.
- **Bergh, D.D., Johnson, R.A. and Dewitt, R.L. (2007).** Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain. *Strategic Management Journal*, 29, 2: 133-148.
- **Bruner, R.F. (2004).** Applied Mergers and Acquisitions. John Wiley & Sons Ltd, New York.
- **Brugger, G. (1994).** L'analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese, su *Italia Oggi*, nr.20.
- **Bruzzichesi, L. e Pancamo, M. (2001).** Quotazione in Borsa, scelta cruciale di una media impresa in *Amministrazione & Finanza* 19, 52 2001.
- **Cappellari, R. (2011).** Marketing della moda e dei prodotti lifestyle. Carocci Editore
- **Caroli, M.G. (2011).** Economia e gestione delle imprese internazionali. McGraw-Hill, Milano.
- **Champion, D. (1999).** Entrepreneurship (initial public offerings). *Harvard Business Review* 77:17

- **Chemmanur, T.J. and Yan, A. (2004).** A theory of corporate spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 72: 259-290.
- **Chen, H.L. and Guo, R.J. (2005).** On corporate divestiture. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 4: 399–410.
- **Chevalier, M. and Mazzalovo, G. (2012).** *Luxury Brand Management: A World of Privilege* (2th edition). John Wiley & Sons Inc
- **Conca, V. (2010).** *Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita*. Egea, Milano.
- **Copeland, T. , Koller, T. and Murrin J. (1990).** *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Wiley, New York.
- **Corbellini, E. e Saviolo, S. (2007).** *L'esperienza del lusso: mondi, mercati, marchi*. Etas
- **Corbellini, E. e Saviolo, S. (2009).** *Managing fashion and luxury companies*. Rizzoli Etas
- **Dalocchio, M. e Teti, E. (2011).** *Valore, Impresa e Sistema Paese: Strategie d'azienda per la generazione di valore sostenibile*. Egea Milano
- **D'Amico, S., Giustiniano, L., Nenni, M.E, and Pirolo L. (2013).** Product Lifecycle Management as a tool to create value in the fashion system. *International Journal of Engineering Business Management*, 5: 1-6.
- **Dalziel, T., White, R.E. and Arthurs, J.D. (2011).** Principal Costs in Initial Public Offerings. *Journal of Management Studies*, 48, 6: 1346-1364.
- **Dell'Acqua, A., Etro, L. e Gremmo, D. (2012).** I metodi di valutazione delle IPO in Italia: analisi ed evoluzione nel periodo 1997-2010 (*su "La Valutazione delle Aziende" n.62/2012.*). Milano: Egea Bocconi.
- **Dubois, B. and Czellar, S. (2002).** *Prestige Brands or Luxury Brands? An Exploratory Inquiry on Consumer Perceptions*. University of Geneva.
- **Fama, E. (1970).** *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, pp. 383-417. New York.
- **Fontana, F. e Caroli, G. (2013).** *Economia e gestione delle imprese*. McGraw-Hill, Milano.
- **Gaughan, P.A. (1999).** *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York: Wiley.

- **Gole, W.J. and Hilger, P.J. (2008).** Corporate Divestitures: A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide. John Wiley & Sons.
- **Grant, R.M. (2011).** L'analisi strategica per le decisioni aziendali. Il Mulino.
- **Guatri L. (1993).** La creazione di valore per via esterne, in *Strategie e organizzazione delle aziende. Scritti in onore di C. Masini*, tomo II. Egea Milano.
- **Hite, G. and Owers, J.E. (1983).** Security price reactions around corporate spin-off announcements. *Journal of Financial Economics*, 12: 409-436.
- **Hopkins, H.D. (1991).** Acquisition and divestiture as a response to competitive position and market structure. *Journal of Management Studies*, 28, 6: 665-677.
- **Hoskisson, R.E. and Johnson R.A. (1992).** Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and r&d intensity. *Strategic Management Journal*, 13, 8: 625-634.
- **Hunt, P.A. (2004).** Structuring Merger & Acquisition (2nd edition). Aspen.
- **Jain, P.C. (1985).** The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth. *Journal of Finance*, 40, 1: 209-224.
- **Jense, M.C. e Meckling, W.H. (1976).** Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- **Klein, A., Rosenfeld, J. and Beranek, W. (1991).** The two stages of an equity carve-out and the price response and subsidiary stock. *Managerial and Decision Economics*, 12, 449-460.
- **Kotler, P. e Armstrong, G. (2010).** Principi di marketing (*Tredicesima edizione. Edizione italiana a cura di Walter Giorgio Scott*). Pearson Prentice Hall.
- **Massari, M. (1998).** Finanza Aziendale. Valutazione. Milano: McGraw-Hill.
- **Meyer, J. e Rowan, B. (1977).** Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. *American Journal of Sociology*, Vol. 83, No. 2 (Sep., 1977) pp. 340-363. Chicago Journal
- **Milgrom, P. e Roberts, J. (2005).** Economia, organizzazione e management: volume I. Il Mulino Bologna
- **Nixon, T., Roenfeldt, R and Sicherman, N. (2000).** The choice between spin-offs and sell-offs. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 14, 3: 277-288.

- **Okonkwo, U. (2007).** *Luxury Fashion Branding: Trends, Tactics, Techniques.* Palgrave Macmillan.
- **Peng, M.W. (2002).** Towards an Institution-Based View of Business Strategy. *Asia Pacific Journal of Management.* August 2002, Volume 19, Issue 2-3, pp 251-267
- **Peng, M.W., Wang, D.YL. and Jiang, Y. (2002).** An institution-based view of international business strategy: a focus on emerging economies. *Journal of International Business Studies*, 1–17.
- **Peng, M.W., Sun, S.L., Pinkham, B. and Chen, H. (2009).** The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of Management Perspectives*, 23, 3: 63-81.
- **Peruffo, E., Perri, A. e Gentili, S. (2013).** Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità, in «*Finanza Marketing e Produzione*», 3. Egea Bocconi Milano.
- **Porter, M.E. (1987).** From Competitive Advantage to Corporate Strategy. *Harvard Business Review* 65, n. 3 (May–June).
- **Riva, A. (2008).** Valutazione aziendale e strategia: *Criteri di valutazione e decisioni aziendali.* Roma: Aracne editrice.
- **Roll, R. (1986).** The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of business*, n.2, April 1986.
- **Ross, S., Hillier, D., Westerfield, R., Jaffe, J. and Jordan, B. (2010).** *Corporate Finance.* McGraw-Hill (*Edizione italiana:* Frova, S. (2012). *Finanza Aziendale.* McGraw-Hill Milano)
- **Saviolo, S. e Testa, S. (2005).** *Le imprese del sistema moda. Il management al servizio della creatività.* Rizzoli Etas.
- **Schipper, K. and Smith, A. (1986).** A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring. *Journal of Financial Economics*, 15, 1-2: 153-186.
- **Sciuccati, F.M. e Varacca Capello, P. (1995).** Il sistema moda e la gestione della varietà, in «*Economia & Management*», n. 5, Bocconi Editore.
- **Silverstein, M.J e Vegetti, M. (2006).** *Caccia al tesoro. Il nuovo consumatore tra lusso e hard discount.* Etas

- **Singh, H. e Zollo, M. (2004).** Globalization through acquisition and alliance: an evolutionary perspective. Insead, 2004 in H. Gatignon & J.Kimberly, *The Insead-Wharton Alliance on globalizing: Strategies for building successful global business*, Cambridge University Press.
- **Spisni, M. (1990).** Il disinvestimento come fonte di creazione del valore, in «*Economia & Management*», 176:64.
- **Vegetti, M. (2004).** Trading up. La rivoluzione del lusso accessibile. Etas.
- **Veld, C. and Veld-Merkoulova, Y.V. (2009).** Value creation through spin offs: A review of the empirical evidence. *International Journal of Management Reviews*, 11, 4: 407-420.
- **Vigneron, F. and Johnson, L. (1999).** A Review and a Conceptual Framework of Prestige. *Academy of Marketing Science Review* Volume 1999 No. 1.
- **Zimmermann, H. (2005).** Value creation of Spin-offs and Carve-outs. Universität Basel

ALTRE PUBBLICAZIONI

- **Bain & Company, Fondazione Altagamma (2011).** Worldwide Markets Monitor.
- **Borsa Italiana (2004).** Guida alla valutazione.
- **Brandz (2013).** Top 100 most valuable global brand.
- **Capgemini (2013).** World Wealth Report 2013.
- **Deloitte Corporate Finance LLC (2011).** Divestiture M&A News 2010 Divestiture Survey Report and Year in Review.
- **Euromonitor (2013).** Luxury global market.
- **Euromonitor (2013).** Brioni S.p.a. in Apparel (Italy).
- **Euromonitor (2014).** Luxury goods 2014: new insight and system refresher.
- **Goldman Sachs (2009).** Synergies in the context of a M&A Transactions.
- **Interbrand (2013).** Best Global Brands 2013.
- **ItalBrand (2012).** Top 100 Italian Brand 2012.
- **KPMG Corporate Finance (2014).** Rapporto Mergers & Acquisitions: i mercati preparano la ripresa.
- **Pambianco Strategie di impresa (2013).** Le quotabili.
- **Pambianco M&A (2013).** Cessioni e acquisizioni d'azienda nei settori della Moda e del Lusso.
- **Pambianco Strategie di impresa (2013).** Made in Italy senza Italy. I nuovi scenari della Moda e del Lusso.
- **Pwc (2013).** Luxury Market Vision: le opportunità esistenti per le aziende italiane del Lusso nei Mercati Emergenti

ARTICOLI DI GIORNALI

- **Acquisti web a 10 miliardi**, Il Sole 24 Ore (Moda 24), 01 novembre 2013, *a cura di Giulia Crivelli*.
- **Asset deal” vs “share deal”**: vantaggi e svantaggi a confronto, con particolare attenzione all’aspetto fiscale, Il Sole 24 Ore (Diritto 24), 21 gennaio 2013.
- **Eppure qualche M&A si muove anche da noi: fusioni e acquisizioni Made in Italy**, Il Sole 24 Ore, 4 maggio 2014, pagina 18.
- **Perché il settore del lusso continua a correre in borsa**, Pambianco News, 26 settembre 2005.
- **Moda e lusso, la sfida della crescita**, Pambianco News, 24 novembre 2011.
- **I multipli del lusso oltre i livelli pre-crisi: nel 2014 altre operazioni**, Pambianco News, 07 marzo 2014.
- **A PPR il 100% di Brioni**, Pambianco News, 08 novembre 2011.
- **Brioni diventa francese**, D La Repubblica, 08 novembre 2011.
- **Brioni diventa francese. Continua la conquista italiana da parte delle aziende d’oltralpe**, Panorama Economia, 08 novembre 2011.
- **Ppr acquista Brioni, emigra in Francia un altro gioiello italiano**, Il Sole 24 Ore, *a cura di Marco Moussanet*, 08 novembre 2011.
- **PPR acquires Italian tailor Brioni**, Press Release PPR Group, 08 novembre 2011.
- **A snug philosophy**, Financial Times, *a cura di Rachel Sanderson*, 04 settembre 2011.
- **Brunello Cucinelli e la supertredicesima ai dipendenti**, Panorama Economia, 26 novembre 2011.
- **Brunello Cucinelli: «Nel lusso sbaglia chi cerca crescite eccessive»**, Il Sole 24 Ore, 9 novembre 2012.
- **King of Cashmere leads trends for menswear**, Financial Times, *a cura di Rachel Sanderson*, 20 gennaio 2014, pagina 14.
- **Cucinelli: sogno azionisti fedeli**, Il Mondo, 08 luglio 2011.
- **The king of Italian cashmere and profit-sharing**, Financial Times, *a cura di John Gapper*, 05 settembre 2011.

- **Fondi protagonisti nel 45% delle operazioni di M&A nella moda-lusso**, Il Sole 24 Ore (Moda 24), *a cura di Monica D'Ascenzo*, 6 giugno 2014.
- **Moda, la Borsa aiuta le aziende a crescere**, Corriere della Sera, *a cura di Maria Silvia Sacchi*, 8 aprile 2014.

RINGRAZIAMENTI

Quello che mi ha spinto a scrivere questa pagina è sicuramente la certezza che in ogni momento importante della vita o in ogni traguardo non si è mai da soli, ma si è sempre accompagnati da qualcuno con cui dovrai condividere i momenti più belli e purtroppo anche quelli più spiacevoli.

È un po' come la storia del rigorista, al novantesimo minuto, in una partita di calcio. Lui ha tutta l'ansia addosso per la paura di sbagliare perché sa che il destino è appeso ad un filo che soltanto lui può governare. Però quando chiude gli occhi, calcia il pallone e segna il goal che fa vincere la partita, non è solo lui a giocare, ma è la squadra. La stessa squadra che non lo abbandonerà mai, che prima del calcio definitivo condivideva la stessa ansia e che adesso è felice di poter alzare insieme a lui la coppa della vittoria.

Io ho la fortuna di giocare in una squadra gloriosa e fantastica. Per questo motivo, trovo doveroso dedicare questo piccolo spazio per ringraziare e condividere con loro questo momento di grande gioia.

A Papà & Mamma, che hanno sempre sacrificato tanto della loro vita e del loro tempo per permettermi di giungere alla fine di questo lungo traguardo. Insieme a loro ho gioito dei bei momenti e trovato le soluzioni giuste nei momenti di sconforto.

A Carlo & Martina, i punti certi della mia vita, sempre pazienti e disponibili.

Agli zii Orazio & Giusy, ai tanti cugini di tutti i gradi e ai miei due migliori amici Damiano & Alessio, che, sebbene fossero tutti lontani, sono stati sempre vicini nel mio cuore e accanto a me.

A Vasco, sottofondo di questo cammino, che mi ha insegnato ad amare e godere la vita, e a vivere e sorridere dei guai, pensando che domani sarà sempre meglio.

Infine, di certo non per ordine di importanza, il più grande ringraziamento va al mio relatore *Prof. Paolo Bocardelli* e alla *Dott.ssa Francesca Capo*, che sono stati sempre disponibili e mi hanno dispensato di consigli e suggerimenti utili che riempiranno il bagaglio delle mie conoscenze e che porterò con grande ricordo.

E.