



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

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>	<i>79</i>
3.1.2 <i>La determinazione del valore oggettivo.....</i>	<i>81</i>
3.1.3 <i>Valore oggettivo, soggettivo e prezzo delle operazioni.....</i>	<i>84</i>
3.1.4 <i>Fattori d'influenza del prezzo.....</i>	<i>87</i>
3.1.5 <i>Sinergie, composizione stratificata del valore e prezzo limite.....</i>	<i>90</i>
3.1.6 <i>Le modalità di calcolo delle sinergie.....</i>	<i>94</i>
3.2 Analisi e valutazione finanziaria ai fini di una quotazione in borsa	102
3.2.1 <i>IPO e analisi finanziaria: una panoramica generale e le fasi del processo valutativo.....</i>	<i>102</i>
3.2.2 <i>Metodi di valutazioni delle IPO.</i>	<i>104</i>
 PARTE SECONDA (IL MERCATO DEL LUSSO 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.....	125
4.3 I segmenti del lusso: vecchi e nuovi lussi.....	134
4.4 Il lusso tra esclusività ed accessibilità.....	138
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

ABSTRACT DELL'ELABORATO

INTRODUZIONE

Il punto di partenza del presente elaborato scaturisce da un concetto molto chiaro e definito: l'osservazione delle dinamiche di mercato – in termini di assetti societari – di uno dei settori maggiormente sviluppati negli ultimi decenni, ovvero il lusso e in particolar modo il segmento dell'alta moda.

L'obiettivo di analisi più importante consiste nell'indicare le motivazioni che hanno determinato questa crescita così vertiginosa, ma ancor di più è necessario sondare riguardo le modalità con cui le imprese si sono confrontate con tale crescita e come si sono preparate ad accogliere un contesto così dinamico e in crescita.

La risposta a questo breve quesito può essere trovata nell'oggetto dell'elaborato, infatti le modalità di crescita maggiormente preferite dalle aziende del lusso (e in particolare dal segmento dell'alta moda) fanno riferimento a due tipi: le acquisizioni (e quindi la cessione dell'azienda ad altri investitori) e la quotazione in Borsa.

Le imprese del lusso sono costrette a intraprendere queste vie di crescita, in quanto il capitalismo italiano non si fa carico dell'iniziativa (spesso 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, e che di conseguenza richiede sempre più risorse (finanziarie e non) per sostenere i processi di crescita.

La tendenza registrata in termini di acquisizione e disinvestimento (tramite quotazione) nelle dinamiche di mercato fornisce un dato piuttosto rilevante: si tratta di un totale di 583 operazioni di M&A e 14 quotazioni in Borsa in un arco temporale di 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.

Gli scopi che ci si prefigge di realizzare mediante il presente elaborato sono principalmente due: innanzitutto capire le motivazioni strategiche che spingono le imprese a compiere queste operazioni; successivamente dimostrare empiricamente come queste aziende del lusso e dell'alta moda (in particolare tre di esse, ovvero *Loro Piana*, *Cucinelli* e *Brioni* che rappresentano i casi più recenti) sono in grado di realizzare una maggiore creazione di valore e crescita.

Alla luce delle valutazioni finanziarie ed economiche, il lavoro si avvierà alla conclusione mediante la verifica dei casi empirici analizzati. L'approccio fornito, in termini di valutazione della creazione di valore, si è sviluppato lungo tre direttrici:

- **flussi di cassa futuri, valore dell'impresa generato e la 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.**

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.

Proprio in quest'ultima 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 a livello culturale, valutando quindi la migliore modalità di crescita che conviene alle aziende del lusso e dell'alta moda, in modo da intraprendere e sostenere i processi di crescita e al tempo stesso attivarsi alla ricerca di maggiori risorse.

Per organizzare il lavoro in maniera coerente e avere un quadro completo, ma al tempo stesso schematizzato, degli elementi descritti – anche sulla base dell'approccio teorico – la trattazione sarà suddivisa in tre parti, che amplieremo nel proseguo.

* * * * *

PRIMA PARTE (Un approccio teorico)

La prima parte dell'elaborato, composta da tre capitoli, intende inquadrare l'oggetto principale della tesi seguendo un approccio teorico. In particolare, nel **Capitolo 1**, il focus si concentra sul tema della crescita. In questo senso, le imprese non sono costantemente soggette a forze o stimoli di crescita, ma tendono ad intraprendere questa strada qualora vi siano condizioni opportune e favorevoli per intraprendere tale sentiero.

Le condizioni di crescita spesso possono essere raggiunte mediante sforzi interni, ma può accadere che le aziende sono prive delle competenze necessarie e del tempo necessario per poterle sviluppare. In condizioni come questa che è stata appena descritta, l'alternativa all'investimento interno è rappresentata dalla crescita esterna, tra cui l'acquisizione vi figura e rappresenta una delle modalità più frequenti.

Una volta definite le acquisizioni come modalità di crescita esterna, si possono analizzare i trend delle operazioni in Italia e le loro caratteristiche. Esse, infatti, vengono concepite sempre più come leve strategiche per la creazione di valore all'interno delle imprese. I trend in atto sul mercato globale delle acquisizioni sembrano confermare la tendenza evidenziata, e proprio il caso dell'Italia è possibile incastrarlo perfettamente a quanto detto, sebbene sia possibile registrare una flessione nel 2009 dovuto al periodo di crisi mondiale, che ha attraversato l'intera economia globale.

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. Secondo uno schema di impostazione tradizionale, le motivazioni, che spingono le imprese ad acquisire altre aziende, possono essere raggruppate in una serie di categorie: strategiche, di mercato, manageriali, finanziarie e di controllo. Riguardo le prime, che costituiscono il principale riferimento del presente lavoro, le motivazioni 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;**
- **sfruttamento dei benefici che si instaurano con l'integrazione delle imprese** (economie di scala, scopo e sinergie);
- **aumento della possibilità di reperire risorse finanziarie per gli investimenti;**
- **vantaggi fiscali.**

A differenza di quanto visto nel capitolo precedente, il focus oggetto del **Capitolo 2** è quello di evidenziare il punto di vista speculare all'acquisizione, ovvero il disinvestimento, analizzando quindi gli aspetti principali e in seguito procedere tramite uno snodo sulle quotazioni (forme di disinvestimento di quote azionarie), comunemente definite IPOs. Passate in rassegna le principali caratteristiche del disinvestimento e in particolare delle quotazioni (in termini di struttura, procedimento e tipologie), lo scopo fondamentale del capitolo è la comprensione della creazione di valore delle operazioni di IPO sulla base di alcune teorie economiche al riguardo, in modo da rilevare sia i principali ostacoli alla creazione di valore nel processo di quotazione che la reazione del mercato come risposta all'annuncio o compimento di un'operazione di IPO e di conseguenza il grado di incorporazione delle informazioni sul prezzo dei titoli. Dopo aver ampiamente discusso sull'oggetto della trattazione – ovvero la creazione di valore – un'attenzione di riguardo è data all'evidenziazione delle principali leve (o *driver*) che le strategie di disinvestimento – e quindi anche le IPOs – sono in

grado di mettere in azione, ovvero: miglioramento delle performance operative; rafforzamento della struttura del capitale; miglioramento della reputation.

Il **Capitolo 3** – che chiude la parte teorica del lavoro – si pone come una *summa* dei precedenti, in quanto cerca di dare spazio al profilo economico delle operazioni di acquisizioni e di disinvestimento. Per quanto riguarda le M&A, l'attenzione sarà data alla valutazione finanziaria della società target (in termini di definizione del valore oggettivo, di sinergie, di flussi di cassa generabili, di definizione del prezzo di offerta). Per il caso delle IPOs, sarà necessario comprendere il processo di valutazione di una IPO e legare ad esso i metodi di valutazione per la definizione del prezzo (in particolare il metodo dei multipli).

* * * * *

SECONDA PARTE (Il mercato del lusso e dell'alta moda)

La seconda parte del lavoro acquisisce un taglio maggiormente specifico rispetto a quanto visto in precedenza, poiché focalizza la sua attenzione sul mercato del lusso e dell'alta moda.

Questa parte del lavoro prevede una chiave di lettura dapprima generica sul settore del lusso (**Capitolo 4**), per poi procedere verso una trattazione maggiormente specifica focalizzata sul segmento dell'alta moda (**Capitolo 5**).

Le definizioni di "lusso" fornite dagli accademici o dagli esperti del settore, spesso, danno luogo a forme disomogenee. La concezione di lusso che viene data al presente elaborato è come sistema coerente di eccellenze, posizione condivisa da numerosi autori, tra i quali si ricordano Corbellini e Saviolo (2007). 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 1**).

Figura 1 L'esperienza di un brand di lusso



Fonte: Adattamento da Corbellini, Saviolo (2007)

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 (**Figura 2**). 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. Poi il *lusso accessibile*, fatto 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 *massige*, che rappresenta l'insieme di prodotti diffusi a buon prezzo, anche di tipo lussuoso.

Figura 2 La piramide del lusso



Fonte: Adattamento da Corbellini, Saviolo (2007)

Questa visione del lusso non preclude il fatto che vi sia anche un'articolazione molto definita all'interno del settore. Vi sono dibattiti in corso sulla definizione dei segmenti che compongono il settore. In linea generale, e molto condivisa, è possibile tracciare i segmenti principali del lusso come segue:

- Accessori (pelletteria, calzature, accessori in seta, occhialeria);
- Abbigliamento;
- Profumi e cosmetici;
- Gioielli e orologi

Oltre alle precedenti categorie, il lusso si è ampliato, nel corso degli anni, di nuove forme tipiche di quei prodotti che, se pur non legati alla persona, rappresentano uno stile di vita lussuoso: 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**.

Le considerazioni fin qui svolte sono state utili per permettere di fare una panoramica maggiormente dettagliata sul segmento dell'alta moda – seconda categoria dell'intero mondo del lusso dopo gli accessori – che costituisce l'attività principale delle aziende che saranno esaminate nella terza parte.

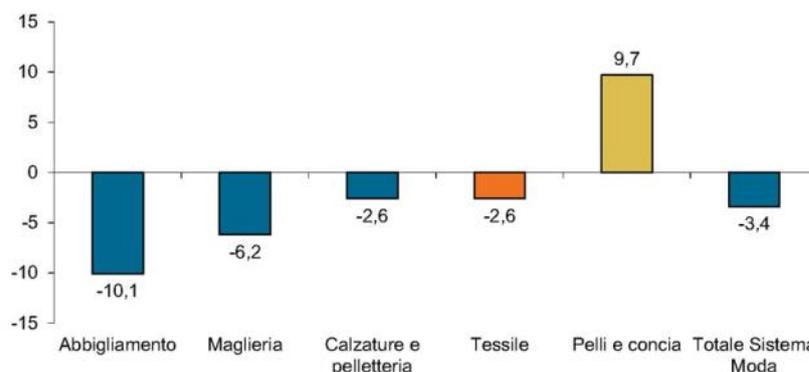
Il sistema moda *Made in Italy* (comprendente calzature, pelletteria, tessile e abbigliamento) costituisce da sempre uno dei cavalli di battaglia della nostra economia, come mostra il posizionamento e la reputazione di cui gode a livello internazionale.

Di certo la competitività e il prestigio del settore *fashion* 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, ma deve essere sviluppata attraverso prodotti esclusivi e con un posizionamento di prezzo molto alto.

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 1**), fatta eccezione per la pelletteria e la concia che ha registrato una crescita positiva.

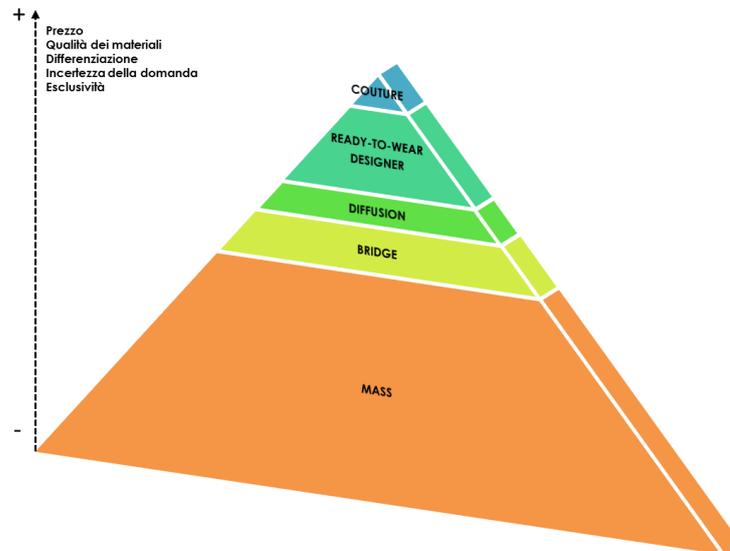
Grafico 1 Fatturato totale del Sistema Moda (Gennaio-Agosto 2013, variazione %)



Fonte: Intesa Sanpaolo da ISTAT)

Così come il mercato del lusso, anche il mondo della moda segue le stesse logiche di frammentazione in sottocategorie, con caratteristiche diverse in termini di prezzo, qualità dei materiali, differenziazione dei prodotti, incertezza della domanda, prestigio ed esclusività dell'immagine. Se si considera il prezzo come variabile rappresentativa del mercato, la segmentazione risulta essere articolata nel seguente modo, come mostra la **Figura 3**.

Figura 3 Segmentazione per prezzo



Fonte: Adattamento da Corbellini, Saviolo (2007)

I due segmenti al vertice della piramide sono quelli che comunemente vengono definiti mediante l'uso dell'appellativo “**Alta Moda**”, in quanto rappresentano la fascia alta del mercato del *fashion*.

Dato che la trattazione verte principalmente su quella fascia, 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.

Il segmento dell'alta moda, rispetto altri segmenti che compongono l'intero comparto del lusso e del *fashion* in generale, 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 segmento di 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 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.).

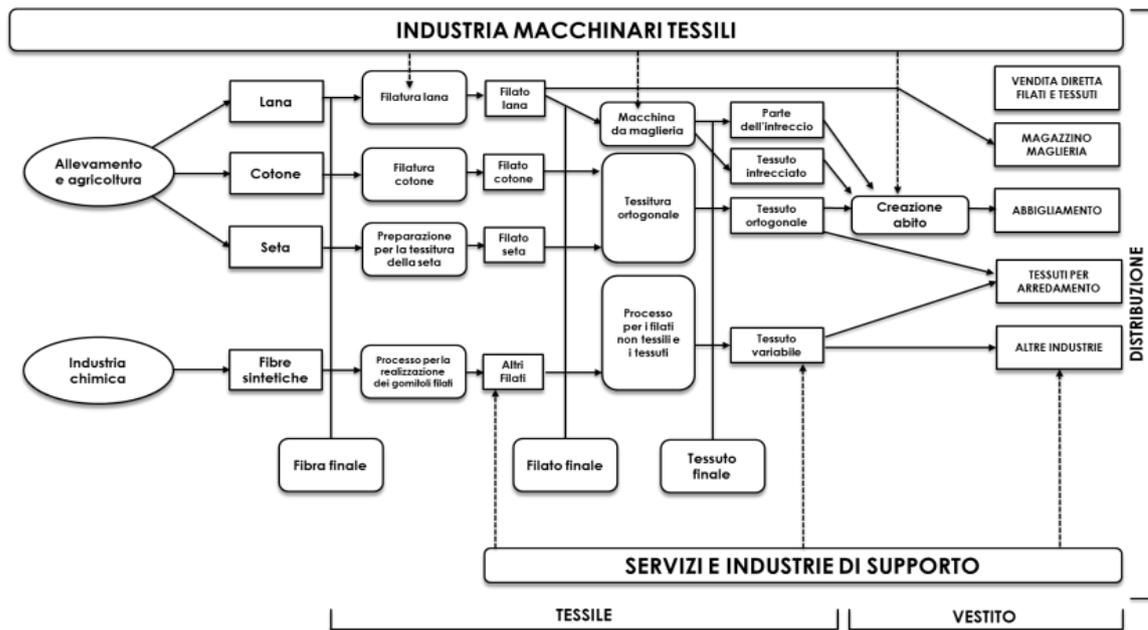
2. Brand indipendenti: l'altra grande maggioranza delle aziende che operano all'interno del settore del lusso, è costituita da imprese indipendenti. Esse non hanno nessun legame con società che le controllano e hanno alle proprie spalle una lunga storia e tradizione, le quali costituiscono un elemento fondamentale per lo sviluppo e l'implementazione di ogni scelta strategica all'interno delle imprese.

Una delle determinanti della redditività e della crescita del sistema del *fashion* è di certo rappresentata dalla logica dell'intera filiera, che sta a monte dell'intero successo.

Il sistema della moda è talmente vasto e complesso, tanto da poter essere considerato 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. A tal proposito, 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*¹. 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. Una rappresentazione grafica (**Figura 4**) della catena del valore dell'intera filiera del tessile e dell'abbigliamento chiarirà il concetto di *value chain* appena descritto.

¹ 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).

Figura 4 La catena del valore dell'industria della moda



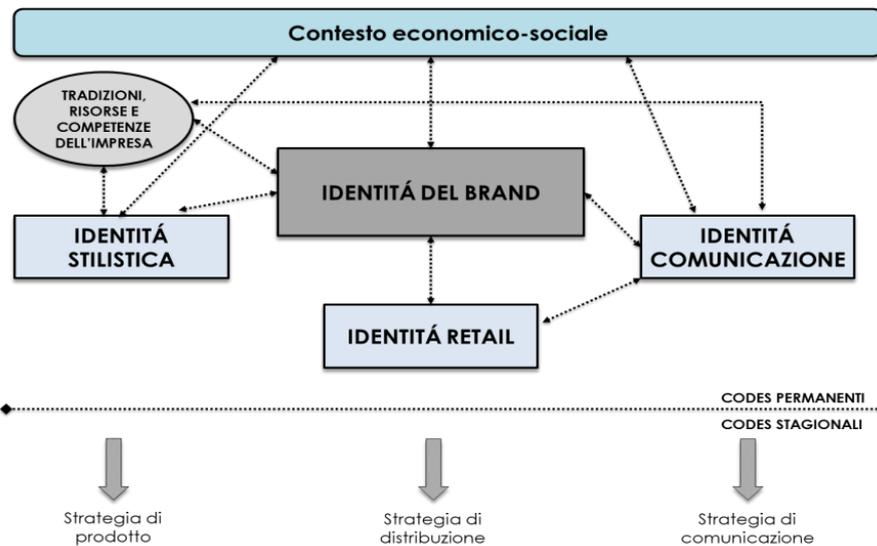
Fonte: Elaborazione personale da Corbellini e Saviolo (2009)

Il quadro panoramico della *industry* di riferimento si chiude con i fattori distintivi – tra cui vi figurano la comunicazione, i media, *l'advertising*, il brand, la *Customer Experience* e il *Retail* – e le strategie di creazione di valore all'interno del settore, che come vedremo, nella terza e ultima parte del lavoro, stanno alla base del successo, del vantaggio competitivo e della crescita delle imprese, crescita che per essere sostenuta verrà attuata lungo differenti modalità.

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 e innovarsi continuamente.

Proprio per analizzare, in maniera sintetica, la complessità della gestione del brand nel settore *fashion* e *luxury*, si farà ricorso ad un modello (cfr. *Il modello del Brand Identity*), teorizzato da Corbellini e Saviolo, che identifica quattro elementi principali da tenere in maniera salda nella costruzione dell'identità del brand (Figura 5).

Figura 5 Il modello del *Brand Identity*



Fonte: Adattamento da Corbellini e Saviolo (2009)

Questi quattro elementi influenzano il posizionamento del brand nel lungo periodo e al tempo stesso 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*, che permette sia di distinguere il DNA del brand.

Oltre ad esso, 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 una procedura davvero molto complessa, poiché va oltre la definizione di un logo o un disegno. Le imprese di alta moda, infatti, devono battersi per reinterpretare il valore del proprio marchio, anche alla luce di nuovi canali, competitor e cambiamenti nei gusti dei consumatori.

* * * * *

TERZA PARTE (I recenti casi di M&A e IPOs)

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. A tal proposito, il **Capitolo 6** amplia in maniera completa la tendenza manifestata all'interno del settore.

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 – nate ad opera dei propri fondatori, stilisti o direttori creativi – 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. Allo stesso tempo, è necessario che tali imprese si adeguino a dimensioni maggiori in modo da divenire top player globali ed essere in linea sia con i concorrenti che con le esigenze mutevoli di un mercato dinamico e internazionale.

Alla luce di quanto visto, 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.**

La trattazione delle dinamiche di mercato, in termini di compimento di operazioni strategiche di acquisizioni e quotazioni, è stata legata all'analisi empirica di tre casi aziendali recenti: *Loro Piana*, *Brunello Cucinelli* e *Brioni*, tutti e tre operanti nel settore del lusso assoluto e in particolar modo nel segmento dell'abbigliamento maschile sartoriale 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 un *unicum* (sia per le acquisizioni che per le IPOs), possono essere riassunte nei seguenti razionali strategici:

- **crescita portafoglio strategico di brand dei gruppi e quindi dell'offerta;**
- **condivisione del know-how distintivo** (produzione di particolari categorie merceologiche, artigianalità, sartoria, retail e comunicazione) **e delle materie prime** (ad esempio le lane pregiate);
- **possibilità di poter far parte di un gruppo strutturato e organizzato, in linea con le dinamiche e le esigenze del settore;**
- **maggiore forza contrattuale;**
- **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;
- adeguamento della struttura patrimoniale;
- prolungamento della vita della società.

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 (**Capitolo 7**).

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

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 70 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 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 dell' 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 tramite la quotazione in Borsa è riscontrabile nell'allargamento della rete distributiva (apertura di 21 nuovi negozi), nella crescita del fatturato (+15,4%), 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).

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 del mese, tendenza comunque annullata dai trend dei mesi successivi sino a quelli odierni.

Per ciò che riguarda la creazione di valore all'interno dell'azienda, *Brioni* si trova in una fase di ristrutturazione aziendale – a seguito di un'esigenza di riduzione dei costi – 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* [c.d.

*Luxury Good International (LGI)*²], in modo da creare sinergie dalla condivisione del know-how specifico sul retail del gruppo francese. Di certo, con gli interventi odierni in materia di riduzione dell'organico, risulta difficile parlare di valore generato nella globalità del termine, in quanto forse il caso specifico comporta un orientamento della creazione di valore solo al concetto di impresa in sé, ma sicuramente non allargato 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 euro 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 margine 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 l'asso forte 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 generati, formalmente non sono più di proprietà italiana, ma ceduti all'estero). Quindi, 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

² Trattasi di una società del gruppo con sede in Svizzera che gestisce la piattaforma distributiva e logistica della maggior parte dei marchi del lusso di Kering (Gucci, Bottega Veneta, Saint Laurent, Balenciaga, Alexander McQueen, McQ, Stella McCartney e Brioni)

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, per lo meno riferito al caso delle imprese del lusso e dell'alta moda.

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 Italia³. 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. Oltre a dar loro la spinta verso una gestione più orientata al management, quindi maggiormente improntata ad un orientamento più internazionale e in linea con i concorrenti che compongono l'intero sistema competitivo del lusso e dell'alta moda in cui le aziende sono inserite.

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.

³ Sebbene *Prada*, a livello produttivo, è attiva in Italia solo per l'80%, valore più che giustificato dalle dimensioni globali che ha raggiunto l'azienda e dal fatto di aver acquisito business del settore di nazionalità non italiana (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 Bus 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 Mousanet*, 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.