



FACOLTA' DI GIURISPRUDENZA

TESI IN ECONOMIA E GESTIONE DELLE IMPRESE

TITOLO: IL LUSSO ITALIANO: TRA IPO E SVILUPPO DELLA DIMENSIONE  
TERRITORIALE. IL CASO CUCINELLI.

RELATORE:

Professor FRANCO FONTANA

CANDIDATO: CHIARA DI RUZZA

MATRICOLA: 108193

CORRELATORE:

Professor CESARE POZZI

## INDICE

CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE.....	5
CAPITOLO 1: IL LUSO ITALIANO, ASPETTI GENERALI ED ANALISI DELLA SUA RILEVANZA ECONOMICA.	
1.1. Il concetto di lusso.....	8
1.2. I comportamenti di consumo e di acquisto dei beni di lusso.....	11
1.3. Le caratteristiche dei beni di lusso.....	13
1.4. I consumatori del lusso ed il fenomeno del Trading Up.....	16
1.5. Il settore del lusso nel mercato italiano.....	24
1.6. Il family business nel mercato italiano.....	29
Appendice: Sviluppo dell'artigianato locale come alternativa alla crisi.....	41
CAPITOLO 2: LA QUOTAZIONE IN BORSA, PROFILI NORMATIVI.	
2.1. Rilevanza della scelta di quotarsi in Borsa per le società del lusso italiane.....	45
2.2. Fase pre-quotazione.....	50
2.3. Requisiti sostanziali dell'impresa emittente.....	54
2.4. Corporate Governance.....	59
2.5. La scelta del Mercato in cui quotarsi.....	68
2.6. I Soggetti del processo di quotazione.....	69
2.7. Il processo di quotazione.....	70
2.7.1. Fase preliminare.....	72
2.7.2. Due diligence e predisposizione dei documenti di offerta.....	76
2.8. Fase di IPO.....	78

2.8.1. Istruttoria Borsa Italiana S.p.a. ....	80
2.8.2. Il procedimento innanzi a Consob. Il prospetto di quotazione.....	80
2.9. Il collocamento dei titoli sul mercato.....	83
2.9.1. Il pre-marketing e il road show.....	85
2.9.2. Il bookbuilding e la fissazione del prezzo.....	86
2.10. Inizio negoziazioni e stabilizzazione.....	87

### CAPITOLO 3: LA QUOTAZIONE IN BORSA NELL'OTTICA STRATEGICA

3.1. Quotazione in Borsa come alternativa alla vendita della società.....	89
3.2. Analisi descrittiva e causale della quotazione in Borsa.....	90
3.3. La quotazione in Borsa nella prospettiva dell'analisi strategica.....	94
3.4 Svantaggi del going public.....	105
3.5. Il pricing delle IPO.....	106
3.6. Il fenomeno dell'underpricing.....	107

### CAPITOLO 4: L'IMPEGNO NELLO SVILUPPO DEL TERRITORIO E LA SCELTA DI QUOTARSI IN BORSA DI BRUNELLO CUCINELLI.

4.1. Storia della società.....	113
4.2. Caratteristiche prodotto.....	117
4.3. Canali di distribuzione.....	119
4.4. Concorrenti principali.....	125
4.5. Punti di forza e di debolezza.....	126
4.6. Opportunità e minacce.....	130
4.7. Impegno per lo sviluppo del territorio.....	133
4.8. Strategie perseguite nell'ambito della quotazione in Borsa.....	138
4.9. La quotazione in Borsa di Brunello Cucinelli.....	141

4. 10. Le ragioni dell'offerta globale di vendita e l'impiego dei proventi.....	149
CONCLUSIONI.....	152
ELENCO FIGURE.....	153
BIBLIOGRAFIA .....	155

## CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Il settore dei beni di lusso della persona riveste un ruolo chiave nell'economia italiana per l'impatto che ha sia sul fatturato totale del comparto manifatturiero di cui nel 2012 ha rappresentato l'11,4% con 89,5 miliardi di euro, sia anche per la rilevanza sul fatturato del commercio italiano su cui lo stesso anno ha pesato per l'8,6% con 74,8 miliardi di euro. Da sempre i paesi esteri più ricchi e, nell'ultimo decennio, quelli di più recente sviluppo come la Cina, guardano alle creazioni artigianali del lusso italiano con grande ammirazione e stima tanto che, proprio grazie agli acquisti effettuati dai "turisti del lusso" nelle boutique italiane e in quelle presenti in tutto il mondo, i volumi delle vendite dei beni di lusso per la persona realizzati da marchi italiani hanno avuto una crescita a due cifre senza mai precedenti. Un trend di forte crescita, infatti, inverso rispetto all'economia generale delle aziende nazionali private, ha caratterizzato le aziende di lusso italiane negli anni della crisi finanziaria proprio come dimostra l'esperienza della società di Brunello Cucinelli che nel presente lavoro è oggetto di analisi con focus sulle strategie aziendali e la scelta della quotazione in borsa da un lato, e dall'altro sull'impegno per lo sviluppo del territorio.

***Scopo del presente studio è l'analisi della rilevanza nel mercato italiano delle aziende del lusso e di come la quotazione in Borsa, forma massima di apertura al mercato, possa conciliarsi con lo sviluppo del territorio, soprattutto in relazione all'esperienza di Brunello Cucinelli.***

Nel primo capitolo, dopo un excursus sulla etimologia del termine lusso si ripercorre l'evoluzione della letteratura sul tema, fino a giungere alle classificazioni più moderne dei comportamenti dei clienti di beni di lusso, compreso il fenomeno del trading up. Sulla base dei risultati degli studi empirici più recenti, poi, si analizza il settore del lusso nella nostra economia, in termini di fatturato totale e di occupazione, confrontando tali evidenze con quelle delle società private operative in differenti settori al fine di evidenziare la maggiore profittabilità e capacità di affrontare la crisi economica delle prime.

Il capitolo secondo, in un'ottica che cerca di coniugare aspetti economici e quelli prettamente giuridici, analizza la disciplina italiana della quotazione in borsa con particolare attenzione alle ultime modifiche legislative e allo scalino normativo che caratterizza le società quotate rispetto a quelle chiuse al mercato. Vengono studiati con dovizia di particolari tutte le fasi pre-quotazione che nell'ottica aziendale rivestono importanza fondamentale in quanto permettono l'incontro tra Emittente e potenziali investitori nonché la formazione del prezzo di vendita delle azioni.

La ricerca delle ragioni strategiche che spingono un'azienda del lusso a quotarsi rappresenta il focus del terzo capitolo, ove l'attenzione si sposta dagli studi più tradizionali per cui sono le esigenze finanziarie a spingere una società alla scelta del going public, agli studi di economisti stranieri ed italiani che individuano, invece, in tale scelta la volontà della società di acquisire maggiore visibilità internazionale, sfruttando così la possibilità di stringere accordi e joint venture con aziende di particolare rilevanza a cui non potrebbero accedere senza effettuare il salto qualitativo ed organizzativo che la quotazione comporta. In questo capitolo, infine, ci si sofferma sullo studio dell'underpricing, fenomeno molto diffuso nelle IPO delle società italiane, al fine di individuare spiegazioni plausibili che possano trovare applicazione nello studio della quotazione di Cucinelli, chiaro esempio di underpricing.

Nel quarto ed ultimo capitolo, poi, dopo aver ripercorso la storia della società Brunello Cucinelli, conosciuta in tutto il mondo per la sua *vision* unica ed alternativa, che pone al centro dell'azienda l'Uomo ed ha come obiettivo quello di restituire dignità morale prima, ed economica poi al lavoro artigianale, si analizzano le caratteristiche dei beni di lusso realizzati in cashmere dell'impresa, conosciuti ed apprezzati in tutto il mondo a tal punto che il suo fondatore è stato definito "il Re del cashmere". La successiva analisi swot permette di individuare i punti di forza e di debolezza della società nonché le opportunità e le minacce che derivano dall'ambiente esterno e costituisce uno strumento molto utile al fine di valutare le scelte strategiche degli ultimi anni di Brunello Cucinelli e le potenzialità di crescita del brand. Le strategie di internazionalizzazione e di diversificazione implementate dalla società, insieme con la scelta di quotarsi in borsa vengono analizzate mettendo in rilievo il fil rouge che le lega

costantemente allo scopo primario di Cucinelli ovvero lo sviluppo del territorio umbro e la valorizzazione delle bellezze naturalistiche del Borgo di Solomeo di cui l'imprenditore ammette di sentirsi solo "custode" e non proprietario. L'esperienza di Brunello Cucinelli, secondo quanto affermato dallo stesso imprenditore, può rappresentare un valido esempio per le altre società italiane con i requisiti per andare sul mercato, da seguire se si cerca un'alternativa alla vendita della società alle multinazionali del lusso francesi o svizzere o per offrire una soluzione al problema del ricambio generazionale.

## CAPITOLO 1: IL LUSO, ASPETTI GENERALI ED ANALISI DELLA SUA RILEVANZA ECONOMICA

***Le cose che una generazione considera un lusso, la generazione successiva le considera necessità.***

*Anthony Crosland*

### 1.1. CONCETTO DI LUSO

Questo lavoro nasce con il tentativo di ricostruire il concetto di lusso alla luce degli ultimi sviluppi in campo economico e sociale cui abbiamo assistito a seguito della grande crisi finanziaria che ha colpito tutti i paesi avanzati dal 2008 in poi.

Ricercando le radici storiche del lusso ci si rende conto quanto esso sia presente fin dall' antichità, fin dal momento in cui l'uomo ha raggiunto un grado sufficiente di soddisfazione dei bisogni necessari ed ha sviluppato il gusto per il Piacere. Il concetto del lusso è mutevole, sfuggente, polidromo, presenta profili diversi in base all' epoca storica in analisi ed anche alla regione geografica in considerazione.

L' affermarsi, tuttavia del lusso, nel senso più vicino a quello odierno si può far risalire al XVII secolo a Parigi presso le corti dei Re francesi in cui l' esagerazione, la stravaganza, l' esclusività erano i criteri di conduzione della vita a palazzo. Insieme con la Francia, altra Nazione in cui si sviluppa, nello stesso periodo, il lusso è l' Italia che grazie alla manualità dei suoi sapienti artigiani riesce a creare prodotti unici, inimitabili che solo pochissimi eletti potranno acquistare<sup>1</sup>. Come ricostruito da Qualizza il termine lusso si può far derivare dal latino lux, luce, a simboleggiare lo scintillio che contraddistingue gli oggetti pregiati, come i gioielli, e – in senso traslato – l' associazione di questo simbolo con la vita, la fecondità, la creazione. Per questa via, il

---

<sup>1</sup> Cfr. Tartaglia, Marinozzi, Il Lusso... Magia & Marketing (pag. 29). La Bibbia dà una precisa descrizione di ciò che si intendeva lusso nei tempi più antichi. Nell' Apocalisse, parlando dei mercanti di Babilonia, li descrive: "carichi di oro, d' argento e di pietre preziose, di perle, di lino, di seta e di scarlatto, di legni profumati di ogni specie, d' oggetti d' avorio, di legno, di bronzo, di ferro, di marmo, di cinnamòno, amòmo, profumi, unguenti, incenso, vino, olio, fior di farina, frumento, bestiame, greggi, cavalli, cocchi, schiavi e vite umane". Apocalisse 18.

lusso indica anche onore, lustro, distinzione, raggiungimento di un'elevata posizione sociale. Ma la parola può derivare anche dal sostantivo *luxus*, nel suo significato di eccesso. In tal caso una particolare suggestione ci induce a collegare il termine lusso con quello di lussazione, anche se questi possono sembrare diversi tra di loro si deve considerare che il secondo deriva semanticamente a sua volta dall'aggettivo *luxus*, che vuol dire "messo di traverso", e dal verbo lussare, che ha come sinonimi slogare, disgiungere, asportare, disarticolare: mettere fuori uso, come nel caso di una spalla o di un'articolazione "lussate". Il concetto di lusso pertanto è espressione di creatività ed abbondanza di energie vitali, ma comprende anche l'idea di superare i limiti tradizionali, la segnalazione di uno scarto, di una differenza, di una frattura i cui confini diventano sempre più labili e cangianti<sup>2</sup>.

Tenendo conto delle considerazioni appena esposte, emergono due diverse interpretazioni del concetto del lusso: per un verso, esso identifica una forma di consumo ostentativo e eteroriferito, che è dettato dalla necessità di acquistare il bene per esibire di fronte agli altri il proprio status e la propria ricchezza; per un altro verso, esso fa riferimento alla dimensione emozionale (consumo edonistico ed autoriferito), secondo cui l'uomo persegue gratificazioni e soddisfazioni personali, che possono essere collegate, ma non necessariamente vincolate, all'acquisto di un bene materiale. Lusso in questo caso significa volere per sé il meglio, cercare di appagare il piacere ed il benessere personale<sup>3</sup>.

La diversità di significati evidenzia l'ambiguità del concetto di lusso e la necessità che gli studiosi hanno dimostrato di approfondire il concetto, ciascuno in riferimento al suo ambito di ricerca. Sombart considera il lusso come "ogni dispendio che vada oltre il necessario", per cui risulta preliminare giungere alla individuazione dell'essenza del concetto di necessario, secondo due differenti prospettive: una soggettiva di giudizio di valore ed una oggettiva relativa al complesso di necessità fisiologiche e/o di esigenze culturali. Nella sua ricostruzione il "lusso qualitativo" coincide con il consumo di beni

---

<sup>2</sup> Cfr. A. Brioschi, *Comunicare il lusso*, relazione presentata al convegno *Le tendenze del marketing in Europa*, Università Ca' Foscari, Venezia, 24 novembre 2000; G. Aiello, *Milionari in scarpe da tennis*, in *"Largo Consumo"*, n. 9 (2008), pp. 91-92.

<sup>3</sup> G.P. Fabris, *Il nuovo consumatore: verso il postmoderno*, Milano, 2003.

superiori, mentre il “lusso quantitativo” con quello dello spreco, nella maggioranza dei casi tali due manifestazioni di lusso si presentano congiuntamente, caratterizzandosi per una “vana superfluità”<sup>4</sup>.

Nell’ analisi economica dei mercati di lusso ha assunto forte rilevanza la legge di Engel, studioso di statistica tedesco del XIX secolo, secondo la quale tanto più una famiglia è povera, tanto maggiore è la quota di reddito destinata all’acquisto di beni di prima necessità, in particolare i generi alimentari. La crescita del reddito delle famiglie non determina una crescita corrispondente della spesa per i generi alimentari: Engel osserva che, in tali circostanze, i consumatori non aumentano proporzionalmente la spesa in beni di prima necessità, bensì le loro scelte di consumo migrano verso beni superiori o di lusso. La spesa in beni necessari al soddisfacimento dei bisogni primari, ad esempio il pane o il latte, non aumenta infatti nella stessa misura in cui cresce il reddito: oltre una certa soglia, se una famiglia vede raddoppiare o triplicare il proprio reddito, difficilmente raddoppierà o triplicherà anche il consumo di questi beni. Oltre un certo livello di reddito, poi, la domanda di tali beni si stabilizza, perché i consumatori non hanno più interesse ad incrementarne il consumo. Le variazioni del reddito pertanto, non incide solo sul livello della spesa, ma soprattutto nella composizione della spesa. Il bene di lusso è infatti caratterizzato dal fatto che la sua domanda aumenta più che proporzionalmente rispetto al reddito<sup>5</sup>; nello specifico, nell’ ipotesi in cui bene presenti una curva reddito-consumo di Engel stabile (che rende possibile il calcolo dell’elasticità della domanda) allora esso si può considerare di lusso solo quando presenti un’elasticità della domanda rispetto al reddito maggiore ad uno<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Sombart afferma che “Il lusso, considerato nel suo spetto qualitativo, dà luogo all’oggetto di lusso, che è un bene raffinato, intendendosi per raffinatezza ogni confezione di oggetti giudicabile come superflua per la realizzazione dei fini necessari... Il lusso dunque, quale esigenza di raffinatezza e di soddisfacimento di essa, può servire a molti fini differenti. Erigere a Dio un altare con ori e diaspri e comprare una camicia di seta sono atti di lusso completamente distinti. Il primo serve a un ideale: può essere chiamato un lusso altruistico. Il secondo può essere detto un lusso materialistico o egoistico.” Cfr. Sombart W. (1982), pp. 85-86.

<sup>5</sup> Secondo Varian H.R si può dire che un bene è definibile di lusso per una dato soggetto economico se questi spende una parte maggiore del proprio reddito per acquistarlo al crescere del suo reddito.

<sup>6</sup> Datamonitor (1998) definisce così i beni di lusso “quei beni che godono di una distribuzione limitata, controllata dal produttore in maniera diretta o indiretta, che hanno un prezzo elevato in confronto alla media di mercato e che solitamente usufruiscono di un certo livello di assistenza e servizio sul punto vendita. La marca è percepita come desiderata o aspirazionale e la qualità del bene è generalmente

Il rapporto tra l'incremento del reddito e il consumo è il risultato di comportamenti sociali che sono stati puntualmente analizzati e schematizzati da Abraham Maslow<sup>7</sup> secondo cui le persone esprimono bisogni diversi in momenti diversi della vita ed essi si manifestano secondo una precisa scala gerarchica, considerato, poi, che un individuo non sarà spinto a soddisfare i bisogni di livelli più alti se non è riuscito a soddisfare prima i bisogni dei livelli inferiori.



Piramide dei bisogni di Maslow

Osservando la sequenza dei bisogni presente nella precedente piramide ci si accorge che il lusso, contrariamente a come si sarebbe potuto pensare, non si colloca al suo vertice in cui risiedono i bisogni ultimi che una persona può sperare di arrivare ad appagare. Il consumo dei beni di lusso, nello specifico si può collocare dapprima tra i bisogni sociali in quanto esso contribuisce in modo determinante alla creazione del senso di appartenenza ad una classe sociale agiata economicamente e in secondo luogo in quelli di stima considerato che solo pochi eletti possono acquistare beni di lusso, per definizione elitari, e solo in questo modo essi possono raggiungere uno status di prestigio e di stima che le persone impegnate a soddisfare i beni dei livelli primari non possono raggiungere. Alla luce di questa ricostruzione, rileva come i beni

---

ritenuta dei migliori standard". Il rapporto McKinsey sui beni di lusso (1990) li definisce come "quelle marche che hanno saputo costantemente giustificare un prezzo elevato, significativamente maggiore rispetto al prezzo di prodotti con funzioni tangibili comparabili".

<sup>7</sup> Maslow A.H., 1954, *Motivation and Personality*, New York.

di lusso abbiano un ruolo tutt'altro che marginale nel contribuire al grado di soddisfazione personale che l'individuo cerca nella sua esistenza di raggiungere, pur mantenendo la loro essenza di beni non necessari. Tuttavia la rilevanza che tali beni hanno sempre assunto nella vita dell'uomo, fin dall'antichità, spiega il continuo interesse oltre i secoli nei confronti di essi che pur mutevoli nelle forme conservano invariati i caratteri di esclusività e ricercatezza<sup>8</sup>.

## 1.2. I CONPORTAMENTI DI CONSUMO E DI ACQUISTO DEI BENI DI LUSO.

Un nodo da sciogliere per dare corso all'analisi è quello di fissare le dimensioni atte a rappresentare l'odierno concetto di lusso. In proposito, sono stati condotti diversi studi al fine di definire il plesso semantico e le dinamiche denotative del lusso, a partire da due diverse prospettive: quella del prodotto di lusso e quella dei consumatori di lusso.

Partendo da quest'ultimo approccio, risulta imprescindibile il contributo offerto dapprima da Liebenstein a metà del XX secolo e dagli studiosi Vigneron e Johnson poi. Nell'ottica di analisi tradizionale del lusso, Liebenstein approfondisce le forme di consumo ostentative e di status symbol. Esse sono classificabili in tre tipologie principali: l'effetto Veblen, l'effetto Snob e l'effetto Bandwagon.

- Effetto Veblen: secondo quanto affermato dallo studioso Veblen<sup>9</sup>, da cui deriva il nome, gli individui pongono in essere un processo di consumo ostentativo al fine di mostrare il proprio benessere economico, potere e status di appartenenza. La volontà di ostentare un prodotto è direttamente proporzionale all'importanza che i gruppi di riferimento ed appartenenza attribuiscono a tale prodotto. A tal riguardo gli studiosi Bearden e Etzel conclusero che i beni di lusso utilizzati sotto lo sguardo di altri e quindi non destinati ad un utilizzo privato, fossero più inclini a diventare beni ostentativi rispetto ai beni di lusso destinati ad essere consumati in privato<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Tartaglia, Marinozzi. 2006. Il lusso... Magia & Marketing.

<sup>9</sup> Veblen T. (1981), La teoria della classe agiata, Einaudi Torino.

<sup>10</sup> Brioschi. 2000. Comunicare il lusso.

- **Effetto Snob:** gli individui tendono ad acquistare ed utilizzare i beni di lusso per la loro essenza di rarità e unicità; può verificarsi in due momenti del ciclo di vita di un prodotto di lusso: nella fase di introduzione, quando verrà acquistato dapprima dal consumatore con atteggiamento snob, nelle fasi di crescita e maturità, in tal caso se vi sarà una diffusione eccessiva del prodotto di lusso nel mercato, il consumatore snob non sarà più disposto ad utilizzarlo e a pagare il suo prezzo, secondo quanto accade nel sistema moda con il fenomeno del trickle-down.
- **Effetto Bandwagon:** il consumatore decide di selezionare ed acquistare uno specifico bene al solo fine di essere accettato nella sua cerchia sociale, risponde alla necessita di omologazione del soggetto nel gruppo di appartenenza.

Accanto a queste forme di consumo di beni di lusso appena analizzate e che si possono definire assolutamente eteroriferite, altra parte della letteratura individua forme di consumo edonistiche e perfezionistiche che si possono definire autoriferite. È questo il caso degli studi condotti da Vigneron e Johnson che si sono interessati dell'analisi del pregio e del comportamento del consumatore a partire dagli effetti che il lusso produce sul piano personale e interpersonale, in termini di percezione e di motivazione poi.

EFFETTI	PERCEZIONE	MOTIVAZIONE	ATTEGGIAMENTO
INTERPERSONALI	ALTO VALORE	OSTENTAZIONE	OSTENTATIVO
	VALORE DI UNICITA'	NON CONFORMISMO	SNOB
	VALORE SOCIALE	CONFORMISMO	CONFORMISTA
PERSONALI	VALORE EMOZIONALE	AUTOREALIZZAZIONE	EDONISTA
	VALORE DI QUALITA'	RASSICURAZIONE	PERFEZIONISTA

Tratto da Tartaglia Marinozzi, *il lusso... magia e marketing*

Lo schema proposto analizza gli effetti interpersonali dell'acquisto di beni di lusso e quelli invece strettamente personali, peculiarità della teoria in oggetto. I primi effetti sono conformisti ed esibizionisti e racchiudono lo stesso significato individuato da Liebenstein nella sua teoria, sono dettati da atteggiamenti di ostentazione della ricchezza personale verso gli individui che ci circondano, di volontà di affermare la propria unicità e voler essere accettati dalla propria cerchia. I secondi effetti, invece, sono edonistici e perfezionistici, il consumatore sceglie il bene di lusso per emozionarsi o perché ne apprezza la superiorità qualitativa. L'emozione che comporta l'acquisto di un bene di lusso è alla base delle teorie del recreational shopping<sup>11</sup>, secondo cui sono proprio la gratificazione e la soddisfazione derivate dall'atto di acquisto indipendentemente dal bene-servizio oggetto di transazione a spingere all'acquisto. L'acquirente "ricreativo"<sup>12</sup> considera infatti i benefici che deriva dal piacere dell'attività di shopping in sé, attivando un comportamento di acquisto e di consumo che è spiegabile solo all'interno di un più ampio sistema motivazionale<sup>13</sup>. La teoria del consumo edonistico (Hirschman, Holbrook, 1982) contribuisce a posizionare al centro del processo di acquisto la dimensione emozionale e quindi la capacità dei beni di lusso di suscitare sensazioni in quella sfera<sup>14</sup>.

L'autrice francese Danielle Allérès<sup>15</sup> individua tre diverse tipologie di oggetti di lusso, ciascuna delle quali possiede specifiche caratteristiche ed è collegabile ad una classe sociale che ne acquista e desidera i beni.

---

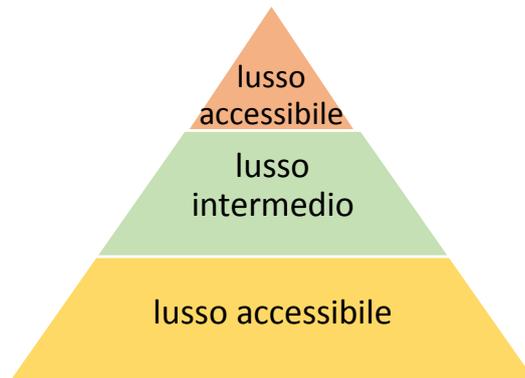
<sup>11</sup> Aiello, Donvito. 2006. L'evoluzione del concetto di lusso e la gestione strategica della marca. Un'analisi qualitativa delle percezioni sul concetto, sulla marca e su un prodotto di lusso. Venezia.

<sup>12</sup> Nell'analisi dell'acquirente, Tauber individua nell'esigenza di autogrificazione, di allontanamento dalla routine quotidiana e nella stimolazione sensoriale, l'origine di un sistema che motiva l'acquirente a soddisfare bisogni legati alla sfera emotiva e, quindi a vedere lo shopping in un'ottica ricreativa, Tauber (1972).

<sup>13</sup> Secondo Groeppel e Bloch (1990), l'acquirente ricreativo non è meno razionale di quello economico ma viene stimolato da ulteriori aspetti del punto vendita che rendono il suo processo di approvvigionamento più piacevole e divertente. In realtà, la singola esperienza d'acquisto è spesso motivata da un misto di piacere ed utilità, che spinge il consumatore ad entrare nel punto vendita per soddisfare un'esigenza funzionale e allo stesso tempo per provare divertimento e piacere.

<sup>14</sup> Aiello, Donvito. 2006. L'evoluzione del concetto di lusso e la gestione strategica della marca. Un'analisi qualitativa delle percezioni sul concetto, sulla marca e su un prodotto di lusso.

<sup>15</sup> Allérès D., 2003, Luxe...Stratégies-marketing, Economica, Paris.



Al vertice della piramide è collocato il lusso inaccessibile, si tratta di beni elitari, unici per la realizzazione spesso su misura e per le materie preziose e rare con cui sono realizzati. Si può trattare di un abito di haute couture così come di un liquore realizzato in quantità limitate e con lunghissima stagionatura, importante per l'élite economica che lo acquista che sia distintivo di uno stile di vita irraggiungibile ed inimitabile da parte della classe sociale inferiore. Al livello successivo, quello centrale della piramide invece troviamo il lusso intermedio, rivolto alla classe sociale economicamente meno forte della precedente, che si è arricchita grazie al successo professionale e che si abbandona ad acquisti frenetici di beni molto costosi e distribuiti in modo selettivo ma non più su misura e unici. Tale classe sociale ricca cerca di raggiungere lo status dell'élite economica e l'approvazione e l'affermazione personale con l'acquisto di beni di lusso. Alla base della piramide troviamo invece, il lusso accessibile, rivolto alla classe sociale media che è emersa nel dopoguerra e che gode di un reddito rivalutato. Gli acquisti di questa classe sono "mimetici", vuole così imitare i comportamenti di scelta delle classi superiori e assorbe quasi tutta la offerta dei prodotti di serie, declinazioni meno costose ma facilmente riconoscibili di prodotti inaccessibili<sup>16</sup>.

### 1.3. LE CARATTERISTICHE DEI PRODOTTI DI LUSO

Molti studiosi si sono interessati delle peculiarità dei beni di lusso rispetto ai beni alternativi e delle ragioni che spingono i consumatori a spendere cifre superiori al costo di un bene non esclusivo.

---

<sup>16</sup> Tartaglia, Marinozzi, 2006. *Il lusso...magia & marketing*. Milano.

Dubois, Laurent e Czellar<sup>17</sup> in un loro studio molto rilevante condotto nel 2001 individuano le caratteristiche che i beni di lusso presentano e che si possono così riassumere<sup>18</sup>:

- qualità eccellente: è frutto dell'utilizzo di materie prime di particolare rarità e singolarità come ad esempio i diamanti più preziosi e brillanti di caratura elevata e della cura dei processi di elaborazione con particolare attenzione e valorizzazione dell'artigianalità come nel caso delle lavorazioni di pelletteria di Gucci o del cashmere di Brunello Cucinelli. L'elevato standard qualitativo, infatti, è garanzia di affidabilità e durabilità, infondendo nel consumatore profonda fiducia nel brand ed un senso di "eternità" dei prodotti venduti.

- prezzo elevato: esso può essere elevato sia in termini assoluti sia anche relativi rispetto a prodotti che assurgono alla stessa funzione. Viene legittimato dal consumatore proprio per l'elevata qualità percepita e l'idea di longevità ad essa connessa in grado di generare un sentimento di confort e sicurezza nel consumatore<sup>19</sup>.

- unicità-rarità: rappresenta una caratteristica fondamentale e cruciale per il settore del lusso ad attiene sia al lato della domanda che dell'offerta. Il bene di lusso è un qualcosa che il soggetto deve raggiungere, che deve essere guadagnato e pertanto più esso risulta inaccessibile maggiore è il desiderio che il soggetto ha di raggiungerlo e di ottenerlo. La rarità poi, si connette fortemente alle due peculiarità dei luxury Goods appena analizzate per cui, data l'unicità delle materie prime impiegate, le specifiche competenze utilizzate nel processo di produzione e gli elevati prezzi, risulta ovvio che i

---

<sup>17</sup> Dubois, Czellar sulla base di una loro ricerca empirica distinguono tra Luxury Brand e Prestige Brand. Gli autori definiscono "prestigio" quel giudizio di valutazione soggettiva relativo all'elevato livello di status sociale di una persona o di un oggetto come un brand che lo può incorporare. Lusso e luxury brand sono invece definiti sulla base di percezioni soggettive di confort, bellezza e sontuosità, cosicché le luxury brand sono associate ad una cerchia di beni e servizi più ristretta rispetto a quella collegata alle Prestige brand

<sup>18</sup> Spallino, Bellante, Lupo, 2014. Le peculiarità del mercato del lusso. ANNALI DELLA FACOLTA' DI ECONOMIA. UNIVERSITA' DI PALERMO, 2014, pag.17-23.

<sup>19</sup> Fabris. "Il prezzo continua a costituire una componente importante del concetto di lusso...nella nuova concezione di lusso il prezzo è una fattore necessario ma non sufficiente. Perché deve coniugarsi appunto con la qualità, la rarità, l'estetica, la cultura, la forte componente tecnologica, la matrice artigiana. Lusso è un plesso di significati che trascende ampiamente il valore economico".

beni di lusso non possano appartenere alla produzione di beni di consumo di massa ma che siano rari e che molte volte per averli bisogna ordinarli e attendere il tempo necessario per cui vengano prodotti. La caratteristica della scarsità-unicità in aggiunta si ripercuote sulla scelta dei canali distributivi dato che in netta contrapposizione ai mass store, che propongono una vasta scelta tra beni di diversi livelli qualitativi, il luxury brand deve posizionare i suoi negozi nelle vie della moda più chic o comunque se affida la distribuzione a negozi multimarca, questi devono offrire solo i prodotti delle migliori marche dallo stesso standard qualitativo. Dal punto di vista della domanda, infine, trova conferma la caratteristica della rarità in quanto dato il prezzo e la capacità di apprezzare le caratteristiche qualitative i prodotti del lusso non tutti i soggetti possono permettersi di acquistarli.

- rilevanza estetica: aspetto unico del consumo dei beni di lusso è l'esperienza edonistica ed emozionale che il loro acquisto comporta nel consumatore. Sensazioni uniche che si possono vivere grazie all'ambiente in cui avviene l'acquisto, grazie alle tonalità cromatiche dello store ed ai profumi che in esso aleggiano oltre che per la sensazione di benessere che si prova nell'acquisto di per sé. L'acquisto di una borsa in pelle di Hermès tanto desiderata può essere paragonata alla visione di un'opera classica in un museo, i beni di lusso più pregiati infondono in chi li acquista emozioni paragonabili a quelle di chi ammira un'opera d'arte.

- carattere superfluo: tali beni non soddisfano bisogni primari, il loro valore non deriva dalla funzionalità che possono avere ma al contrario dalla soddisfazione di bisogni assolutamente secondari.

- patina di tradizione: nei prodotti di lusso assume fondamentale importanza il legame di questi con il passato dato che nell'immaginario dei loro consumatori essi devono avere una storia, devono poter essere legati a creazioni di stilisti geniali del passato oppure fortemente ancorati alla tradizione manuale di una azienda o di una terra, distanti quindi dalle mode passeggera che vedono mutare le forme e lo stile degli oggetti di utilizzo comune, quasi come un cimelio da poter tramandare alla generazione futura.

Dubois (2003) identifica i beni di lusso, in chiave dei paradossi che contraddistinguono questo mercato (Tartaglia e Marinozzi, 2006):

- paradosso della domanda: tali beni non mirano a costruire la fedeltà della domanda, in quanto l'aspirazione a provare un'esperienza di lusso soddisfatta una volta da un prodotto o da una marca, difficilmente si ripropone in maniera identica;
- paradosso del prodotto: il prodotto nasce dalla creazione dello stilista/designer, non dallo studio delle esigenze dei consumatori. Esso non rappresenta la risposta alle esigenze del cliente, bensì la proposta geniale del creatore dalla quale non si chiede altro che di essere sedotti e abbagliati.
- paradosso del prezzo: il prezzo dei prodotti di lusso non è il risultato dell'analisi dei costi e del posizionamento concorrenziale. Esso è spesso scollegato dal costo delle materie prime in quanto rappresenta, in un certo modo il prezzo del sogno. I luxury Good, al contrario di tutti gli altri beni, presentano una domanda che cresce all'aumentare del prezzo, in quanto tanto più esso è elevato tanto maggiore è la sua desiderabilità, indipendentemente dalle caratteristiche;
- paradosso della distribuzione: un'ampia diffusione è negativa per l'immagine dei luxury product, in quanto li priva dell'essenziale elemento della rarità;
- paradosso della comunicazione: la creatività è già parte del prodotto. Il prodotto e la marca sono il messaggio e se sono realmente prestigiosi, non hanno bisogno di essere ulteriormente valorizzati dalla pubblicità.

#### 1.4. I CONSUMATORI DEL LUSO ED IL FENOMENO DEL TRADING UP.

Nei paragrafi precedenti si è tentato di ricostruire in modo completo il risultato composito cui economisti e sociologi nel corso dei decenni sono giunti, soffermandoci soprattutto sulla nozione tradizionale di lusso e le rispettive classificazioni di consumatori in classi omogenee. Ciononostante questa rappresenta solamente la base di partenza per un'analisi attenta dell'attuale ruolo rivestito nell'economia mondiale dai beni di lusso e dell'evoluzione del consumatore dei luxury Goods. Nel 2013 la

società di consulenza Bain&Company ha effettuato uno studio avente ad oggetto i comportamenti dei consumatori del lusso alla luce delle modiche rispetto alle classificazioni tradizionali di questi cui si è fatto riferimento nel secondo paragrafo con la finalità di individuare le propensioni all'acquisto dei beni di lusso oltre che le motivazioni soggettive che spingono ciascun profilo a scegliere un bene di lusso. In questo report intitolato "Lens on the Worldwide Luxury Consumer" i consumatori del lusso sono suddivisi in sette profili diffusi su scala mondiale con attenzione però alla individuazione dell'area geografica in cui ciascuno è maggiormente presente<sup>20</sup>. Di seguito si riporta la classificazione effettuata da Bain&Company:

1. L'Omnivore - I want it all! (25 per cento del mercato, con una spesa media annua di 2.350€): solitamente questi consumatori sono neofiti del lusso, in media più giovani degli altri profili dei consumatori, dimostrano maggiore curiosità ed interesse per sperimentare prodotti e brand nuovi. Sono costituiti in prevalenza da donne e tendono ad acquistare prodotti ad alto scontrino medio soprattutto in categorie come orologi e gioielli. Preferiscono fare shopping in negozi monomarca e molti dei loro acquisti sono fatti mentre viaggiano. Preferiscono brand di lusso aspirazionale ed il loro livello di fedeltà è piuttosto basso. Questi sono atteggiamenti tipici di consumatori cinesi delle città dei "Tier 2 e 3"<sup>21</sup>
2. L'Opinionated - I know it! (20 per cento del mercato, con una spesa media annua di 1.750€): questi consumatori, invece, dimostrano molta consapevolezza dei beni che acquistano ed appartengono indifferentemente sia al genere maschile che femminile. Prediligono l'acquisto di beni di maggiore durata quale la pelletteria e gli orologi ed hanno preferenze e gusti specifici che non cambiano facilmente. Amano comprare nelle loro città senza doversi recare fuori dal paese di origine per soddisfare i loro bisogni di lusso e sono ma sono influenzati dalla

---

<sup>20</sup> Bain&Comany, 2014. Report, Lens on the Worldwide Luxury Consumer.

<sup>21</sup> Il mercato cinese è aperto, soprattutto nelle zone urbane in cui vive metà della popolazione. Oltre 150 città cinesi hanno più di un milione di abitanti, con oltre 65 che rappresentano importanti centri di consumo potenziali per i prodotti italiani. Innanzitutto, Pechino, Shanghai, Guanzhou e tutte le 18 città del cosiddetto "Tier 1", la "prima fascia" che vede già oggi la presenza diffusa di canali commerciali importanti. Poi, però, non si devono dimenticare le 49 città dei "Tier 2 e 3", ovvero le capitali provinciali in pieno sviluppo che presto supereranno i livelli di consumo delle grandi.

condivisione di informazioni online e sui social network. Tale profilo si rintraccia essenzialmente nelle città cinesi ma sono presenti anche in Europa dell'ovest e negli Stati Uniti.

3. L'Investor - It's worthy? I buy it! (13 per cento del mercato, con una spesa media annua di 1.450€): Questi consumatori sono quelli più attenti alla qualità dei prodotti. Preferiscono prodotti di pelletteria che durino nel tempo e orologi che possano essere tramandati da generazione a generazione. Valutano attentamente ogni acquisto tramite ricerche e raccomandazioni di altri consumatori. Il segmento è piuttosto sbilanciato sul Giappone, Medio Oriente e mercati maturi dove la spesa discrezionale è allocata con maggiore cautela.
4. L'Hedonist - I love it! (12 per cento del mercato, con una spesa media annua di 1.100€): Questi consumatori adorano tutto ciò che è lusso. Amano i prodotti che espongono il logo della griffe e sono catturati dagli accessori. Sono particolarmente influenzati dalla pubblicità e nonostante il loro interesse per il mondo del lusso sia dettato dal bisogno di ostentare la loro ricchezza e il loro status non si pongono come promotori di una marchio a causa della dissonanza cognitiva che a volte segue gli acquisti. Questo è l'unico cluster presente in modo bilanciato in tutte le geografie e generazioni.
5. Il Conservative - I buy it safe (16 per cento del mercato, con una spesa media annua di 1.000€): Questi sono consumatori maturi e mainstream, sia uomini che donne. Preferiscono orologi e gioielli di brand blasonati. Acquistano prevalentemente in negozi multimarca e sono molto influenzati dalle raccomandazioni di amici e parenti. Si trovano soprattutto tra i consumatori maturi ma anche in Cina.
6. Il Disillusioned - I'm so over it! (9 per cento del mercato, con una spesa media annua di 800€): Questi sono principalmente baby boomer che soffrono della cosiddetta "luxury fatigue". Acquistano prodotti di piccola pelletteria e di bellezza. Cercano prodotti durevoli che superino la singola stagione e non sono

influenzati dalla pubblicità. Comprano di rado. Il segmento è dominato dalle donne. Sono numerosi negli Stati Uniti, in Europa e in Giappone.

7. Il Wannabe - I desire it! (5 per cento del mercato, con una spesa media annua di 500€): Questi consumatori, prevalentemente donne, cercano prodotti entry-level soprattutto tra cosmetica e scarpe, cercano il risparmio e tendono a mescolare prodotti lusso con altri premium e mass. Acquistano d'impulso e dimostrano una limitata fedeltà ai brand. Sono influenzati soprattutto dall'opinione degli amici e da ciò che vedono nelle riviste specializzate. Appartengono tipicamente alla classe media, sono numerosi negli Stati Uniti, Europa dell'ovest e tra i nuovi consumatori dell'est Europa.

<b>Consumatori</b>	<b>% nel mercato</b>	<b>Caratteristiche</b>	<b>Atteggiamento verso il lusso</b>	<b>Presenza geografica</b>
<b>Omnivore</b> "I want it all"	25 %	Neofiti del lusso, soprattutto donne	Amano sperimentare nuovi brand, acquistano prodotti dal costo elevato ed aspirazionali, anche in viaggio	Consumatori cinesi delle città dei Tier 2 e 3
<b>Opinionated</b> "I know it"	20%	Uomini e donne con gusti precisi	Acquistano nelle loro città, sono influenzati dalla condivisione di info sui social network	Cina, Europa, USA

<b>Investor</b> "It's worthy? I buy it!"	13 %	Attenti alla qualità dei prodotti	Acquistano beni di valore che possono essere tramandati. Si tratta di un investimento	Giappone, Medio Oriente, mercati maturi
<b>Hedonist</b> "I love it"	12 %	Innamorati del lusso	Acquistano accessori, amano i loghi e sono influenzati dalla pubblicità	In tutto il mondo
<b>Conservative</b> "I buy it safe"	16 %	Maturi e mainstream	Acquistano accessori di marche blasonate	Cina e mondo intero
<b>Disillusioned</b> "I'm so over it"	9 %	Baby boomer che soffrono della cosiddetta luxury fatigue.	Acquistano beni che superino la stagione e non seguono la pubblicità	Giappone, Europa, Usa.
<b>Wannabe</b> "I desire it"	5 %	Cercano prodotti entry-level, mix premium and cheap product.	Acquistano d'impulso e dimostrano una limitata fedeltà ai brand.	USA, Europa

Alla luce dei risultati dello studio appena analizzato, bisogna notare, come fatto presente da Claudia D'Arpizio, partner dell'ufficio Bain di Milano, che i segmenti

di consumatori del lusso individuati, possono essere concentrati maggiormente in aree specifiche del mondo, ma comunque tutti i principali mercati mondiali vedono la presenza di una pluralità di categorie di consumatori. Risulta ben evidente come la presenza in prevalenza di una categoria di consumatori in un preciso paese sia il risultato del momento storico ed economico che questo sta vivendo. La repentina crescita della Cina ha fatto sì che in essa si trovino attualmente i consumatori del lusso più desiderosi di elevare il loro status, più invogliati a sperimentare nuovi brand e che non a caso sono stati definiti “Omnivore” nel presente studio, famelici di tutto ciò che è lusso puro. La crisi economica degli Stati Uniti invece, ha rallentato fortemente il consumo di beni di lusso da parte degli americani così come avvenuto nell’Europa Occidentale.

Ciò nonostante, all’interno di ciascun mercato geograficamente considerato, si riscontrano singole specificità. Per esempio, gli acquirenti cinesi sono, al loro interno, sempre più differenziati e peculiari, spaziando da consumatori ad alto grado di sofisticazione ed esperienza ai novizi del lusso. Inoltre, nel complesso, i consumatori cinesi sono i più “generosi”, destinando circa il 50% della propria spesa in lusso per regali (contro una media del 40% a livello globale).

Come emerge dallo studio, inoltre, il panorama dei consumatori è molto variegato e nuovi fenomeni dettati dalle evoluzioni economiche in tutti i paesi del mondo spingono ogni anno sempre più persone a desiderare prodotti di lusso.

A tal riguardo Michael J. Silverstein e Neil Fiske propongono il profilo di un moderno consumare di “neo-lusso”, ancora fortemente americano ma che si va rapidamente diffondendo anche nel resto del mondo<sup>22</sup>. Si tratta di persone con reddito non particolarmente elevato, che ad esempio preferiscono rivolgersi ai discount per l’acquisto di beni di prima necessità come i generi alimentari ma che non rinunciano a comprare una macchina di lusso e un gioiello effettuando così una distinzione netta tra due tipologie di prodotti: da un lato quelli per i quali sono disposti ad accettare una

---

<sup>22</sup> Silverstein, Fiske. 2004. *Trading Up: the New American Luxury*. Etas, Milano.

qualità mediocre, purchè abbiano un costo basso, dall'altro quelli che nella loro vita rivestono un'importanza fondamentale e a cui non riescono a rinunciare tanto da essere disposti a spendere anche una cifra tre o quattro volte superiore alla media, perché qualitativamente superiori rispetto a qualunque altra proposta<sup>23</sup>. Silverstein e Fiske danno una definizione molto sintetica e puntuale del fenomeno:

“Il consumatore del neo-lusso raccoglie le idee degli altri e cerca dei segnali, ma non fa un'imitazione servile di una classe o di un individuo. Questo tipo di consumo rappresenta un'emulazione molto più selettiva e accorta, non una corsa sfrenata per diventare esattamente uguali a questa o a quella star....Il fenomeno non è effimero, ma ha precise e profonde radici socio economiche ed è accentuato dal crescente desiderio di soddisfare bisogni emotivi legati alla sfera del benessere, dell'autogratificazione, dell'affermazione sociale e della cura di sé e dei propri cari”.

Tra gli appartenenti a questa categoria di consumatori, i due autori individuano diversi gruppi sociali che dimostrano di avere un peso rilevante:

- *Gli empty nester*<sup>24</sup>, i cosiddetti nidi vuoti, cioè le coppie sposate i cui figli hanno lasciato le mura domestiche, e che sono in condizione di disporre di un reddito spendibile più elevato che in passato;
- *Le donne divorziate*, separate o quelle che hanno rotto con il partner, che sono propense a spendere somme spropositate in diverse categorie di beni;
- *Le donne che lavorano e sono single o convivono con uomini che lavorano*. Non hanno una famiglia da mantenere, sono troppo giovani per preoccuparsi di risparmiare per la pensione e si sentono libere di spendere e di consumare tutto ciò che vogliono;
- *I DIWK e i DINK*, le coppie con due redditi, con o senza figli. Poiché hanno guadagni elevati e poco tempo libero sono disposti a spendere cifre elevate per

---

<sup>23</sup> Tartaglia, Marinozzi, *op. cit.*

<sup>24</sup> Secondo Greenspan, un fattore che ha contribuito alla crescente richiesta di beni di lusso si può individuare nella struttura sociale delle società moderne occidentali, in cui si diffondono sempre più nuclei familiari definibili come “nidi vuoti”, famiglie composte da due adulti che lavorano e che non avendo figli, hanno un reddito discrezionale molto più alto da poter destinare esclusivamente ai beni di lusso ad uso esclusivamente personale come automobili di lusso, gioielli abbigliamento o servizi di lusso come spa, viaggi, cosmetici. The Internet's impact on Indulgence. 2003.

prodotti premium e per prodotti che semplificano la vita e alleggeriscono lo stress;

- I *proprietari della casa* in cui abitano, per il desiderio di accrescerne il valore e la comodità attraverso l'acquisto di beni d'arredamento ed accessori di alto valore, qualità e durata;
- Le *donne in generale*, per la maggiore sensibilità che manifestano, rispetto agli uomini nell'interpretare i complessi significati emotivi e i messaggi sociali delle marche, dei colori, del design, della manifattura dei prodotti e del packaging.

Gli individui che decidono di porre in essere il comportamento del Trading up, sono motivati dalla volontà di raggiungere l'affermazione personale circondandosi di prodotti che abbiano un effetto positivo sulla loro immagine e li aiutino ad essere ciò che più desiderano essere, che li aiutino a gestire le ansie quotidiane e lo stress. A tal proposito gli autori individuano quattro aree emotive che influenzano il comportamento d'acquisto dei beni del neo-lusso:

- La *cura di sé* come compensazione per il lavoro eccessivo e la mancanza di tempo da dedicare a sé. Per giustificarsi, sanare il corpo sfinite, lenire il logorio emotivo, rinvigorire lo spirito. Le categorie di prodotti più importanti in quest'area sono quelli per il bagno e per il corpo, le terme, i cibi da buongustai, la biancheria e le lenzuola e gli apparecchi elettronici;
- Il *rapporto con gli altri*: attrarre un potenziale partner, sentirsi a casa con gli amici e con i gruppi di cui si fa parte, prendersi cura dei propri familiari. Si cercano dunque beni per diventare più attraenti quali abbigliamento, gioielli, biancheria intima, cosmetici), si creano occasioni sociali (viaggi e sport) e le si arricchiscono di valore (vini e liquori di alto prezzo, buoni ristoranti, ottime attrezzature sportive, belle automobili, divertimenti);
- L'*esplorazione*: avventurarsi nel mondo. Fare nuove esperienze e ampliare i confini del sé attraverso le sfide dell'apprendimento, fino alla conquista della padronanza, con il risultato di definire meglio chi si è e chi si appare agli occhi degli altri. Riguarda tutti quei prodotti e servizi che si possono acquistare per

arricchire la propria esistenza, fare nuove esperienze, soddisfare le curiosità, trovare stimoli a livello fisico ed intellettuale, vivere esperienze avventurose ed entusiasmanti. I viaggi e le crociere innanzi tutto, ma anche il personal computer, l'auto veloce, i divertimenti e gli sport più impegnativi.

- *Lo stile personale.* Avere uno stile personale significa esprimere i propri gusti, distinguersi dagli altri e ostentare la propria raffinatezza e i propri successi. Ha a che fare con il col corteggiamento, ma anche con l'atteggiamento modaiolo o trendy. L'abbigliamento, la biancheria intima, gli accessori di moda, gli orologi, le automobili, i liquori, le cene al ristorante, i viaggi, sono categorie che consentono ai consumatori di esprimere il loro stile, la loro cultura, i loro gusti e valori.

Per agire sulle aree emotive che influenzano i loro consumatori, i beni del neo-lusso devono distinguersi nettamente sia dai beni tradizionali del mass market sia da quelli del vecchio lusso. Le aree di differenziazione sono la percezione, la disponibilità, il prezzo, la qualità, l'aspirazione sociale.

Lo studio dei due autori americani risulta di grande interesse, oltre che per la capacità dimostrata di analizzare con particolare acume un fenomeno molto diffuso oggi non solo più in America ma anche nel nostro paese, anche per le conclusioni cui essi giungono. In particolare essi affermano che con la diffusione dei nuovi modelli di consumo i mercati tenderanno a polarizzarsi così che da una parte si avranno i prodotti del lusso e del neo-lusso, caratterizzati da elevato standard qualitativo scelti dai consumatori sulla base di precisi orientamenti e predilezioni individuali, indipendentemente dal prezzo, purché relativamente accessibile. Dall'altra parte si avranno solamente prodotti qualitativamente accettabili e ad un prezzo molto accessibile. Tutto ciò rischia di mettere in crisi le marche che non sapranno uscire dalla "terra di mezzo" che è quella delle attuali marche mass market che, rispetto a questi due estremi, tendono ad occupare una posizione mediana.

## 1.5. IL SETTORE DEL LUSSO NEL MERCATO ITALIANO

Il settore dei beni di lusso personali nel mercato nazionale, così come accaduto a livello internazionale, nel corso degli ultimi anni ha avuto una sensibile crescita dimostrando la capacità di reggere alla crisi finanziaria del 2008-2009 e di conquistare sempre più clienti. Facendo riferimento allo studio pubblicato sulla moda italiana relativo al periodo 2009 -2013 dall'Ufficio Studi di Mediobanca si evidenzia come nel 2013 il fatturato mondiale dei beni personali di lusso si sia attestato ai 218 miliardi di dollari con lieve rallentamento pari al 3% dei tassi di crescita mentre nel trienni precedente il settore in considerazione ha avuto un costante trend positivo di crescita sempre a due cifre. Nel 2014 invece, il mercato globale dei Personal Luxury Goods è tornato a crescere con un +2%<sup>25</sup>.

In Italia, il fatturato della produzione di "beni di lusso per la persona" nel 2012 ha rappresentato l'11,4 per cento (89,5 miliardi di euro) del totale manifatturiero italiano, mentre la sua distribuzione ha pesato per l'8,6 per cento (74,8 miliardi di euro) sul fatturato del commercio italiano. La rilevanza del settore del lusso nel mercato italiano rileva se si considera che nel medesimo anno poi, il settore occupava più di 465.500 persone, ovvero il 14,9 per cento dei dipendenti manifatturieri italiani totali, mentre il commercio di tali beni ha creato posti di lavoro per circa 257.300 lavoratori. Una risorsa fondamentale se si considera che la maggioranza dei lavoratori occupati in tali settori sono donne, più del doppio rispetto ad altri comparti. La moda manifatturiera italiana, di preciso impiega al 55,7 per cento donne, una quota quasi doppia rispetto alla media del 27,5 per cento della produzione italiana, mentre nel commercio della moda le donne sono il 71 per cento degli occupati, rispetto a una media del 49,3 per cento<sup>26</sup>.

Per procedere all'analisi specifica del settore moda italiano si tiene presente della divisione effettuata nel report Medio Banca tra l'aggregato TopModa Italia, che raccoglie i dati delle 10 aziende più grandi del paese operanti in tale settore e l'aggregato più ampio Aziende Moda Italia comprendente le 135 aziende più rilevanti

---

<sup>25</sup> Report, Top Moda Italia e Aziende Moda Italia 2009-2013. Area Studi Mediobanca.

<sup>26</sup> Bain&C., Fondazione Altgamma. Worldwide Luxury market Monitor, Ottobre 2014.

del settore stesso. I dati delle aziende TopModa hanno segnato risultati nel 2013 migliori della grande industria privata italiana, soprattutto con riferimento ai trend dei ricavi e ai margini, in posizione intermedia invece si collocano le Aziende Moda Italia. Nel 2013 la grande industria italiana a controllo privato ha segnato una regressione dell' 1,95 mentre le aziende moda Italia hanno fatto registrare una crescita dell' 1,4% e valori ancora più positivi hanno raggiunto le aziende che appartengono al segmento TopModa con un +4,4%. Altro segno di grande forza del comparto lusso italiano è dato dal fatto che l'ebit margin delle Aziende Moda Italia è superiore a quello della grande industria italiana, 9,1% contro 8,4% e quello del TopModa è quasi il doppio fermo al 15,1%<sup>27</sup>.

**Tab. 1 – TopModa e Aziende Moda Italia vs industria privata: alcuni kpi (key performance indicators) 2012-2013**

	<b>TopModa Italia</b>	<b>Aziende Moda Italia</b>	<b>Grandi gruppi industriali italiani quotati, a controllo privato</b>
<b>Fatturato (Var % 2012-2013)</b>	4,4	1,4	-1,9
	<b>2013 (in %)</b>		
EBIT margin	15,1	9,1	8,4
ROE	16,6	8,1	13,7
Debiti finanziari / patrimonio netto	8,6	38,8	142,8
Disponibilità / debiti finanziari	399,7	65,5	37,9

Elaborazione Studio Mediobanca 2014

Di buon auspicio sono le parole di Armando Branchini, vicepresidente di Fondazione Altgamma, che in occasione della presentazione dello studio 2014 a cura di Medio Banca, di cui ci si è appena occupati, ha affermato:

<sup>27</sup> Top Moda Italia e Aziende Moda Italia 2009-2013, Area Studi Medio Banca. 2014

«L'industria del lusso è sana e robusta sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta e può guardare al 2015 con cauto ottimismo. Una considerazione che vale a livello globale, ma anche europeo e persino italiano».

Il dato più significativo è che nel 2014 il mercato globale dei beni di lusso (abbigliamento, accessori, gioielli, orologi e prodotti di bellezza) è cresciuto del 5%, raggiungendo i 223 miliardi di euro, e che nel 2015 l'espansione sarà «almeno la stessa».

Alla luce di questi dati si deve ribadire l'importanza del settore beni per la persona di lusso sia in termini generale che occupazionali, soprattutto se confrontati con quelli dell'industria privata. Nel 2013 l'Italia si è confermata essere il Terzo mercato più grande al mondo del lusso, contribuendo al fatturato totale con il 16,1%, mentre al primo posto troviamo gli Stati Uniti e in secondo posto il Giappone.

Tra le Top75, nell'anno 2013, troviamo 23 società italiane, un ottimo risultato che permette all'Italia di essere il secondo paese, dopo solo la Francia, per numero di società che operano nel settore lusso. Il fatturato dei 23 gruppi italiani del lusso in classifica costituisce il 18,6% del fatturato complessivamente generato dalle top75 contro il 27,4% che è invece generato dalle società francesi presenti.

Di seguito le società italiane presenti nelle top75.

	<b>Company name</b>	<b>FY12 Luxury goods sales (US \$ mil)</b>	<b>FY12 Total Revenue (US \$ mil)</b>	<b>FY12 Luxury goods sales growth</b>	<b>FY12 net profit margin</b>	<b>FY10 - FY12 Luxury goods sales CAGR</b>
4	Luxottica Group	9.113	9.113	13.9%	7.7%	10.6%
14	Prada	4.251	4.251	29.0%	19.2%	26.9%
20	Giorgio Armani	2.689	2.689	15.8%	9.3%	14.9%
23	Only the Brave	1.904	1.904	9.6%	4.5%	6.3%
26	Max Mara Fashion Group	1.665	1.665	2.1%	5.1%	3.2%
27	Ermenegildo Zegna	1.621	1.621	11.9%	10.3%	14.4%
28	Safilo Group	1.512	1.512	6.7%	2.3%	4.3%
29	Salvatore Ferragamo	1.483	1.483	17.1%	10.9%	21.5%
32	Tod's	1.267	1.267	8.3%	14.8%	10.5%
33	Dolce & Gabbana	1.216	1.216	-13.3%	7.3%	-7.7%
38	Loro Piana	806	806	13.0%	10.5%	14.4%
39	Moncler	802	802	21.5%	5.0%	20.6%
45	Valentino Fashion Group	590	590	15.9%	-13.3%	-3.4%
49	Gianni Versace	526	526	20.1%	2.3%	18.2%
52	De Rigo	473	473	-0.2%	2.5%	3.6%
57	Brunello Cucinelli	359	359	15.1%	7.9%	17.1%
59	Aeffe	327	327	3.3%	-1.3%	6.6%

Studio Deloitte "Global Powers of Luxury Goods"

2014

Di seguito si è proceduto all'analisi del Q Ratio, inteso come il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e il valore contabile degli asset di un'azienda, di alcune delle società del lusso italiane che negli ultimi anni hanno ottenuto risultati molto positivi ed incoraggianti.

	Brunello Cucinelli S.p.a	Gruppo Moncler S.p.a.	S.Ferragamo S.p.a.
<b>Valore titolo 2014 (media)</b>	22,18 €	13,46 €	24,01 €
<b>N. azioni post-Ipo</b>	68.000*	250.000*	168.410*
<b>Market Capitalization 2014</b>	1.508.240 €* 368.134*	3.365.000 €* 927.144*	4.044.366 €* 999.397*
<b>Attivo patrimoniale 2014</b>			
<b>Q-ratio</b>	4,097	3,629	4,047

\*valori espressi in migliaia

Nello specifico si è proceduto dapprima individuando la media tra i valori dei titoli nell'anno 2014 per le società Brunello Cucinelli, Moncler, Salvatore Ferragamo. Moltiplicando il valore medio del titolo per il numero delle azioni emesse abbiamo ottenuto la capitalizzazione del mercato, dividendo questo valore, poi, per il valore dell'attivo patrimoniale del 2014 abbiamo ottenuto il Q Ratio di ciascuna società. Risulta interessante notare come ciascuna società sia caratterizzata da un valore più alto della media delle aziende private italiane. Da un lato questo è indice della fiducia che i mercati finanziari ripongono sulle aspettative di crescita delle nostre aziende del lusso in termini di profittabilità, capacità di generare elevati livelli di flussi di cassa e, in definitiva, valore dei singoli brand e capacità di innovazione e differenziazione del "Made in Italy".

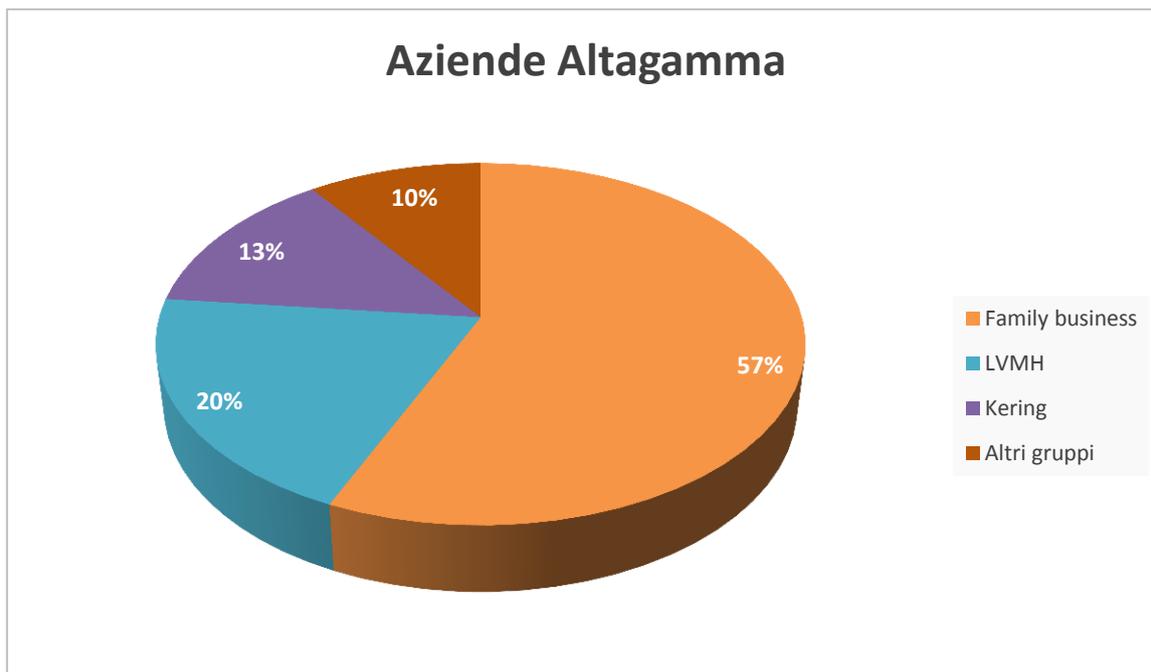
Dallo studio Mediobanca cui si è fatto riferimento in precedenza, emerge inoltre che l'Italia non è solo il terzo "hub" commerciale per il lusso, bensì resta luogo d'elezione

per la produzione: l'80, forse anche il 90% dei prodotti di alta gamma venduti nel mondo sono fatti nel nostro paese.

Inoltre è interessante notare come lo studio di Bain&Company di cui ci si è avvalsi per procedere alla ricostruzione dei moderni profili di consumatori del lusso globali, per la prima volta nella storia della collaborazione tra Bain&C. con Fondazione Altagamma si è occupato di analizzare il legame delle aziende italiane del lusso con la cultura, ed in particolare quanta parte dei loro ingenti ricavi venga spesa a sostegno di opere per lo sviluppo culturale o del territorio. Il risultato è stato che le aziende che partecipano ad Altagamma hanno investito nel complesso 75 milioni di euro in progetti di mecenatismo e tutela del patrimonio artistico e culturale del Bel paese. Si ritiene che tale cifra risulti destinata a crescere alla luce dell'atteggiamento generale per cui tali aziende sembrano aver maturato negli ultimi anni una sensibilità verso la cultura e verso il territorio che paga in termini di immagine globale e di sostegno al territorio che rappresenta la linfa principale per le aziende del lusso.

#### 1.6. IL FAMILY BUSINESS NEL LUSSO ITALIANO

La realtà societaria italiana vede la presenza maggioritaria delle imprese a gestione familiare, ed anche le società di lusso, quando non siano state ancora acquistate da gruppi stranieri del lusso, sono gestite e sono di proprietà di storiche famiglie italiane. Per analizzare la realtà nazionale di tali imprese bisogna capire meglio come si articola il family business e quali siano i vantaggi e gli svantaggi di questo tipo di gestione imprenditoriale, comparandolo poi con la prospettiva della quotazione in borsa. Per capire la reale incidenza delle aziende familiari nel settore del lusso italiano è stata analizzata la forma di controllo delle società che fanno parte di Altagamma, l'associazione delle aziende del lusso in Italia. La prevalenza delle aziende a controllo familiare è da subito evidente, e rappresentano il 57% del totale; il gruppo presente a livello mondiale LVMH invece controlla il 20% delle società analizzate, il gruppo Kering controlla il 13% delle società di Altagamma, mentre un 10% di queste appartiene ad altri gruppi non familiari.



Fonte: Altgamma.

Oltre la rilevanza numerica delle società a controllo familiare tra quelle del lusso italiano, per una completa ricostruzione del fenomeno, è bene individuare i tratti salienti del family business dal punto di vista normativo nonché fenomenico.

Nel 2012 la commissione Europea<sup>28</sup> ha fornito per la prima volta un definizione di family business secondo cui:

---

<sup>28</sup> The Expert Group adopted a common European definition, according to which a firm, of any size, is a **family business**, if:

1. The majority of decision-making rights is in the possession of the natural person(s) who established the firm, or in the possession of the natural person(s) who has/have acquired the share capital of the firm, or in the possession of their spouses, parents, child or children's direct heirs.
2. The majority of decision-making rights are indirect or direct.
3. At least one representative of the family or kin is formally involved in the governance of the firm.
4. Listed companies meet the definition of family enterprise if the person who established or acquired the firm (share capital) or their families or descendants possess 25 per cent of the decision-making rights mandated by their share capital.

Family businesses can be very diverse: they can be small, medium sized or large, listed or unlisted.

- Non è indicata una dimensione minima che il business deve avere.
- Se la società non è quotata in borsa, la famiglia proprietaria deve avere la maggioranza delle azioni; se la società non è quotata è sufficiente il 25% delle azioni.
- I fondatori della azienda possono anche non appartenere alla medesima famiglia.
- Il controllo non deve essere necessariamente ottenuto in maniera diretta ma anche in modo indiretto attraverso partecipazioni di altre società della stessa famiglia o holding.
- Il governo operativo e gestionale dell'azienda deve essere affidato ad almeno un membro della famiglia.

Se si analizza la definizione fornita in ambito europeo ci si accorge di come il business si debba definire di tipo familiare quando, indipendentemente dalle dimensioni dello stesso, vi sia un controllo diretto o anche indiretto, da parte di una famiglia che detenga la maggioranza in caso di azienda non quotata o la soglia molto più bassa del 25% delle azioni quando essa lo sia. Nella letteratura italiana, un contributo rilevante è stato fornito da Corbetta<sup>29</sup> il quale procede alla classificazioni delle aziende familiari sulla base di tre diverse variabili: struttura proprietaria dell'impresa, la presenza di familiari negli organi di governo, la dimensione aziendale. Seguendo il primo criterio di distinzione si ha che l'impresa può essere così classificata:

- Impresa con proprietà chiusa; si ha la presenza di un unico socio spesso identificabile con il suo fondatore che detiene l'intero capitale societario;

---

<sup>29</sup> Corbetta G., (1995). Patterns of Development of Family Business in Italy. Family business review, 8 (4), 255-265.

- Impresa con proprietà chiusa-stretta; in tal caso tutto il capitale societario è detenuto da pochi soci;
- Impresa con proprietà chiusa allargata; presenta rispetto al modello precedente un allargamento sensibile della compagine societaria;
- Impresa con proprietà aperta; il capitale è posseduto da soci direttamente legati al fondatore ed anche da una pluralità di soci esterni.

In secondo luogo, si può procedere alla classificazione dei family business in base alla presenza all'interno dell'organo di governo di soggetti interni alla famiglia che controlla la società. In particolare si può avere:

- Organo direttivo e CdA composti esclusivamente da componenti della famiglia che detiene il capitale azionario;
- CdA composto solo da membri della famiglia e organo direttivo composto sia da familiari che da soggetti esterni.
- CdA e organo direttivo composti sia da familiari che da soggetti esterni.

Ripercorrendo l'analisi condotta da Corbetta, poi, si può procedere alla combinazione dei diversi modelli proprietari elencati prima e i diversi modelli di gestione da cui derivano ulteriori quattro classificazioni delle aziende familiari

- Familiare domestica, si ha l'associazione del modello proprietario di tipo assoluto o anche di quello stretto con una dimensione aziendale piccola ed il consiglio di amministrazione e l'organo direttivo composto da soli familiari;
- Familiare tradizionale, in tal caso, analogamente al caso appena visto, il modello di tipo proprietario assoluto o stretto si associa a dimensioni aziendali per la gran parte medie o anche piccole con il consiglio di amministrazione

costituito da soli membri della famiglia mentre gli organi di direzione possono essere composti sia da familiari che non.

- Familiare allargata, in questa il modello allargato con dimensioni medie o grandi dell'impresa si associa al CdA composto da soli familiari o anche esterni e così come anche per gli organi direttivi;
- Familiare aperta, nell'ultima tipologia infine, il capitale sociale è nelle mani di soci che non appartengono alla famiglia del fondatore della società che nella maggior parte dei casi presenta dimensioni medie o grandi e il consiglio di amministrazione come anche l'organo direttivo è composto da familiari e non.

La suddivisione fornita da Corbetta, per quanto possa apparire semplice, permette di analizzare le varie composizioni in cui si articola la gran parte delle aziende italiane seppure con le specifiche peculiarità dettate dalla storia e dall'evoluzione di ciascuna. Molti family business hanno raggiunto grandi successi tanto da essere oggetto di forte interesse da parte degli studiosi, soprattutto dai coniugi Danny Miller e Isabelle Le Breton<sup>30</sup> i quali hanno individuato, sulla base dell'analisi di casi pratici, il cosiddetto "Schema delle quattro C" un framework che permette di individuare le quattro dimensioni che consentono il successo di un family controlled business.

- Continuità, necessità di sviluppare e perseguire una mission concreta e a lungo termine grazie ad un'azienda sana e duratura.
- Comunità, i soggetti che partecipano all'attività aziendale devono perseguire obiettivi comuni e dimostrare coesione, altruismo, devono essere motivati e determinati.

---

<sup>30</sup> Miller D., e Le Breton-Miller, I. , (2005) *Mantenere il successo. Lezioni di vantaggio competitivo delle grandi imprese familiari.*

- Contatti, la capacità dell'organo azienda di stabilire relazioni stabili con i vari partner sia nazionali che stranieri è strategica per superare periodi di difficoltà in cui essa potrebbe incorrere.
- Comando, è necessario mantenere la capacità di guidare l'azienda anche a costo di decisioni coraggiose e di adattamento ai cambiamenti dell'ambiente competitivo in cui opera.

Un esempio importante di come queste variabili siano fondamentali per gestire al meglio un business familiare, è l'azienda biellese Ermenegildo Zegna, che ormai da quattro generazioni diffonde il lusso e l'eleganza dello stile italiano nel mondo. Ermenegildo Zegna, nipote omonimo del fondatore della società, intervistato nel 2003 da MF, il quotidiano finanziario, così definisce i punti di forza della sua attività:

“«La nostra storia è frutto di un'evoluzione continua basata su tre pilastri fondamentali: c'è la cultura d'eccellenza, che è eccellenza di prodotto, di persone e di ambiente. C'è l'unità familiare, e noi siamo uniti da quattro generazioni, e per farlo bisogna avere un grosso rispetto reciproco e una grossa disciplina. C'è la gestione del family business con l'approccio della public company, infatti io e Paolo abbiamo tre cappelli: quello dell'amministratore delegato, quello dell'azionista e quello del padre di famiglia. Tutto questo ci ha portati a cent'anni di storia, con alti e bassi ma pronti a ripartire quando riparte il mercato”.

Se da un lato le quattro dimensioni sopra analizzate permettono il successo di un family business secondo l'analisi degli studiosi, si deve evidenziare come portare all'eccesso o indebolire una di esse può essere causa di insuccesso. È di facile comprensione come se una società incentri la propria attenzione solamente sul fattore della Continuità, ciò può generare conservatorismo nonché stagnazione. Allo stesso modo concedere troppa indipendenza ai membri degli organi direttivi esterni alla famiglia oppure la mancanza di autoritarità dei soci familiari nei confronti delle scelte degli esterni possono determinare scelte imprudenti.

Un aspetto cui bisogna dare particolare rilievo e che risulterà utile nel capitolo finale del nostro lavoro in cui ci si soffermerà su un'azienda in particolare, è la scelta della tipologia societaria adottata dalle aziende familiari. Essa è spesso determinata dalle dimensioni della società stessa tanto che per quelle di dimensioni maggiori la tipologia aziendale risulta molto articolata sia per ragioni di opportunità fiscali che di gestione ed organizzazione. La famiglia di imprenditori può controllare il family business sia direttamente come persona fisica, sia anche ricorrendo ad una società capogruppo, la Holding. Secondo le ultime stime condotte dall'osservatorio AUB relativi al 2012, circa il 30% delle aziende familiari con ricavi sopra i 50 milioni di euro è controllata da una holding, la percentuale sale poi al 60% in caso di aziende con fatturato sopra i 250 milioni di euro. Bisogna distinguere poi se si tratti di una holding semplice oppure di una holding operativa. Nel primo caso la capogruppo è stata costituita con il solo scopo di detenere le partecipazioni azionarie della famiglia, nel secondo invece oltre ciò svolge anche funzioni operative a vantaggio delle società controllate. La gestione societaria attraverso la costituzione di una holding presenta forti vantaggi che derivano dalla possibilità di questa di prendere le decisioni fondamentali per il gruppo mediando tra le diverse posizioni dei soci familiari ed esterni e lasciare la gestione operativa di ciascun business alle società controllate, dall'incremento della capacità di indebitamento, e di gestire i rapporti famiglia-impresa attraverso lo strumento dei dividendi e dei patrimoni familiari. La costituzione di una holding e di una o più società controllate operative comporta costi di gran lunga superiori rispetto ad un'unica gestione accentrata.

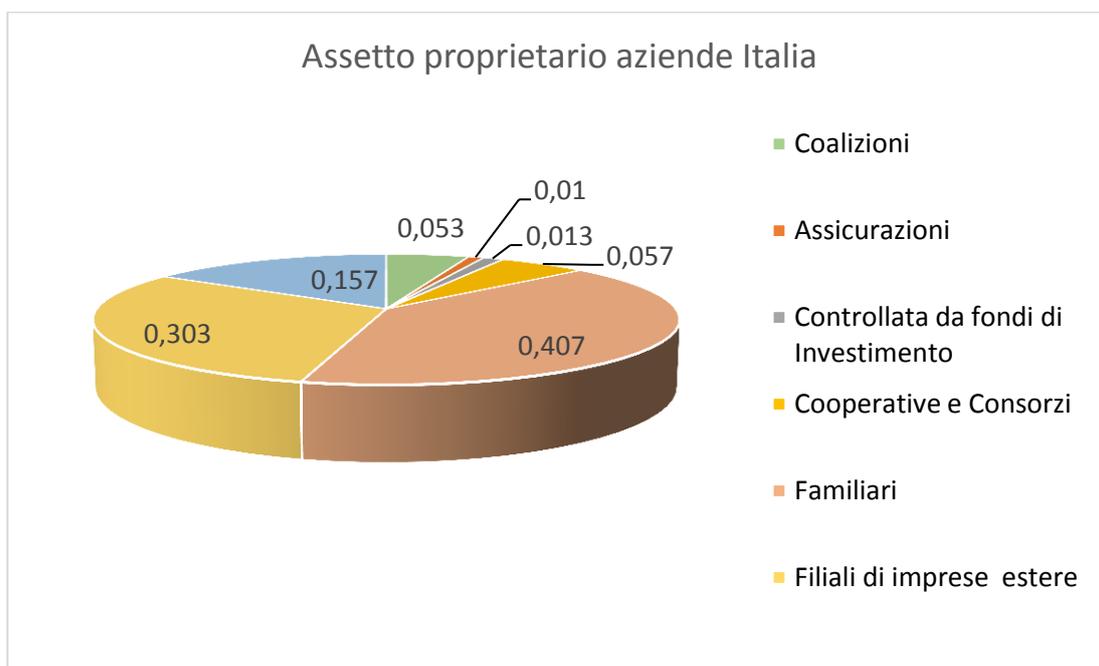
Secondo la dottrina, l'aspetto che maggiormente caratterizza positivamente le aziende familiari è la prospettiva di lungo periodo che i soci familiari adottano sulla base di un sentimento comune che lega la famiglia stessa all'azienda da essa fondata. Corbetta a tal riguardo parla di un sentimento di "altruism" secondo cui i soci-fondatori della vecchia generazione si sentono responsabili di dover tramandare ai loro seguaci una azienda che sia solida dal punto di vista finanziario ed anche in grado di competere con i suoi competitors. Lo sforzo di guardare oltre il cambio generazionale, inoltre, in una visione di medio-lungo periodo costituisce un vantaggio delle aziende familiari in

quanto considerato il coinvolgimento economico ed il legame personale con l'azienda, questa è considerata come un qualcosa da proteggere e preservare oltre che naturalmente da far progredire ed ingrandire. Nello specifico, questa caratteristica del family business, permette una valutazione delle scelte gestionali sulla base di criteri di convenienza economica, per cui i soci tenderanno a porre in essere solo quelle scelte che risultino efficaci e profittevoli per l'azienda e per il suo sviluppo. Questo aspetto delle scelte gestionali pone in netta distinzione le aziende familiari dai business gestiti da amministratori e gestori esterni alla società, per cui nel primo caso si propenderà per quelle scelte che nell'ottica di lungo periodo possano risultare vantaggiose per l'azienda, nel secondo caso invece i manager saranno spinti ad effettuare le scelte che risultano più convenienti per i propri interessi in un'ottica di breve periodo legata alla loro permanenza nell'azienda.

Se quelli appena enunciati rappresentano i vantaggi del family business, esso presenta anche svantaggi che è bene tenere in considerazione. Innanzitutto l'orientamento a lungo termine dell'impresa familiare spesso può indurre un atteggiamento eccessivamente prudente che nei casi più rilevanti potrebbe tradursi in una vera e propria avversione al rischio che non rappresenta un fattore positivo per lo sviluppo dell'azienda se si considera che l'attività imprenditoriale trova la sua ragion d'essere proprio nell'accettazione del rischio e nella capacità di effettuare scelte e decisioni in grado di arginare lo stesso.

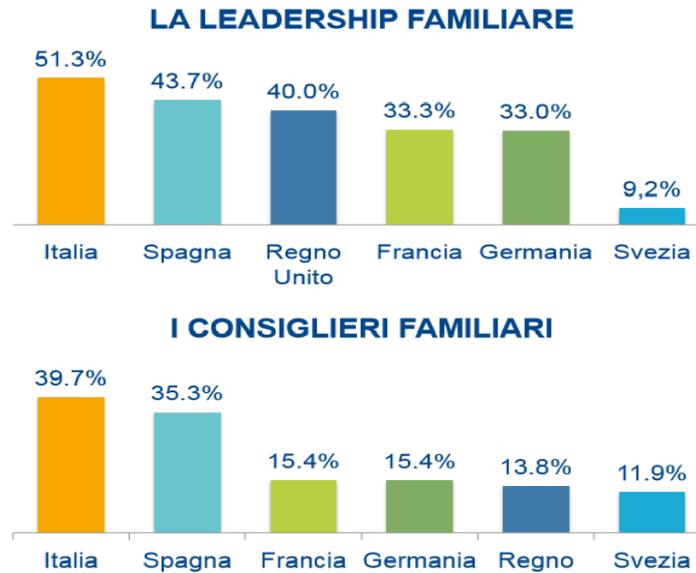
Altro elemento peculiare delle aziende a conduzione familiare che può in alcuni casi comportare degli svantaggi, è collegato all'essenza stessa di family business per cui è facilmente immaginabile che nel tentativo di favorire la continuazione della gestione da parte di familiari, si metta in secondo luogo la doverosa valutazione delle effettive capacità del familiare nella gestione del business. In molti casi aziende familiari preferiscono affidarsi alla gestione di un membro della famiglia, piuttosto che scegliere un manager esterno dalle comprovate esperienze di gestione, mettendo in serio pericolo il futuro aziendale.

Conferma dell'importanza delle aziende familiari nell'economia del nostro paese è data dai dati pubblicati nel 2012 dall' Osservatorio AUB sulle aziende familiari italiane per cui queste, come si riceva dal grafico seguente rappresentano la percentuale maggiore di aziende nella compagine delle aziende italiane con il 40,7%.



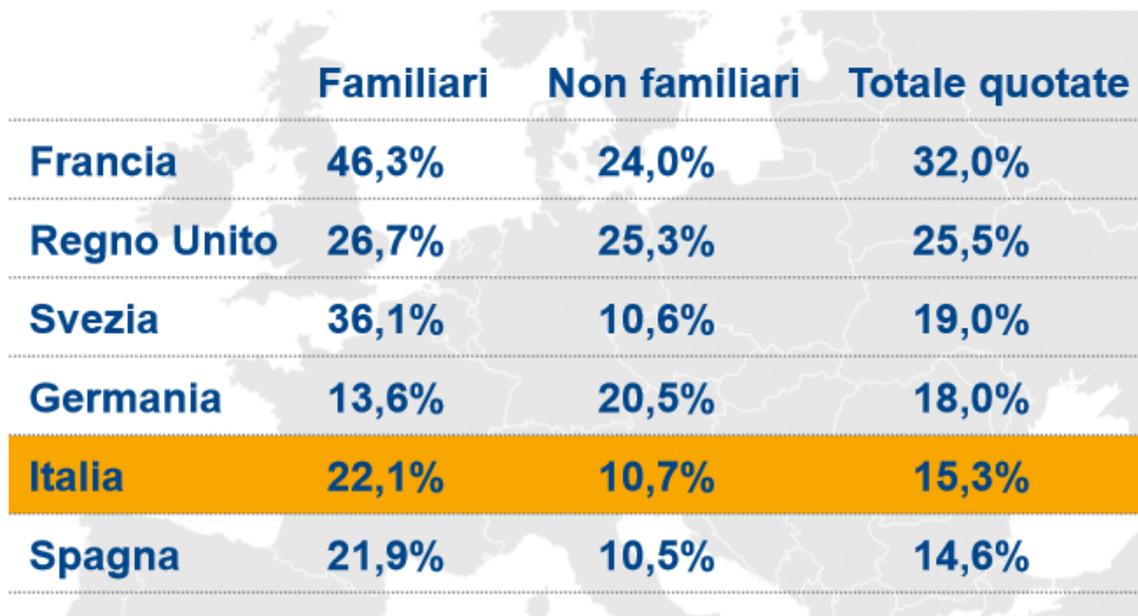
Fonte: elaborazioni Osservatorio AUB su dati Orbis 2012

Sempre basandosi sui dati dell'osservatorio Aub si ottengono interessanti risultati per quanto attiene alla leadership e alla governance delle aziende italiane. In particolare il successivo grafico mostra come l'Italia sia nel panorama europeo dei paesi considerati quello in cui la preponderanza negli organi di gestione appartiene ai membri della famiglia di controllo della società. La leadership, infatti, in più della metà delle aziende familiari italiane, (51,3%) spetta a membri della famiglia mentre negli altri Stati, Spagna, Regno Unito, Francia, Germania, Svezia questa è presente sempre in meno della metà dei family business. L'Italia poi, risulta anche il paese con maggiore presenza di organi di gestione con consiglieri appartenenti alla famiglia (39.7%), a conferma del fatto che la problematica della scelta dei consiglieri interni a sfavore di quelli esterni ha un peso non irrilevante nell'economia dei family business soprattutto nel nostro paese che sotto questo aspetto appare conservatore.



Fonte: elaborazioni Osservatorio AUB su dati Orbis, 2012

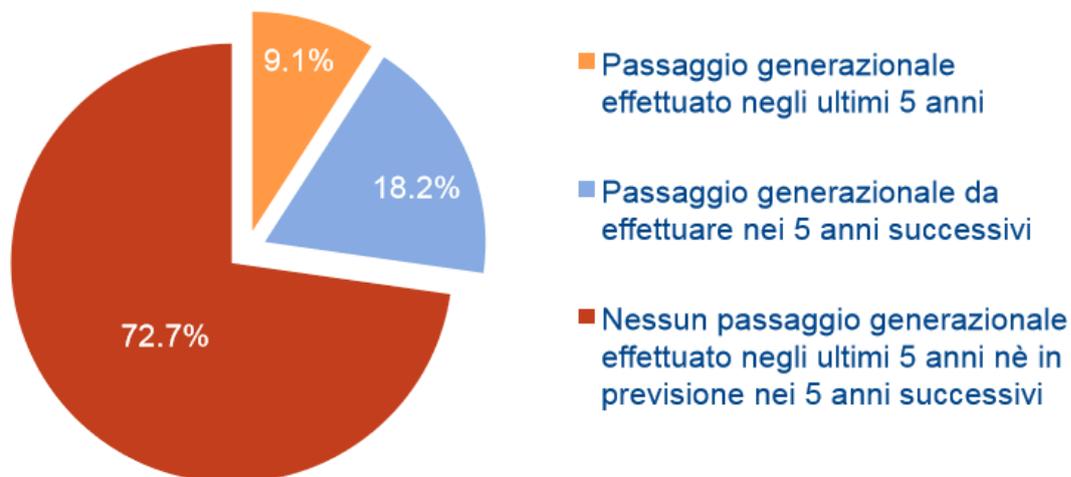
Il presente studio aiuta a comprendere il rapporto che le aziende italiane hanno con la quotazione in Borsa, strumento di apertura al mercato e che potrebbe rappresentare un mezzo molto interessante per lo sviluppo delle aziende italiane ma che fino ad oggi non è riuscito a coinvolgere tutte le aziende che presentano i requisiti ed hanno le potenzialità per aprirsi al mercato. Nel grafico seguente infatti, l'Italia occupa il penultimo posto, prima sola alla Spagna per percentuale di società quotate che rappresentano solo il 15,3% del totale delle società nazionali. Dato molto più interessante è che il 22,1% delle società italiane quotate è un'impresa familiare mentre le non familiari rappresentano la percentuale più bassa del 10,7%. Si tratta di un dato positivo per le aziende a controllo familiare che dimostra la loro apertura al mercato, sebbene in numeri ancora limitati.



	<b>Familiari</b>	<b>Non familiari</b>	<b>Totale quotate</b>
<b>Francia</b>	<b>46,3%</b>	<b>24,0%</b>	<b>32,0%</b>
<b>Regno Unito</b>	<b>26,7%</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,5%</b>
<b>Svezia</b>	<b>36,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>19,0%</b>
<b>Germania</b>	<b>13,6%</b>	<b>20,5%</b>	<b>18,0%</b>
<b>Italia</b>	<b>22,1%</b>	<b>10,7%</b>	<b>15,3%</b>
<b>Spagna</b>	<b>21,9%</b>	<b>10,5%</b>	<b>14,6%</b>

Fonte: elaborazioni Osservatorio AUB su dati Orbis

Un ultimo aspetto che preme evidenziare e che si collega con il fenomeno della quotazione in borsa come soluzione interessante per risolvere il problema del cambio generazionale quando in famiglia non ci siano successori in grado di continuare a gestire efficientemente l'azienda, è proprio l'aspetto del passaggio generazionale che permette l'ingresso in azienda di energie nuove e proposte alternative di sviluppo. In realtà le aziende familiari italiane risultano molto legate alla gestione del loro fondatore o del successore di questi, e come emerge di seguito dal grafico, i passaggi generazionali sono molto rari ed avvengono a distanza di molto tempo tanto che la gran parte delle aziende afferma di non essere stata interessata da un cambio generazionale nei cinque anni precedenti, né che lo sarà nei prossimi 5.



(\*) Elaborazione dati Censimento dell'industria e dei servizi 2011 (Fonte: Istat).

(\*\*) Quesito volto a rilevare eventuali passaggi generazionali avvenuti a partire dal 2006.

#### APPENDICE: SVILUPPO DELL' ARTIGIANATO LOCALE COME ALTERNATIVA ALLA CRISI.

Alla luce del terzo millennio l'Europa si riscopre nuova, diversa più legata alle sue tradizioni e al suo patrimonio manifatturiero. Dopo aver subito la cosiddetta "deindustrializzazione" colpevole di aver minato le economie occidentali, privandole delle produzioni manifatturiere, proprio come afferma Bianchi nel suo articolo " Le persone, prima le persone", dopo una vera e propria rivoluzione di sistema che ha scollegato la capacità dei paesi europei di favorire la crescita di un territorio alla capacità di dotarsi di conoscenze e strutture produttive, dopo la ristrutturazione a livello globale delle reti di produzione, avvenuta con l'entrata sui mercati dei paesi definiti "emergenti" e, infine, dopo un'iperfinanziarizzazione delle economie occidentali, che ha generato l'illusione di un mercato in cui la ricchezza è risultato di una speculazione, in piena crisi l'Europa riscopre la centralità della manifattura e, soprattutto, delle conoscenze a questa strettamente connesse. Si può parlare quindi di "rinascimento della manifattura" che finalmente torna a credere nella ricchezza del lavoro e che richiede allo stesso tempo l'impegno di tutti, persone, imprese ed

istituzioni, nella realizzazione di un vero e proprio institutional building che abbia come obiettivo quello di rafforzare le capacità del sistema economico, culturale ed industriale di sostenere l'innovazione e lo sviluppo di un territorio<sup>31</sup>.

Nel complesso processo di valorizzazione e di sviluppo di un territorio, poi il lavoro artigiano è aspetto portante dei processi produttivi anche più moderni per cui sebbene molte volte la sua permanenza sia stata considerata il segno di una modernizzazione incompiuta, l'eredità poco presentabile di capitalismo cresciuto grazie agli exploit di distretti e piccole imprese, senza tuttavia completare il percorso verso un assetto compiuto oggi esso rappresenta la base da cui far ripartire l'economia europea ed ancor di più quella dell'Italia che, dopo la Germania, rappresenta l'economia manifatturiera più grande al mondo. Ritroviamo il lavoro artigiano in una varietà di contesti sorprendenti: nel mondo del design, in quello della moda, nella produzione di macchine utensili, persino nel campo dell'hi-tech. Il lavoro artigiano è ingrediente essenziale del modus operandi delle grandi imprese del lusso così come delle piccole imprese della meccanica di precisione.

Proprio il settore del lusso italiano ha saputo esaltare il pregio delle conoscenze artigianali esportando nel mondo la qualità e lo stile italiano. Uno degli imprenditori che più è riuscito a trasmettere al mondo intero l'essenza della manifattura italiana è Brunello Cucinelli, il re del cashmere a livello mondiale, il primo in assoluto ad aver proposto il pregiatissimo tessuto in nuance colorate diverse da quelle tradizionali diffuse da sempre nel mercato. Il grande saper fare dei suoi artigiani e delle botteghe umbre e toscane con cui da sempre collabora hanno permesso a Cucinelli di guadagnare la stima dei consumatori del lusso più esigenti e ricchi di tutto il mondo. Da sempre il suo grande interesse per l'artigianalità italiana e la volontà di valorizzarla ed esaltarla, lo ha condotto a raggiungere un obiettivo molto ambizioso e importante per la manifattura italiana. Nel 2014, infatti nel Borgo di Solomeo, è nata la "Scuola dei mestieri".

La sua struttura consiste di quattro indirizzi: la disciplina di Rammendo e Rimaglio,

---

<sup>31</sup> Bianchi. P. Marzo 2015. Le persone, prima le persone. Parte seconda. [www.italiani-europei.it](http://www.italiani-europei.it)

Taglio e Confezione, Sartoria e Arti Murarie. Si tratta di quattro materie riguardanti, le prime tre, l'attività imprenditoriale di Brunello Cucinelli, l'ultima la sua azione di restauro e di abbellimento paesaggistico del Borgo e del territorio di Solomeo. Secondo quanto si legge nel sito della società quando si descrive la scuola, il suo significato e ragione di esistere è certamente quello di un sogno a lungo cullato, e al tempo stesso un'applicazione significativa del nuovo concetto rivoluzionario di capitalismo umanistico che Brunello ha ideato e messo in pratica; pertanto, l'obiettivo con cui è stata pensata è quello di restituire la propria nobiltà ai mestieri, e riconoscere il giusto compenso relativamente alla qualità di questo speciale tipo di lavoro. Con questo progetto l'imprenditore umanista intende invertire la tendenza generale del mondo imprenditoriale di non valorizzare la capacità espressiva dell'artigianato e avviare un processo ricostituivo virtuoso: in pratica una sorta di neo-rinascimento dei valori nobili dei mestieri, che restituisca ai giovani la fiducia nel futuro. Anche per questo la Scuola di Solomeo assume a proprio carico tutti gli oneri economici del tempo che gli allievi dedicano allo studio, e pone a loro disposizione insegnanti un po' speciali, in quanto si tratta degli stessi uomini che da anni, e ancora oggi, lavorano a Solomeo nelle quattro discipline.

Scuole come questa possono contribuire concretamente alla propagazione dell'essenza di quel capitalismo umanistico che da tempo viene applicato nell'azienda di Brunello Cucinelli con un successo duraturo in continua crescita, non solo economico, ma anche culturale. Infatti la struttura della scuola ha l'obiettivo, anche di ridare slancio all'Istituzione scolastica come luogo speciale dove insegnanti appassionati e concretamente esperti trasmettono con semplicità, insieme al loro grande sapere artigianale, anche l'amore che lo sostiene, e attribuisce un valore umanistico e nobile al loro mestiere. Nell'ambito della sua realtà economica e sociale la Scuola di Solomeo si prefigge di restituire nobiltà al lavoro, come accadeva negli

antichi cantieri e botteghe medievali, e vuole ridare alle arti e mestieri considerati 'minori' quella dignità che a loro compete storicamente e naturalmente<sup>32</sup>.

"Socrate, nella sua straordinaria saggezza, sapeva che l'azione è frutto della conoscenza. Conoscere per conquistare la bellezza del domani e saperla custodire. Conoscere attraverso l'esperienza e la parola dei saggi. La Scuola di Solomeo nasce per questo; è un frutto dell'ideale neumanistico che nutre da anni il mio sogno: fare il possibile perché i nostri ragazzi, oggi spesso e ragionevolmente sfiduciati, riconoscano un mondo per loro ancora nuovo, il mondo delle cose che ancora non sanno. Anche Lorenzo il Magnifico considerava gli artigiani in qualche maniera fratelli dei grandi artisti. Come le botteghe rinascimentali, le scuole dei mestieri sono espressione nobile dell'artigianato, a metà tra arte e tecnica che va a completare quel percorso di formazione umana, culturale e spirituale che spero possa infondere ai giovani la voglia di crescere, di mettersi in discussione, l'onestà di ammettere i propri errori, la capacità di utilizzare la manualità al servizio dell'ingegno, di essere concretamente creativi".

Brunello Cucinelli



La scuola dei mestieri di Solomeo

---

<sup>32</sup> Informazioni tratte dal sito internet [www.investor.brunellocucinelli.it](http://www.investor.brunellocucinelli.it) nella sezione dedicata alla scuola di Solomeo.

## CAPITOLO 2: LA QUOTAZIONE IN BORSA, PROFILI NORMATIVI.

### 2.1. RILEVANZA DELLA SCELTA DI QUOTARSI IN BORSA PER LE SOCIETÀ DEL LUSO ITALIANE.

Il mercato mobiliare, in particolare nei paesi dotati di sistemi finanziari evoluti, costituisce uno dei più rilevanti canali di finanziamento delle imprese<sup>33</sup>. In tale ambito, il collocamento presso il pubblico di titoli azionari, favorito dall' ammissione alla quotazione di titoli stessi, rappresenta la modalità più comune di ricorso al mercato ed una delle più vantaggiose<sup>34</sup>. Essa, infatti, consente alle aziende che optano per la quotazione di perseguire i programmi di sviluppo senza squilibrare la propria struttura finanziaria, e senza dover individuare uno specifico partner che voglia condividere tali programmi.

Il canale borsistico può essere utilizzato non solo dalle grandi aziende ma anche da quelle di medie dimensioni che grazie a tale strumento riescono a modificare la propria struttura sotto il profilo sia qualitativo che quantitativo, ed a perseguire così la propria strategia di sviluppo. In questo capitolo si analizzeranno le problematiche relative alla quotazione in borsa delle medie aziende e successivamente si passerà ad esporre la normativa italiana della quotazione in borsa con riferimento alle modifiche a questa apportate dalla disciplina europea.

Le aziende italiane del Fashion System, da sempre sinonimo di eccellenza del Made in Italy, hanno capito ormai da tempo l'importanza di adeguare il proprio modello di business al panorama internazionale, sempre mutevole e che obbliga a cercare sempre diverse strategie al fine di perseguire lo sviluppo aziendale e di sfruttare le opportunità

---

<sup>33</sup> In un sistema finanziario di tipo *market oriented* le esigenze finanziarie dell'impresa sono soddisfatte innanzitutto dal capitale di rischio: se l'autofinanziamento non basta si fa direttamente ricorso al mercato. Il modello di proprietà aperta è, per definizione, un punto di riferimento essenziale. Al contrario, in un sistema finanziario di tipo *bank oriented* si ricorre prioritariamente al credito fornito dall'intermediazione bancaria. In questo caso è più diffuso il modello di proprietà chiuso e il mercato dei capitali è tendenzialmente poco efficiente. A tal proposito il nostro sistema finanziario è stato più volte definito "banco-centrico".

<sup>34</sup> Vender, Gervasoni, Dessy. La quotazione in borsa come opzione strategica per lo sviluppo della media impresa familiare.

che la globalizzazione dei mercati offre. Il modello di business tradizionale, basato sulla centralità della funzione produttiva, non appare più sufficiente a supportare lo sviluppo delle nostre aziende nel contesto di mercato attuale tanto che negli ultimi anni si assiste ad un cambiamento delle strategie orientate all'ottenimento di vantaggi competitivi con modalità diverse dalle tradizionali e che sono rivolte a valorizzare le potenzialità del marchio.

Secondo quanto affermato da Panbianco in collaborazione con Pwc nell'ultimo Rating 2014 volto ad individuare le 50 aziende del settore Moda & Lusso e del settore Casa & Design che presentino i requisiti per quotarsi in borsa, questo modello di business nuovo si basa su alcune leve principali tra cui:

- Lo sviluppo di una rete di negozi gestiti direttamente, riequilibrando il peso eccessivo dato nel passato al canale wholesale;
- L'internalizzazione dei brand precedentemente concessi in licenza, assumendosi il rischio connesso allo sviluppo ed alla distribuzione della collezione, ma beneficiando del controllo diretto sul marchio;
- L'espansione all'estero sia in mercati maturi ma profittevoli e talune volte ancora poco esplorati (come gli Stati Uniti), sia in paesi con un'economia in fase di sviluppo (come nel Far East ed in Medio Oriente) sfruttando l'appeal di cui gode il Made in Italy;
- L'affermazione di un nuovo concetto di Total Retail, che spazia dallo sviluppo dei nuovi canali di comunicazione "social", all'allargamento a nuovi canali distributivi, come l'e-commerce<sup>35</sup>.

I fattori appena individuati, sono accomunati dalla volontà delle aziende della moda e del lusso di puntare sulla centralità del marchio accentrando la distribuzione dei prodotti e preferendo il canale di distribuzione diretta che favorisce la comunicazione a livello internazionale di un'immagine unica anche al fine di conquistare con l'appeal del made in Italy mercati emergenti ancora non conquistati dalle griffe di moda nazionali. Risulta evidente che queste strategie basate sull'immagine aziendale, sul

---

<sup>35</sup> Le Quotabili, Panbianco 2014.

marchio e sull'internazionalizzazione abbiano bisogno di una struttura finanziaria solida nonché di un top management e partner industriali in grado di supportare tali scelte da un punto di vista operativo e gestionale. Panbianco sottolinea poi, che anche il ruolo stesso dello stilista-fondatore necessita di essere rivisto in un'ottica più funzionale allo sviluppo del marchio e affiancato da figure manageriali di alto profilo che sappiano implementare scelte strategiche importanti. In questo contesto risulta centrale il ruolo della finanza come sostegno ed acceleratore delle nuove scelte strategiche con l'obiettivo di aumentare la creazione di valore. La finanza, infatti, soprattutto in una realtà industriale come quella nazionale caratterizzata da aziende familiari anche nel settore del lusso, come visto nel capitolo uno, è rimasta per lungo tempo ai margini del settore moda italiano e ciò anche a causa dell'atteggiamento del fondatore, in molti casi anche stilista, che non ha quasi mai visto positivamente l'ingresso nella società di nuovi soci finanziatori.

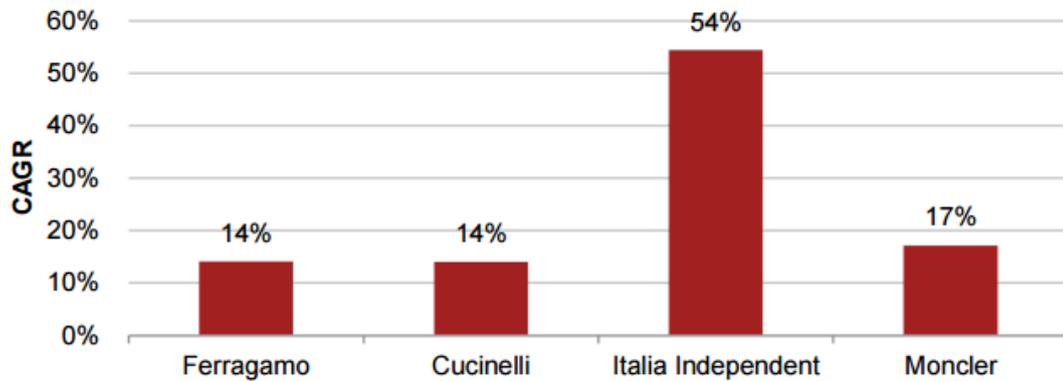
E' proprio negli ultimi anni invece che si assiste ad un'inversione del trend, per cui sono proprio queste società caratterizzate dalla coincidenza della figura dell'imprenditore con quella dello stilista ad aver focalizzato la loro attenzione sugli strumenti di finanza aziendale, inizialmente con l'ingresso nel capitale dei fondi di Private Equity ( tra i più recenti Twin Set, Betty Blue e Versace) e, successivamente attraverso la quotazione in borsa (ad es. Ferragamo, Italia Independent, Cucinelli e Moncler). Per lungo tempo infatti, il carattere familiare delle nostre aziende ha impedito loro di godere dei grandi vantaggi che possono derivare dal mercato finanziario: immediato accesso a capitali freschi, aumento delle visibilità del brand anche in un'ottica di investimento, maggior capacità di realizzare business plan ambiziosi, possibilità di implementare piani di incentivazione a dipendenti e manager, per allineare i loro obiettivi a quelli dell'impresa. La quotazione in borsa consente al management di avere interlocutori privilegiati in un dialogo costante teso alla creazione di valore, garantendo al contempo un buon livello di autonomia nelle strategie di sviluppo. Ed i vincoli di informativa periodica vengono tipicamente letti come uno strumento di confronto con il mercato e con i competitor sempre nell'ottica di sviluppo del business. Chiaramente,

la volatilità dei mercati talvolta può anche esporre ad alcuni vincoli e rischi, che parzialmente controbilanciano tutti i fattori positivi legati all'essere quotati.

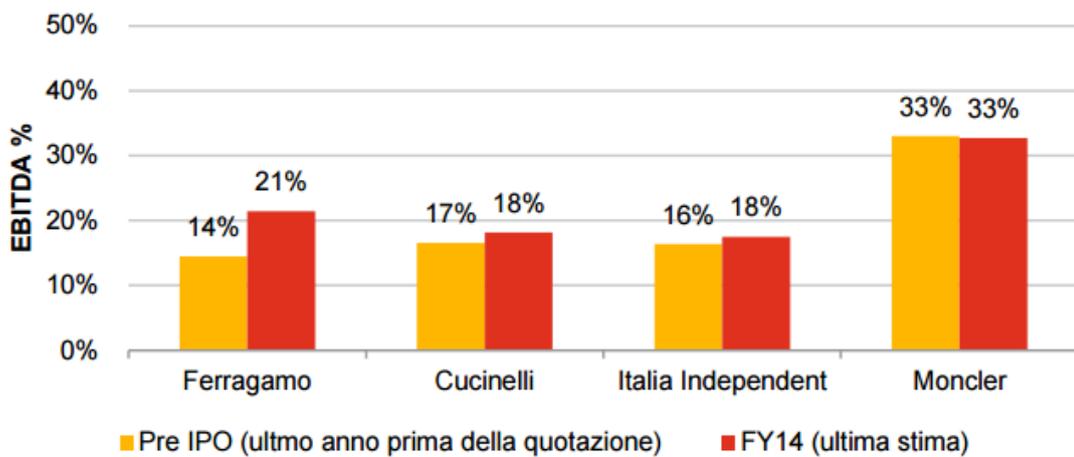
Negli ultimi cinque anni il comparto moda italiano ha assistito alla quotazioni alla borsa di Milano di società molto rilevanti e che dal lancio dell'IPO ha ottenuto risultati eccellenti. Tra le più recenti spiccano Salvatore Ferragamo avvenuta nel giugno del 2011, Brunello Cucinelli ad aprile 2012), Italia Independent nel giugno 2013 e Moncler nel novembre 2013. Si tratta di brand che fanno del Made in Italy un segno indiscusso del proprio successo, che sono giunti all'IPO attraverso percorsi e scelte strategiche differenti. Nel caso di Ferragamo, ad esempio, la quotazione è arrivata dopo oltre 80 anni di storia iniziata dallo stilista/fondatore e proseguita dai suoi figli. Differente è il caso di Cucinelli, società più giovane, fondata a fine anni '70 nata dalla geniale intuizione di Brunello Cucinelli di realizzare maglioni colorati da donna in cashmere. Storia ancora più nuova è quella di Italia Independent, che è quasi una start-up, nata nel 2007 ed operativa in un business di nicchia come quello degli occhiali di alta gamma. Diverso ancora è il caso di Moncler, brand nato in Francia negli anni '50 e rilanciato da Remo Ruffini a partire dal 2003, apprezzando anche il contributo finanziario delle private equity. Benché si tratti di aziende con un DNA fortemente diverso tra loro, queste quattro realtà hanno scelto la strada della quotazione per accedere a quei capitali necessari per il sostegno del marchio e per accelerare il percorso di espansione internazionale.

Il grafico seguente mostra come a seguito dell'IPO le aziende abbiano avuto una crescita positiva pari almeno al +10, mentre nel caso specifico di Italia Independent essa ha raggiunto quota +54%, prova evidente che i mercati finanziari amano le aziende del il Made in Italy, soprattutto quelle operative nel settore di lusso ed hanno fiducia nelle loro potenzialità di crescita.

### Crescita annua media di fatturato post IPO



### EBITDA % pre IPO vs. 2014

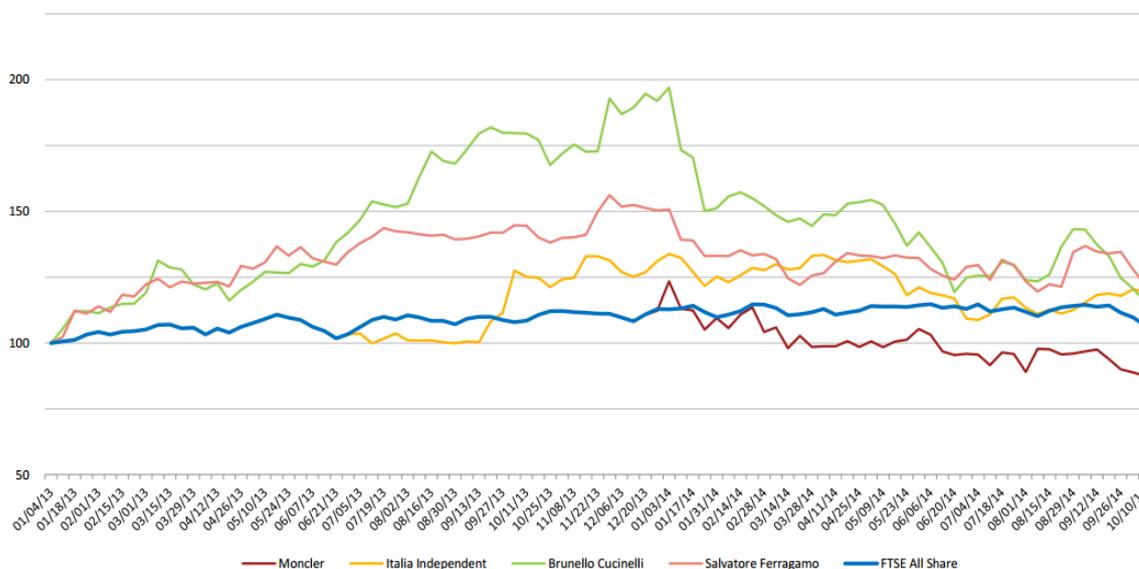


Fonte: Rating 2014 Panbianco

Nel 2013, così come negli anni di piena crisi, agli occhi del mercato finanziario il lusso si presentava come “il settore che non conosce crisi” ed i titoli del comparto erano considerati quasi alla stregua di beni rifugio tenuto conto del fatto che la crisi economica che imperversava in tutti gli stati occidentali non costituiva un freno alla possibilità di spesa dei nuovi ricchi soprattutto cinesi. E' proprio in uno degli anni più

difficili della crisi mondiale che i titoli del lusso italiano hanno raggiunto i valori più alti, mentre nel 2014, in concomitanza del rallentamento della crescita e dei consumi della Cina e dei problemi geopolitici che influenzano la Russia e l'Europa dell'est, le quotazioni si sono ridimensionate, attestandosi a livelli moderati di crescita.

Andamento FTSE All-Share vs. 4 società settore moda quotate



Un risultato importante è dato dal fatto che ad oggi, in Italia, le aziende del lusso quotate risultano poche, non superando le venti unità e ciò lascia spesso spazio ad acquisizioni delle nostre società da parte di gruppi internazionali del lusso, mentre proprio lo studio che abbiamo analizzato individua, ormai da nove anni 50 società che hanno tutti i requisiti per sostenere questo passo molto importante sia per il “salto di qualità” che la società compie sia per le opportunità di sviluppo, di risorse finanziarie e la visibilità dell’azienda che offre.

## 2.2. FASE PRE QUOTAZIONE.

La quotazione in borsa di una società ha inizio con il lancio di una IPO, acronimo dell’espressione anglosassone *Initial Public Offering*, per cui una start-up oppure un’impresa avviata decide di vendere sul mercato azionario titoli di nuova emissione ottenuti a seguito di un aumento di capitale oppure titoli di proprietà di azionisti, di solito di minoranza. Nel primo caso, si ha una offerta pubblica di sottoscrizione (Ops), l’azienda raccoglie in contropartita i capitali freschi che le servono per crescere e che

vengono impiegati in investimenti in macchinari, tecnologie, acquisizioni di altre aziende ricerca e sviluppo. In questo caso, quindi, la società ricorre alla quotazione in Borsa per reperire quei mezzi freschi che i canali classici di finanziamento non possono erogare per via dei rischi dell'operazione e che i suoi soci non possono o non sono disposti a garantire. Le azioni sono propriamente capitale di rischio perché l'azienda non è obbligata a restituire i soldi né a fornire una remunerazione periodica, come avviene nei casi dei prestiti e delle obbligazioni<sup>36</sup>. Nel secondo caso, invece, quando la quotazione prevede la vendita di azioni da parte del socio o dei soci di maggioranza dell'azienda si ha una offerta pubblica di vendita (Opv). In tal caso, l'ingresso in Borsa serve a cedere in tutto o in parte il controllo della società in cambio di capitali che vanno a incrementare la ricchezza dei soci che collocano i titoli<sup>37</sup>.

Nonostante la decisione di quotarsi, sia spesso dettata da una strategia di finanziamento, con conseguente afflusso di nuove risorse, e in via complementare, al canale bancario, essa comporta modificazioni rilevanti anche nell'assetto interno all'azienda in quanto, come vedremo nel prosieguo del capitolo, richiede l'appianamento di eventuali conflitti e dicotomie interne, soprattutto tra gruppo di controllo e management professionali, dall'altro lo sviluppo di una cultura nuova, basata sulla massima trasparenza ed apertura (disclosure) dell'impresa al mercato in generale e al mercato finanziario in particolare. La decisione di quotarsi deve quindi essere interpretata come l'inizio di un processo che coinvolge l'impresa in cambiamenti sostanziali, producendo effetti sia sul sistema proprietario, su quello gestionale ed anche nei rapporti con gli altri stakeholder ed il mondo finanziario. Si costituisce, nel medio-lungo termine, un'impresa "diversa e nuova", coinvolgendo diversi centri di interesse. Soprattutto la Pmi e l'imprenditore, spesso privi di cultura finanziaria e della necessaria conoscenza del mercato dei capitali, devono attentamente valutare i pro e contro del *going public*.

---

<sup>36</sup> Marco Liera, 2005. Le Azioni, Il Sole 24 ore.

<sup>37</sup> Il modello dell'Opv è stato adottato per le grandi privatizzazioni realizzate in Italia e negli altri paesi occidentali negli anni '90, in cui lo Stato o gli enti pubblici hanno ceduto il controllo di importanti società (banca commerciale italiana, Credito Italiano, Ina, Telecom Italia, banca di Roma, Deutsche Telekom, British Telecom), ottenendo capitali che hanno agevolato il riequilibrio dei conti pubblici.

Le valutazioni per arrivare alla decisione di quotarsi, e quindi di dare il via al progetto, si collocano in una fase precedente l'ammissione a quotazione o negoziazione dei titoli, in un tempo variabile fra uno e due anni, acquisita una certa mentalità da parte dei soggetti coinvolti. La decisione di richiedere l'ammissione alla quotazione in borsa presuppone un'approfondita analisi volta a valutare la convenienza strategico-economica, sia l'opportunità finanziaria dell'operazione. Questa fase preliminare, comporta scelte che costituiscono la premessa all'iter di quotazione e che generalmente rientrano nelle seguenti fasi del progetto di quotazione, valido per qualsivoglia mercato finanziario:

1. L'analisi vantaggi/svantaggi della quotazione per l'impresa e i suoi azionisti;
2. La verifica dei requisiti sostanziali, economici e gestionali;
3. La scelta del mercato di quotazione e la verifica dei requisiti formali;
4. Il percorso che porta alla quotazione;
5. I rapporti con il mercato dopo la quotazione.

Il successo dell'operazione di quotazione dipende fortemente dalle decisioni prese e dalla pianificazione della stessa, nonché dalla gestione dei rapporti con il mercato grazie ad una corretta gestione della comunicazione economico finanziaria e in particolare dell'*Investor Relation*, attività che hanno un ruolo decisivo nel costruire un "sano" e trasparente legame con la business community, volto alla massima diffusione del valore creato.

La fase preliminare prende avvio con le decisioni strategiche e finanziarie di cui si è appena detto e sfocia nell'elaborazione del "progetto quotazione". A monte vi deve essere uno studio di fattibilità composto principalmente da due documenti di sintesi: il *business plan* e il piano finanziario a lungo termine (*financing plan*)

Il business plan è un documento che mette in evidenza la *mission* e la *vision* dell'impresa (gli obiettivi), le risorse di cui necessita, il patrimonio non solo monetario di cui dispone e le prospettive di crescita. Questo è il documento in cui in sostanza

vengono decise le strategie industriali e il fabbisogno dell'impresa, nonché è utile e necessario strumento che funge da biglietto di presentazione nei confronti degli investitori istituzionali di prima e del mercato poi. La sua realizzazione impone un'occasione di riflessione all'imprenditore e permette di valutare con chiarezza di intenti un momento cruciale e particolare dell'impresa.

Il fine del piano finanziario a lungo termine è, invece, quello di quantificare i fabbisogni e le disponibilità finanziarie dell'impresa su un orizzonte temporale da 3 a 7 anni, comunemente 5. La definizione del periodo di tempo da considerare dipende da diversi fattori, tra cui l'esistenza di una business idea da sviluppare con un preciso programma di investimento. Dato che la quotazione è di norma collegata ad un percorso di sviluppo dell'impresa, la redazione di un piano è di grande utilità<sup>38</sup>.

Secondo uno studio condotto nel 2000 da The Boston Consulting Group, gli elementi di una quotazione di successo si possono così riassumere<sup>39</sup>:

1. ***Attitudine personale dell'imprenditore alla disclosure, alla trasparenza, alla delega.***

Ciò vuol dire superare i limiti propri dell'impresa familiare chiusa e capire veramente se la quotazione fa bene all'impresa e se l'imprenditore ha una "predisposizione amichevole" al mercato.

2. ***Una motivante e convincente storia di successo dell'impresa.***

La storia aziendale deve essere in grado di generare entusiasmo fuori e dentro l'azienda. Tale definizione presuppone alcuni punti fondamentali:

- Analisi dell'impresa e del mercato
- Valutazione e selezione delle opzioni strategiche di sviluppo e di crescita
- Rappresentazione dell'analisi in un credibile e fattibile business plan

---

<sup>38</sup> Perrini. 2000. La decisione, la gestione e il processo di quotazione delle Pmi. Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa. Egea.

<sup>39</sup> THE BOSTON CONSULTING GROUP. Aprile 2000. What Goliath can learn from David. The hidden role models in value creation and entrepreneurship.

- Una efficace comunicazione
- 3. ***Esistenza di un venture capitalist o comunque di un investitore istituzionale sin dalle prime fasi della vita dell'impresa***, grazie ai notevoli vantaggi in termini di apporto di cultura finanziaria e manageriale oltre che di nuovo capitale.
- 4. ***Un processo di quotazione continuo e compresso, senza vuoti temporali.***
- 5. ***Il supporto e l'assistenza di un team professionale ed integrato di consulenti*** (advisor finanziario, sponsor, società di pubbliche relazioni, società di revisione, ecc...).

In conclusione, il progetto quotazione si sostanzia in un'analisi costi benefici connessi allo status di società quotata, con riguardo alle motivazioni strategiche, alla natura finanziaria dell'operazione ed alle connesse previsioni prospettiche dei risultati.

### 2.3. I REQUISITI SOSTANZIALI DELL'IMPRESA EMITTENTE.

Come evidenziato nel paragrafo precedente, a monte della decisione del going public sta, l'analisi della predisposizione e della reale necessità per l'impresa di quotarsi, valutando vantaggi e svantaggi potenziali, nonché "doveri e oneri" circa il rapporto con il nuovo interlocutore: il mercato. Vantaggi e svantaggi potenziali della quotazione saranno oggetto di approfondita analisi nel capitolo terzo, in cui si evidenzierà l'aspetto strategico della quotazione in Borsa.

Tra i pre-requisiti che deve soddisfare la Pmi quotanda vi sono i c.d. requisiti sostanziali, che devono essere distinti da quelli formali. Questi ultimi rispondono a una logica economico-finanziaria che ricerca un equilibrio fra tutela dell'azionista ed esigenze del mercato finanziario. Sono di facile identificazione e considerati esplicitamente nei regolamenti dei singoli mercati. Essi si sostanziano, quindi, in un insieme di caratteristiche organizzative, finanziarie e gestionali che distinguono un'impresa quotabile con successo. La loro verifica si riferisce in via principale alle

potenzialità dell'impresa quotanda a generare reddito distribuibile, ciò in relazione alle prestazioni prospettiche attese e non all' andamento storico. Tale valutazione si basa sull'attrattività del business aziendale e sulla qualità delle strategie perseguite dall'impresa: la struttura manageriale e organizzativa, il ruolo dell'imprenditore, gli obiettivi e i piani strategici predisposti rappresentano gli elementi principali di giudizio. Pertanto i requisiti sostanziali degli emittenti non si deducono da alcuna norma regolamentare o di legge, come per i formali, ma consistono nell'idoneità complessivamente valutata di una società di accedere alla quotazione in borsa.

Tale verifica deve necessariamente precedere il momento costitutivo dei requisiti formali richiesti per la quotazione in un determinato mercato. Infatti, in presenza dei requisiti sostanziali, la società quotanda può opportunamente promuovere le eventuali modifiche necessarie per soddisfare i requisiti formali.

Per meglio comprendere cosa si intenda per requisiti sostanziali è utile analizzare la posizione economica e organizzativa in cui versa la società italiana di lusso posta al vertice della classifica 2014 delle società quotabili per Panbianco. Si tratta del gruppo Armani, fondato negli anni '70 da Giorgio Armani ed attualmente uno dei brand del luxury italiano più importante al mondo con diverse linee di moda all'attivo: Giorgio Armani Privé, Giorgio Armani, Emporio Armani, Armani Collezioni, AJ Armani Jeans, A/X Armani Exchange, Armani Junior, Armani/Casa. I fattori analizzati dallo studio sono diversi e riguardano sia la situazione economica della società sia anche la sua forza nel mercato.

<b>Fattori - Factors</b>	<b>Peso %</b>
1. CRESCITA % (2013 su 2010) - REVENUE GROWTH (% , 2013 vs 2010)	18
2. EBITDA % MEDIO (2013-2012-2011) - AVERAGE EBITDA (% , 2013-2012-2011)	18
3. NOTORIETÀ DEL MARCHIO - BRAND AWARENESS	16
4. DIMENSIONE - SIZE	13
5. EXPORT	13
6. FORZA DISTRIBUTIVA (negozi diretti) - DISTRIBUTION NETWORK (DIRECTLY OPERATED STORES)	9
7. INDEBITAMENTO - DEBT	8
8. FASCIA DI MERCATO (Lusso, Medio/Alta, Media) - MARKET SEGMENT (Luxury, Medium-High, Medium)	5
<b>Totale</b>	<b>100</b>

Fonte: Rating 2014 Panbianco

A ciascun fattore è stato attribuito un peso, a seconda della sua importanza per valutare la quotabilità e a ciascuna azienda è stato assegnato un punteggio, su ciascun fattore, che va da 1 (minimo) a 10 (massimo). L'assegnazione dei punteggi relativamente ai fattori Notorietà del Marchio, Forza Distributiva e Fascia di Mercato in cui l'azienda opera (lusso, medio/alta, media) è stata effettuata sulla base di valutazioni Panbianco, quella relativa agli altri fattori sulla base dei dati di bilancio. I punteggi ottenuti su ciascun fattore sono stati moltiplicati per il peso di questo, in modo da avere una graduatoria di quotabilità ponderata.

Il Gruppo Armani ha ottenuto uno score dei 81.4, superiore ad ogni altra società per cui attualmente risulta la società del lusso italiana che ha i migliori requisiti sostanziali per accedere al mercato borsistico.

### **GIORGIO ARMANI spa**

€ millions	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Sales	1.804	2.091	2.186
EBITDA	350	416	480
EBITDA %	19,4	19,9	21,9
Net Equity			1.343
Net Financial Position (cash)*			-699

\*A negative value means cash, whereas a positive value means debt.

Al contrario di quanto affermato prima per i requisiti sostanziali, se la società interessata alla quotazione dispone dei requisiti formali, ma non di quelli sostanziali, risulterà difficile procedere in tempi brevi alla loro formazione, poiché essi richiedono modifiche strutturali spesso complesse e di lunga attuazione. Sebbene non sia possibile elencare i requisiti sostanziali in generale in modo completo a causa del fatto che sono fortemente connaturati all'identità propria e specifica di ciascuna impresa, di seguito riportiamo un elenco semplificato dei requisiti più comunemente richiesti.

- *Trend di crescita e concrete prospettive di sviluppo*

Il mercato è generalmente interessato alle imprese che hanno dimostrato nel recente passato un buon ritmo di crescita e che, alla luce del loro posizionamento nel contesto competitivo e delle strategie perseguite, vantano un notevole potenziale in termini di sviluppo dimensionale e di redditività prospettica

- *Capacità di generare liquidità*

La società deve dimostrare la capacità di produrre il reddito e la liquidità che permettano, attraverso la distribuzione di un adeguato dividendo, la remunerazione degli investitori e migliorare, di conseguenza, l'appetibilità del titolo, sia durante la fase di collocamento del titolo che successivamente alla quotazione.

- *Credibilità*

Il processo di quotazione comporta pertanto la necessità di disporre di un sistema di pianificazione e controllo tali da garantire la formulazione di obiettivi di budget e di piano coerenti con le risorse disponibili. La coerenza tra gli obiettivi dichiarati nei budget e i risultati effettivamente realizzati costituisce un test importante per la credibilità dell'impresa.

- *Trasparenza*

La società deve comunicare in modo efficace con l'esterno. Una comunicazione mirata ed esaustiva permette di enfatizzare i punti di forza ed evidenziare il vantaggio competitivo rispetto ad altre aziende operanti nel settore di riferimento. La disponibilità di corrette e tempestive informazioni facilita la valutazione dell'azienda da parte del mercato e contribuisce alla creazione e diffusione del valore dell'impresa stessa. Una corretta comunicazione presuppone quindi una interiorizzata disponibilità al rigoroso rispetto del principio della trasparenza ed un'organizzazione interna del sistema contabile ed informativo finalizzato a questa filosofia ed a questi obiettivi. Una società di revisione contabile può contribuire al miglioramento della comunicazione dei risultati in maniera adeguata tramite l'analisi e la revisione dei bilanci.

- *Maturità manageriale.*

Al momento della scelta di quotarsi in Borsa, occorre vi sia l'intenzione di adottare una struttura manageriale formalizzata attraverso un team dirigenziale motivato, capace ed indipendente. Il management dovrà infatti assumersi le proprie responsabilità anche e soprattutto nei confronti dei più vasti interessi che gravitano attorno ad una società a base azionaria diffusa. Il mercato impone anche che vi sia chiarezza nel rapporto proprietà-impresa, che vengano identificati precisamente ruoli e responsabilità all'interno dell'impresa e che si riesca a conciliare la cultura familiare con un alto livello di professionalità manageriale.

- *Presenza di un leader*

E' importante che prima dell'avvio del processo di quotazione, venga identificata, nell'ambito della struttura aziendale, una persona di riferimento con la massima visibilità sia nella fase di presentazione dell'azienda ai potenziali sottoscrittori dei titoli, che nei successivi incontri con la comunità finanziaria. Solitamente questa figura è ricoperta dal

Presidente o dall'Amministratore Delegato o comunque da una persona con una solida esperienza e conoscenza dell'azienda e un'ottima capacità di coinvolgimento di tutti i dipendenti.<sup>40</sup>

#### 2.4. LA CORPORATE GOVERNANCE.

Il sistema proprietario di un'impresa quotanda deve essere assoggettato a una serie di regole che rientrano nell'alveo della disciplina in materia di corporate governance, in modo da garantire l'efficienza e l'equità del mercato dei capitali e da istaurare un corretto equilibrio tra l'esercizio del potere societario e rispetto del mercato. Il Testo unico della Finanza (TUF), i regolamenti dei mercati ed il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana S.P.A. si inseriscono in tale prospettiva prevedendo tra l'altro regole sull'informativa societaria, le Opa, l'insider trading, la tutela delle minoranze azionarie, il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale.

Nello specifico quando si parla di regole di corporate governance in relazione alle società quotate, ci si riferisce alle regole di tipo organizzativo interne alla società, rivolte in particolare a disciplinare la gestione dell'impresa e i controlli su di essa a tutela degli azionisti di minoranza e degli altri investitori.

Le regole organizzative delle società aperte al mercato finanziario, di norma si aggiungono a, o sostituiscono, quelle del diritto comune delle società per azioni, elevando il livello di imperatività del diritto societario applicabile<sup>41</sup>. Come fa notare il professor Mosco nel suo intervento nel gennaio del 2007 presso la facoltà di giurisprudenza della Luiss, la riforma organica delle società di capitali realizzata dal d.lgs. 6/2003 non ha apportato modifiche allo specifico statuto organizzativo delle società quotate tale da renderlo meno duttile e capace di adeguarsi alle necessità delle società, ha però ampliato fortemente il ruolo dell'autonomia privata nelle normali

---

<sup>40</sup> Lista requisiti tratta da "Guida alla Quotazione", Aifi, 2001.

<sup>41</sup> Gian Domenico Mosco. 2007. Le Regole di Governance per le quotate: una risorsa o un peso? Imprese e investitori, crescita, tutele, interessi. Roma.

società per azioni. In questo modo è aumentata fortemente la distanza tra gli statuti della s.p.a di base e quella quotata.

La legge sul risparmio, al contrario, ha inciso quasi esclusivamente sulle società aperte, con l'intento di prevedere una disciplina imperativa più stringente. Si è venuto a creare in questo modo uno scalino normativo tra la S.p.a chiusa e quella aperta che è stato accentuato dal fallimento dello scalino intermedio occupato dalle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante introdotto dal legislatore proprio per aumentare la tutela degli azionisti di minoranza delle società che, pur senza quotarsi, si aprono al mercato dei capitali e per ridurre correlativamente il salto di disciplina che queste ultime dovrebbero affrontare per quotarsi. Primo aspetto di tale scalino normativo, espressione tanto cara a Mosco, attiene alla differenza nella disciplina dei requisiti e modalità di nomina degli amministratori e del collegio sindacale.

Gli amministratori delle quotate, con riferimento per ora al solo sistema tradizionale, devono possedere gli stessi requisiti di onorabilità dei componenti degli organi di controllo ex art 147-quinquies TUF, ed inoltre almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci. Il numero minimo degli indipendenti si raddoppia nei consigli con più di sette componenti, i più diffusi tra gli emittenti.

L'intervento iniziale prevedeva per forza di legge, senza possibilità di deroga statutaria, il voto segreto per le elezioni delle cariche sociali, eliminato poi su forte richiesta della voce imprenditoriale italiana, con il decreto 303/2006. Attualmente quindi, l'elezione dei membri del consigli di amministrazione avviene con scrutinio pubblico ed a seguito dell'intervento della legge 26/2005 si prevede che la nomina di un componente del CdA avvenga da parte degli azionisti di minoranza.

Secondo quanto previsto dall'art 147, comma 1, T.u.f "i componenti del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di liste di candidati"<sup>42</sup>...Almeno uno dei

---

<sup>42</sup> Si tratta del criterio del *voto di lista*, sistema comunemente adottato quando si voglia consentire la possibilità che uno o più membri di un organismo collettivo siano eletti dalla minoranza. I metodi di votazione per ottenere questo scopo sono vari: si può prevedere un progressivo e scalare abbattimento dei voti riscossi dalle liste o dalla lista di maggioranza in rapporto al numero di membri da eleggere, in modo che oltre un certo numero i voti riscossi da altre liste risultino superiori a quelli riscossi dalla lista di maggioranza. Si può poi, prevedere che uno o più membri siano comunque estratti dalla o dalle liste

componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in nessun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti”<sup>43</sup> (art. 147-ter, comma 2, T.u.f.). La presenza di consiglieri indipendenti, per quanto imposta dalla legge resta peraltro, anche dopo il decreto correttivo, una presenza minima, che di rado può soddisfare il requisito della “adeguatezza” del numero di indipendenti che per il Codice di autodisciplina, indipendenti che per il codice devono sempre costituire almeno la maggioranza dei Comitati interni.

Va sottolineato come, la riserva alla minoranza, non solo riguarda la quota minima, uno dei posti in consiglio di amministrazione, quota che pertanto risulta ben lontana, in genere, dall’essere proporzionale o comunque correlata all’effettivo peso della minoranza, dando eventualmente spazio a più minoranze. Ma, soprattutto, che la presenza di un consigliere di minoranza non è scontata. Infatti, per il nuovo art.147-ter, comma 1, t.u.f. lo statuto determina la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste in misura non superiore a un quarantesimo del capitale sociale. Il correttivo ha peraltro aggiunto la disposizione secondo cui “lo statuto può prevedere che, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito un percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse”. Di conseguenza, oltre all’ipotesi di minoranze del tutto disinteressate e passive che non presentino alcuna lista, può esservi il caso che non vi sia neanche una sola lista di minoranza ammessa alla votazione, nell’ipotesi in cui nessuna delle liste presentate abbia superato la soglia di sbarramento indicata per la presentazione della stessa. Salva diversa disposizione statutaria in termini più favorevoli, la soglia prevista dalla normativa di default è quella del 2,5% del capitale: abbastanza cospicua se si pensa che per le società privatizzate la

---

risultate minoritarie. Quest’ultimo è il metodo che garantisce in ogni caso la partecipazione all’organismo collettivo di membri espressi dalla minoranza.

<sup>43</sup> In cosa consista questo “collegamento” e come possa essere accertato non è detto: si vuole evidentemente evitare la presentazione di liste di comodo da parte di soci affiancatori della maggioranza, donde il riferimento al possibile collegamento indiretto. La norma non dispone circa le modalità di contestazione dell’esistenza del collegamento, prima e, eventualmente, dopo la votazione (in questo caso, la circostanza potrà essere motivo di impugnazione della deliberazione).

soglia legale è dell' 1% e che coloro che partecipano a una quotata con più del 2% sono considerati detentori di una partecipazione rilevante, con gli obblighi e le previsioni posti dagli art. 120 ss. T.u.f.

In definitiva, conclude nella sua ricostruzione Mosco, non è detto, che vi sia sempre almeno un amministratore di minoranza. Certo queste disposizioni hanno l'effetto positivo di selezionare minoranze qualificate, costituite soprattutto da investitori istituzionali, e di spingerle a unirsi e a concordare candidati comuni e perciò presumibilmente indipendenti anche dall'uno e dall'altro.

Nel 2011, con la Legge numero 120, è stato inserito nell'art. 147 un nuovo comma 1-ter e negli articoli 147-ter e 148 un nuovo comma 1-bis col fine di aggiungere, alla previsione a tutela delle minoranze appena analizzate, quello della "parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate". Anche se il termine non vi compare mai, la parità in questione è riferita al sesso dei candidati, nell'ottica di favorire, imponendola, la partecipazione femminile agli organi sociali. Stando a quanto affermato dal T.u.f. infatti bisogna riservare al genere meno rappresentato, una quota pari almeno a un quinto degli amministratori e dei sindaci eletti<sup>44</sup>.

Un'altra fondamentale differenza nelle regole di governance delle quotate rispetto alle S.p.a. che rende più grande lo scoglio normativo, avendo riguardo al sistema tradizionale, attiene alla composizione e ai poteri del collegio sindacale che hanno subito forti modifiche a seguito della riforma del risparmio. Almeno un sindaco effettivo è eletto dalla minoranza, con voto di lista e secondo modalità stabilite dalla Consob per evitare che gli statuti ne intralcino, come accaduto in passato, l'elezione. La nomina del sindaco di minoranza, a tutela degli interessi anche della minoranza, è eletto da quest'ultima e ricopre la carica di presidente del collegio sindacale stesso. Tale carica ha assunto nel tempo, sulla base di prassi consolidate poteri di riguardo, più di quanto risulti dalla lettura della normativa specifica e che risultano essenziali per l'esplicarsi delle ordinarie funzioni del collegio. Quanto ai poteri, i sindaci hanno il potere

---

<sup>44</sup> F. Ferrara, F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*. 2011.

individuale di chiedere direttamente, anziché attraverso gli amministratori della propria società, informazioni sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari agli organi di amministrazione e controllo delle società controllate.

Di grande rilievo è anche la scelta legislativa di rendere individuali i poteri di convocazione del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, mentre per la convocazione dell'assemblea è necessaria l'iniziativa congiunta di almeno due sindaci (art. 151, commi 1 e 2). Ai sindaci, spetta poi, il potere di avvantaggiarsi della collaborazione di dipendenti della società per l'espletamento delle proprie funzioni mentre spetta al collegio sindacale inteso come organo collegiale, la presentazione della proposta motivata rispetto la nomina, revoca e compenso della società di revisione.

Le disposizioni dettate per il sistema tradizionale d'amministrazione e controllo sono state in buona parte rese applicabili pure ai modelli dualistico e monistico anche se non mancano differenze significative. Con riferimento al modello dualistico si nota come il consiglio di sorveglianza, dopo gli ultimi interventi normativi debba avere un consigliere nominato dalla minoranza, e tutti i componenti in possesso dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci, attraverso il richiamo, nell'ambito dell'art. 148 T.u.f., del comma 4-bis al comma 3. Diversamente, dai componenti del consiglio di sorveglianza delle società non quotate, quelli degli emittenti non possono essere nemmeno il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, nonché gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano o di quelle sottoposte a comune controllo, né coloro che sono legati alla società, o alle società da questa controllate, alle società che la controllano o a quelle sottoposte a comune controllo, da rapporti di natura professionale o patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza.

Con riguardo, invece, al consiglio di gestione, la legge sul risparmio ha escluso l'inserimento di un amministratore di minoranza, mentre deve essere presente un solo

consigliere indipendente, ed esclusivamente nel caso di un consiglio composto da più di quattro membri. Nel sistema dualistico il presidente del consiglio di sorveglianza non deve essere il consigliere eletto dalla minoranza, diversamente dal presidente del collegio sindacale. Ciò probabilmente, non solo considerato che tutti i suoi componenti devono essere indipendenti, ma soprattutto per via dei poteri para assembleari e di alta amministrazione attribuiti dalla legge oppure dallo statuto all'organo, in ragione dei quali non si è voluto imporre la presidenza dell'unico consigliere che, per quanto indipendente, risulta eletto dalla minoranza.

Per quanto attiene al sistema monistico poi, si applica come già visto per gli altri sistemi, il voto di lista, per cui almeno un terzo dei componenti debbono essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dal comma 1 dell'art. 2399 e con l'aggiunta che il componente espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 148, commi 3 e 4.

Bisogna segnalare due ultimi profili di specificità delle società quotate che attengono ai documenti e alla revisione contabile. La legge sul risparmio è intervenuta in materia di responsabilità amministrativa degli enti, sui controlli di gestione grazie all'inserimento nell'art. 154 bis della nuova figura nella struttura finanziaria del dirigente preposto alla redazione del bilancio e degli altri documenti contabili. La legge a tutela del risparmio attribuisce al dirigente preposto di individuare adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio, nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario e della loro idoneità a favorire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente e dell'insieme delle imprese incluse nel consolidato. La legge in oggetto è intervenuta poi anche sul controllo contabile che per le società quotate deve essere eseguito da una società di revisione visto il divieto introdotto di affidarlo ad un revisore persona fisica. Questa scelta normativa è stata dettata dalla volontà del legislatore di porre un presidio maggiore a tutela dei soci, considerato che il principio del controllo esterno delle scritture contabili è affermato in tutti gli ordinamenti evoluti come misura adeguata per tutelare gli investitori.

La legge sul risparmio ha sotto più profili incrementato le regole di indipendenza applicabili alla società di revisione, sia vietando lo svolgimento di servizi estranei alla revisione, sia includendo nel divieto l'intera rete della società. Ha inoltre incrementato la sorveglianza pubblica sulla società di revisione ed è intervenuta con un certo equilibrio anche con riguardo al problema della sua scelta e revoca, con la nuova funzione propositiva dell'organo di controllo e i più estesi poteri della Consob sull'idoneità organizzativa della società di revisione e sugli interventi d'ufficio in caso di inerzia assembleare.

Su tutte le società quotate gravano poi, sulla base delle ultime riforme normative, stringenti obblighi informativi per cui deve mettere a disposizione del pubblico una serie di informazioni relative alla vita della società, che sarà tanto più efficace quanto più sarà resa con correttezza e trasparenza. In relazione ai contenuti dell'informazione, occorre distinguere tra: comunicazioni di informazioni privilegiate; comunicazioni periodiche (di dati contabili); comunicazioni a carattere episodico legate ad operazioni di carattere straordinario; comunicazioni di altre notizie, quali ricerche e analisi, valutazioni del merito di credito; comunicazioni relative all'acquisto di strumenti finanziari dell'Emittente da parte di amministratori e manager della stessa (internal dealing).

## 2.5. LA SCELTA DEL MERCATO IN CUI QUOTARSI E I REQUISITI FORMALI.

Svolta l'analisi costi/benefici della quotazione per impresa ed azionisti e la necessaria "presa di coscienza" in termini di governance nonché valutata positivamente la necessità di apertura del capitale con accesso diretto al finanziamento public, l'impresa si trova di fronte alla scelta del mercato di quotazione e all'avvio di tutto il processo di avvicinamento al listino.

Dopo aver maturato la decisione favorevole del going public, una scelta cruciale per il prosieguo del procedimento di quotazione è quella che attiene all'individuazione del mercato in cui quotarsi, scelta non scontata considerato che l'azienda potrà decidere di rivolgersi al mercato in cui opera ed ha la sede oppure, sulla base di plurime

valutazioni strategiche, che verranno di seguito vagliate, ad uno o più mercati esteri. Sulla base dell'orientamento generale che si registra a fronte delle quotazioni in borsa a livello internazionale, nonostante il processo di integrazione delle normative anche a livello europeo, le aziende tendono a preferire la quotazione nei mercati dei loro paesi di origine.

In aperta contrapposizione con questa tendenza si pone il caso della quotazione del gruppo del lusso italiano Prada avvenuta dopo altri quattro tentativi falliti, nel 2011. La scelta molto importante effettuata dalla società è stata di abbandonare il paese di origine e soprattutto la città natale Milano, per affidare la negoziazione delle sue azioni alla piazza di Hong Kong. La forte presenza di stabilimenti del gruppo Prada in Cina, oltre il 20 % della produzione avviene qui, e la potenziale crescita del mercato cinese hanno spinto Miuccia Prada ed il marito a prediligere la piazza straniera a quella italiana.

La quotazione su mercati esteri presenta, sempre e comunque, maggiore complessità. Diversi sono infatti, le problematiche che la società quotanda deve fronteggiare tra cui in primo luogo si riscontra l'incertezza che può discendere dalla necessità di rispettare i canoni di una securities law e di una regolamentazione di borsa diversa da quella del proprio Paese, che di norma risulta poco conosciuta e non sempre coordinata e compatibile con il diritto societario domestico che ne disciplina l'attività sociale.

La stessa società quotanda deve farsi carico dell'onere di prendere gli accordi con gli organi di borsa locali ed autorità amministrative straniere, il che implica doversi adattare a un diverso e, in genere, meno interpretabile modus operandi della vigilanza, con conseguente amplificato rischio di una non corretta aderenza alle norme e alle prassi vigenti. Si possono riscontrare poi scostamenti e divergenze tra i principi contabili che devono essere rispettati nella redazione di bilanci annuali e relazioni periodiche, trimestrali e semestrali, secondo gli obblighi di disclosure applicati dalla borsa estera e quelli imposti, invece, dalla normativa domestica. Per fornire una soluzione a questa che si può considerare una vera e propria barriera alla quotazione nei mercati esteri, o tentare almeno di limitarne l'impatto, i Paesi dell'Unione Europea

hanno concordato di convergere su un nuovo set di principi contabili uniformi a livello internazionale detti International Financial Reporting Standard (IFRS) a partire dal 2005.

Accade talune volte poi, che aziende medio-grandi decidano di optare per il dual listing, ovvero quotarsi sia sul mercato domestico sia su uno o più mercati esteri, in tal ultimo caso si avrà un'ipotesi di multiple listing. Di tale opzione si avvalgono, in genere, società di grandi dimensioni, con interessi e presenza in più Paesi, come strategia per arginare il rischio di flowback, fenomeno più o meno fisiologico del mercato borsistico per cui le transazioni tendono a concentrarsi su un unico polo di liquidità, in genere quello costituito dal mercato domestico.

Quando la quotazione è dettata da motivi di ordine finanziario, la società sarà maggiormente propensa a scegliere di quotarsi nel mercato del paese di origine in quanto sarà più semplice attrarre investitori interessati ad inserire nel loro portafogli titoli di aziende nazionali e essi risultano già a conoscenza delle caratteristiche della società quotanda. Ciò vale per gli investitori professionali, ma soprattutto per quelli al dettaglio, poco propensi a operare cross border a causa dei più alti costi di negoziazione e di custodia titoli in cui si incorre. Le infrastrutture di clearing e settlement, infatti, sono ancora organizzate su base nazionale e sono poco comunicanti tra loro. Per acquisti cross border, gli investitori sono così obbligati a ricorrere a servizi di custody e subcustody offerti da una catena di intermediari, il che, non solo comporta un costo non indifferente, ma rende difficoltoso l'esercizio dei diritti patrimoniali e amministrativi incorporati nel titolo. La stessa Unione Europea ha individuato in questo problema uno dei principali ostacoli all'effettiva integrazione dei mercati azionari, attivando, nell'ambito del Financial Services Action Plan, una importante linea di azione volta a rendere più efficiente il sistema di compensazione e regolamento degli scambi cross border.

Se la ragione che spinge una società a quotarsi non è di carattere finanziario ma strategico come nel caso dell'affermazione internazionale del marchio, internazionalizzazione e sviluppo dell'attività di ricerca l'emittente, può scegliere di

lanciare l'IPO nel mercato, anche estero in cui intende procedere all'affermazione o rafforzamento dell'immagine del brand, incrementare la produzione oppure i punti vendita in caso di mercati particolarmente profittevoli. Questa ipotesi trova, come già evidenziato, dimostrazione nella scelta di Prada di quotarsi nel mercato di Hong Kong strategia che al tempo rappresentava il modo migliore per conquistare il mercato orientale nonché i suoi investitori finanziari. Il rapporto di causalità che si è visto esistere tra il rationale strategico della quotazione e del mercato in cui decidere di quotarsi, può avere anche corso inverso. In tal caso, se il brand dell'azienda quotanda è più affermato all'estero che nel proprio Paese, l'emittente può preferire un *foreign listing* nella speranza che la notorietà del marchio presso i consumatori aiuti ad assicurare il successo del collocamento dei titoli presso gli investitori.

## 2.6. I SOGGETTI DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE.

Come è stato già più volte evidenziato, la quotazione è un processo molto complesso, per la copiosità delle scelte da intraprendere, la ristrettezza dei tempi di realizzazione e i vincoli stringenti dettati dalla normativa. Essa esige, dunque, un background di conoscenze, esperienze e competenze che spesso le aziende non possiedono al loro interno. Da qui nasce l'esigenza di ricorrere al supporto coordinato di una serie di operatori specializzati<sup>45</sup>:

- global coordinator;
- sponsor;
- financial advisor;
- investor relator;
- listing partner;
- società di revisione;

---

<sup>45</sup> Camozzi, Bonisconi, Il processo di quotazione: profili giuridici, fiscali, ed organizzativi.

- consulenti legali e fiscali;
- società di comunicazione;

Il **global coordinator**, ha il compito di assistere la società quotanda nel processo di offerta dei suoi titoli sul mercato borsistico e si può trattare di un istituto bancario, una società di intermediazione mobiliare oppure di altro intermediario finanziario. Nello specifico il global coordinator si occupa di costituire e coordinare il consorzio di collocamento e fornisce attività di consulenza alla società su ogni aspetto del processo di quotazione e non di rado riveste anche il ruolo di advisor della società.

Lo **sponsor**, banca o intermediario finanziario, con il compito di fornire assistenza alla società quotanda sia nelle fasi di ammissione alla procedura sia anche nel periodo successivo all'ammissione alla negoziazione dei titoli.

Il **financial advisor**, interfaccia della società nei confronti degli altri attori con l'obiettivo di tutelare gli interessi della società e degli azionisti nell'intero progetto di quotazione. A tal riguardo, può accadere che esso si trovi in contrapposizione al Global Coordinator –Sponsor per la fissazione del valore di quotazione, mirando, quest'ultimo alla determinazione di un prezzo non rispondente al valore massimo riconoscibile alla società. Ciò è dovuto al fatto che un prezzo lontano da quello massimo rende semplice l'attività di collocamento del global Coordinator-sponsor, il quale, in ultima analisi non è che il garante della società verso il mercato.

Lo **specialist**, intermediario cui è affidato il compito di sostenere la liquidità del titolo e migliorare l'informativa al mercato; a tal fine egli deve esporre con continuità proposte di acquisto e vendita per un determinato quantitativo giornaliero ed impegnarsi nella redazione di studi sull'Emittente.

L' **investor relator** è il soggetto incaricato della gestione dei rapporti con investitori e intermediari e può essere un soggetto interno o esterno alla società.

La **società di revisione** è responsabile della certificazione dei bilanci della società al fine del collocamento degli strumenti finanziari dell'Emittente, per il rilascio delle comfort letters relativamente al prospetto informativo e per le relazioni sul bilancio d'esercizio.

I **consulenti legali e fiscali** hanno la funzione di assistere la società quotanda, i soci e gli intermediari nel corso dello svolgimento del processo di quotazione, curandone i profili legali, fiscali e di contrattualistica. I consulenti dell'Emittente, in particolare, si occupano di fornire assistenza nell'ambito dell'attività di due diligence legale e fiscale svolta sulla società preliminarmente all'accesso alla quotazione ed in generale nell'ambito delle problematiche legali e fiscali connesse all'operazione, di predisporre e redigere il prospetto informativo e la documentazione necessaria per la richiesta di ammissione e l'offerta, di fornire assistenza nei rapporti con Consob e Borsa Italiana. Accanto ai consulenti della società quotanda si affiancano i consulenti del global coordinator, dello sponsor e del listing partner, che si occupano dello svolgimento della due diligence legale e fiscale sulla società e di assistere l'intermediario in ogni problematica legale e fiscale e nei rapporti con Borsa Italiana e Consob.

La **società di comunicazione** è affidato il compito di occuparsi delle comunicazioni asiano esse obbligatorie che facoltative nella fase antecedente la quotazione, e di organizzare la presentazione ed il road show. L'attività di coordinamento della comunicazione e pubblicazioni di informazioni prosegue anche nella fase successiva alla quotazione con la cura e la gestione del flusso di informazioni con la comunità finanziaria e con gli investitori<sup>46</sup>

Tutti i soggetti appena analizzati rappresentano le controparti coinvolte nella preparazione dell'Offerta della società quotanda ed al loro fianco troviamo i soggetti cui spetta il compito di valutare l'offerta stessa, la possibilità di realizzare un investimento redditizio e le parti, invece, istituzionali pubbliche preposte al controllo del corretto funzionamento del mercato.

Tra i soggetti cui si rivolge l'offerta e che hanno il compito di valutarla troviamo in primo luogo gli investitori che rappresentano una pluralità di soggetti ed interessi

---

<sup>46</sup> Ognuno dei soggetti indicati svolge compiti precisi che vengono stabiliti ed esplicitati in fase di pianificazione, nel contesto della calendarizzazione dell'offerta. La selezione può avvenire direttamente oppure attraverso un processo più formale in cui si richiede ai candidati di esprimere le loro opinioni sul progetto, sui suoi meriti, sui punti di criticità e sul percorso necessario al raggiungimento degli obiettivi prestabiliti dalla Società Quotanda. Tutto ciò viene normalmente raccolto in documenti noti come request for proposal (RFP).

difficilmente uniformabili e che nel panorama italiano di investitori in capitale di rischio troviamo: banche e divisioni di banche, fondi mobiliari chiusi, finanziarie di partecipazione di emanazione privata o industriale, operatori pubblici. L'individuazione degli investitori che si intende coinvolgere nell'operazione di quotazione e cui essa deve essere indirizzata esercita una rilevanza imprescindibile poiché determina le modalità in cui l'offerta deve essere strutturata. Nell'ipotesi infatti di offerta rivolta ad investitori meno sofisticati come quelli Retail, si richiede da parte della società un grado di analiticità della documentazione informativa maggiore al fine di permettere loro di avere tutte le notizie occorrenti per procedere ad un'adeguata valutazione dell'offerta.

In particolare, la disciplina della quotazione prevede una pluralità di documenti e di informative che la società, con l'aiuto dei consulenti deve redigere e rendere pubblici prima del lancio dell'IPO al fine di permettere la comprensione dell'opportunità di investimento. Da un punto di vista pratico, è necessario preparare dei pacchetti informativi per gli investitori all'interno dei quali includere informazioni standard che facilitino la comprensione dell'opportunità di investimento tra si hanno:

1. Business model;
2. Obiettivi strategici e percorso per raggiungere tali obiettivi
3. Fattori di rischio;
4. Posizionamento competitivo della società;
5. Track record del management e meccanismi di incentivazione e di ritenzione;
6. Situazione patrimoniale, economica e finanziaria.

Altra controparte rilevante nell'Offerte pubblica è l'analista finanziario che svolge una funzione cardine poiché la sua credibilità e reputazione possono influenzare l'opinione che i fondi di investimento più importanti possono maturare dell'operazione. Nonostante questi sia una figura che partecipa accanto alla banca di investimento alla formazione dell'offerta, può essere analizzato individualmente come terzo soggetto

indipendente con il compito di studiare, capire e descrivere analiticamente in uno specifico documento il contesto competitivo in cui opera e la situazione patrimoniale.

Le controparti istituzionali, preposte al controllo del corretto funzionamento del mercato borsistico sono:

- Consob
- Borsa Italiana
- Monte Titoli
- Specialista.

## 2.7. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Come più volte accennato il procedimento di quotazione si presenta come un percorso tortuoso ed impegnativo per l'azienda, sia in termini di impegno che in termini di costi su cui possono incidere una serie di variabili endogene come nel caso della dimensione aziendale, struttura e caratteristiche dell'emittente, ed altre esogene come il settore di operatività e la capacità dei soggetti di cui la società si avvale nonché il gradimento che l'offerta pubblica può ottenere dagli investitori. Ciò nonostante si possono individuare idealmente tre fasi principali, di seguito riportate:

- Fase 1: Fase preliminare
- Fase 2: Due diligence e predisposizione dei documenti di offerta
- Fase 3: Fase esecutiva



Nonostante risulti abbastanza arduo individuare una durata precisa di ciascuna fase, ciò risulta ancora più difficile per la fase preliminare dato che la tempistica risulta fortemente influenzata dalle caratteristiche che contraddistinguono la situazione di partenza dell'impresa. Diverso è il caso delle altre due fasi che, come risulta dal grafico precedente indicativamente hanno una durata pari a circa 4/6 mesi.

### 2.7.1. Fase preliminare

La pianificazione assume un ruolo fondamentale in una IPO, in quanto permette di evidenziare le fasi principali del processo insieme con i compiti e le responsabilità che vengono attribuite ai gruppi di lavoro. La pianificazione, può essere gestita, a seconda del grado di complessità che ha l'operazione, o direttamente da management o come accade spesso, da un Ipo Advisor, che supporta e segue la società in tutte le fasi del processo in particolare, nella preparazione del piano industriale a supporto durante la *due diligence*<sup>47</sup>. In questa fase la società deve acquisire consapevolezza e comprensione dei meccanismi che caratterizzano il progetto.

Passaggio iniziale di questa fase è la delibera del Consiglio di Amministrazione avente ad oggetto la decisione di aprire la società al mercato borsistico con il lancio di un'offerta pubblica di vendita o sottoscrizione e l'individuazione dei consulenti cui

<sup>47</sup> IPSOA, IPO per le Pmi Italiane.

rivolgersi nella realizzazione del processo di quotazione sulla base sei suggerimenti offerti dal management.

Dopo che il consiglio si sia espresso a favore dell'apertura della società, si provvede alla convocazione dell'Assemblea Ordinaria oppure di quella straordinaria nel caso di offerta pubblica di sottoscrizione per cui è necessario realizzare un aumento di capitale. L'organo collegiale si occupa di effettuare il processo di selezione, in gergo definito pitch, dei soggetti a cui affidarsi per portare a termine l'iter procedurale.

In questo frangente, gli azionisti, qualora lo ritengano necessario in ipotesi di operazioni articolate o di grandi dimensioni, hanno la facoltà di procedere alla nomina di un Advisor finanziario che possa fornire loro assistenza nella scelta della banca giusta per ricoprire il ruolo di Global coordinator a cui affidare l'organizzazione del collocamento presso gli investitori. Come evidenziato prima della descrizione analitica dei soggetti che coadiuvano la società nel percorso di quotazione, qualora l'advisor finanziario venga nominato, è una parte indipendente che deve agire nell'esclusivo interesse degli azionisti e della società quotanda.

Le caratteristiche che deve possedere un advisor sono diverse da quelle tipiche di un global coordinator. L'advisor non necessita di placing power, né di particolare solidità finanziaria tanto che il ruolo di advisor può essere ricoperto da piccole strutture, le cosiddette boutique finanziarie, altamente professionali e con consolidati rapporti con gli intermediari che agiscono da global coordinator.

Passaggio centrale è l'individuazione del Global coordinator, come si è potuto intuire, e nel caso non coincidano dello sponsor. A tal fine, l'emittente, di concerto con l'advisor finanziario, può cercare di sollecitare l'interesse a curare l'operazione di più intermediari finanziari e procedere alla selezione della migliore proposta sulla base delle offerte pervenute, questa modalità di scelta dei partner nel processo di quotazione prende il nome di beauty contest.

Camozzi e Bossinoni<sup>48</sup> nel procedere all'analisi dei requisiti che l'emittente insieme con l'advisor valutano per giungere alla nomina del global coordinator, individuano come più rilevanti i seguenti:

1. il track record dell'intermediario nelle operazioni di mercato primario;
2. la sua reputation nella comunità finanziaria;
3. il suo placing power, ossia la sua capacità di collocare, direttamente o tramite altri intermediari, le azioni presso il pubblico degli investitori che si intende raggiungere;
4. la specializzazione dell'intermediario, in particolare la qualità della ricerca del suo equity research department, nell'elaborare analisi nell'industry in cui è attiva la società quotanda;
5. lo spessore professionale del team che verrà dedicato all'operazione;
6. la solidità finanziaria complessiva dell'intermediario, dal momento che esso potrebbe essere chiamato a sottoscrivere una quota consistente dell'offerta qualora l'emittente avesse ottenuto garanzia del collocamento e la stessa scatti in presenza di invenduto;
7. la stima preliminare del valore della società quotanda a cui l'intermediario ritiene di essere in grado di completare con successo il collocamento.

Individuato il Global Coordinator migliore gli viene conferito mandato con una engagement letter con cui si impegna a svolgere con diligenza le operazioni di sua competenza nel procedimento di quotazione ma poiché si tratta di un'obbligazione di mezzo, e non di risultato non si impegna a collocare le azioni, né tanto meno a collocarle a un determinato prezzo. Il global coordinator assume un duplice rischio accettando il mandato. In primo luogo, assume la responsabilità tipica del mandatario, sempre più intesa come responsabilità professionale specifica; qualora la quotazione non abbia luogo per cause imputabili al global coordinator, questi può essere chiamato a rispondere in sede di risarcimento del danno. In secondo luogo, il global coordinator

---

<sup>48</sup> Camozzi, Bossinoni. 2006. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: PROFILI GIURIDICI, FISCALI ED ORGANIZZATIVI. Milano.

assume un rischio reputazionale; se la quotazione non interviene, la sua credibilità come organizzatore di sindacati di collocamento ne risulta danneggiata.

#### 2.7.2. Due Diligence e predisposizione dei documenti di offerta

Per due diligence si intende l'attività di analisi ed investigazione necessaria all'acquisizione delle informazioni strumentali ad una comprensione dettagliata delle dinamiche societarie e alla preparazione della documentazione necessaria all'Offerta.

Le aree sulle quali la due diligence si focalizza sono tre:

- 1) Core business/management: si analizza l'attività caratteristica dell'azienda, il modello di business, i mercati cui essa si rivolge, il contesto competitivo nonché i rischi connessi all'attività. Riguardo al management, l'attività di due diligence si rivolge al suo livello qualitativo, alla sua esperienza, all'organizzazione ed i meccanismi che legano il suo comportamento e performance ai risultati d'azienda.
- 2) Finanziaria, si rivolge all'analisi storica dei risultati e ai bilanci d'esercizio e consolidati, al sistema di controllo di gestione e di reporting, all'attività dei revisori, alle condizioni che determinano la continuità aziendale con un'attenzione particolare al capitale circolante e ad altre informazioni finanziarie che verranno poi incluse nel documento di offerta.
- 3) Legale, rivolta a tutti gli aspetti di natura legale che caratterizzano e normano la vita societaria, dalla contrattualistica che regola l'attività con i fornitori e clienti a tutti gli aspetti legali che caratterizzano la vita interna della società ed includono la correttezza amministrativa delle decisioni prese dagli organi di governo.

Obiettivo della due diligence è quello di analizzare le dinamiche economiche finanziarie, legali e manageriali di una Società Quotanda al fine di meglio rappresentarle nei confronti della comunità di investitori che basano le proprie

decisioni di investimento su una serie di informazioni verificate da controparti istituzionali e da professionisti indipendenti.

Il tempo dedicato alla fase di due diligence è funzionale alla preparazione del documento di Offerta e dal punto di vista procedurale si può articolare come segue:

- Redazione della *due diligence check list*, redatta dalle controparti al fine di evidenziare tutte le informazioni che la società deve raccogliere per permettere la corretta valutazione dell'assetto aziendale;
- Preparazione di una *data room*, reale o virtuale, dove vengono raccolti tutti i documenti rilevanti e necessari al completamento dell'indagine;
- Redazione di appositi memoranda che fotografano lo status quo della società quotanda e permettono di individuare punti deboli che necessitano di miglioramenti.

La fase di due diligence può iniziare con il kick off meeting anche se esso è utilizzato nella gran parte delle volte per creare il gruppo di lavoro e presentare il progetto di quotazione e si conclude con la redazione del documento di offerta<sup>49</sup>. Questo, noto spesso come Prospetto informativo costituisce il documento ufficiale di sollecitazione del pubblico risparmio ed risulta disciplinato dall' 94 del TUF secondo cui: "Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto...ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob".

Il prospetto informativo è volto a rendere noto al pubblico ed agli investitori in modo veritiero e corretto la situazione economica, finanziaria, patrimoniale e competitiva della società, le strategie che intende porre in essere a seguito della quotazione nonché gli obiettivi che si prefigge di raggiungere con la stessa. Al contempo il documento rappresenta una presa di responsabilità alla luce del dettato normativo dell'art. 94, comma 8 e seguenti per cui secondo cui l'emittente, offerente o eventuale

---

<sup>49</sup> La preparazione dell'Offerta. IPOA- IPO per le PMI Italiane.

garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non rappresentassero omissioni tali da alterarne il senso. Responsabilità gravano anche sull'intermediario responsabile del collocamento in caso di informazioni false o di omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole, a meno che non provi di aver adottato la diligenza che si impone anche all'emittente. Il comma 10 invece, del medesimo articolo afferma che nessuno può essere chiamato a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi possa risultare fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto. Esistono delle esenzioni alla redazione del prospetto che si applicano nel caso in cui un'IPO venga rivolta ad un numero ridotto di investitori qualificati, inferiori a cento, in tale ipotesi si procede a predisporre un documento che prende il nome di Offering Circular che non deve essere approvato dalla Consob. Il primo passo per giungere ad un prospetto informativo, consiste nel valutare necessità/opportunità di produrre uno o più documenti d'Offerta, decidere se sia necessario redigerlo in più lingue in base agli investitori cui si rivolge e quale formato applicare in base alla Prospectus Directive emanata dalla Comunità Europea per armonizzare documentazione e metodologie tra gli stati membri. Di norma, per le offerte internazionali due sono le versioni che si utilizzano:

1. Il documento di Offerta per il mercato domestico, prospetto informativo;
2. Una International Offering Circular per il mercato internazionale.

La prassi più diffusa per giungere alla versione definitiva di tali documenti così importanti per il processo di quotazione, prevede che i consulenti legali della società preparino una bozza del documento basandosi sugli ultimi bilanci annuali e sulle informazioni contenute in presentazioni, operazioni sui mercati dei capitali che sono

stati organizzati dalla Società , nonché annunci ufficiali e comunicati stampa vari. Ottenuta la bozza iniziale, vengono organizzate diverse drafting sessions, incontri in cui i vari responsabili del progetto commentano quanto contenuto nella bozza, ed esprimono la loro opinione su come migliorarla.

In sostanza esso contiene, in forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie agli investitori per ottenere una visione chiara della situazione patrimoniale e finanziaria nel suo complesso, dei risultati economici e delle prospettive di crescita. Viene inoltre descritta la sua posizione rispetto alla concorrenza, il proprio management, gli obiettivi e le strategie. Altre caratteristiche che vengono analizzate sono: la forza lavoro, i fornitori, i clienti, i creditori e tutti i contratti in modo da garantire agli investitori che i rapporti finanziari siano accurati ed adeguati. Vi sono, poi, delle sezioni dedicate alle informazioni riguardanti la sollecitazione e gli strumenti finanziari oggetto di quest'ultima e all'analisi delle parti correlate e alle operazioni che la società pone in essere con esse. La versione definitiva del prospetto informativo viene depositata presso la Consob che dovrà rilasciare il nulla osta alla sua pubblicazione.

## 2.8. FASE DI IPO.

Terminata la fase iniziale del procedimento di quotazione appena analizzata e destinata all'attività preparatoria, ha inizio la seconda fase del procedimento, quella esecutiva che consiste nella predisposizione della documentazione necessaria che si affianca alla domanda di ammissione da presentare a Borsa Italiana e Consob e nella relativa istruttoria, nella pubblicizzazione dell'iniziativa al fine di suscitare l'interesse degli investitori nei confronti del titolo e di spingerli a fare proposte sul prezzo di acquisto, ed infine dell'attività di determinazione del prezzo definitivo in sede di bookbuilding, del collocamento dei titoli e dell'avvio delle negoziazioni.

In questa fase quindi, la società da un lato si interfaccia con la Consob per la procedura e gli adempimenti relativi alla sollecitazione degli investitori all'acquisto dei titoli della

società e dall'altro dialoga con l'ente Borsa Italiana davanti al quale deve presentare la domanda di ammissione alla quotazione e cui spetta il compito di verificare la sussistenza di tutti i requisiti e la regolarità della procedura, come previsto dalla normativa di riferimento. La domanda di ammissione deve essere sottoscritta dal legale rappresentante dell'Emittente o dal soggetto munito dei necessari poteri, redatta in duplice copia secondo l'apposito modello riportato nelle Istruzioni al Regolamento di Borsa, deve essere inoltrata a Borsa Italiana dall'Emittente, previa delibera dell'organo competente accompagnata dalla documentazione prevista negli allegati specifici<sup>50</sup>. In un'unica domanda l'Emittente deve precisare tutti gli strumenti finanziari che sono oggetto della medesima emissione ed allo stesso tempo deve precisare se è stata presentata domanda di ammissione alle negoziazioni in un mercato straniero e se si intende procedervi entro i dodici mesi successivi.

#### 2.8.1 Istruttoria di Borsa Italiana S.p.A.

Entro due mesi dalla presentazione degli allegati alla domanda completi, Borsa Italiana si esprime sull'ammissione o il rigetto della richiesta con contestuale comunicazione alla Consob, in questa sede indica anche il comparto in cui il titolo sarà oggetto di negoziazioni, e nei casi previsti, il quantitativo minimo di flottante per essere ammessi alla quotazione. Nel caso in cui la società quotanda non provveda a comunicare le informazioni e le integrazioni richieste, per una volta solamente, Borsa Italiana può interrompere con una comunicazione il decorso dei due mesi che continua a decorrere dal momento in cui la società comunica quanto richiesto.

Se l'Emittente viene ammessa alla quotazione in Borsa, entro cinque giorni dall'ammissione alle negoziazioni la Consob può intervenire impedendo che venga data esecuzione alla quotazione in borsa qualora dalle informazioni e dai documenti in suo possesso risulti che le finalità dell'operazione non siano conformi al dettato dell'art. 74, comma 1 del TUF che impone trasparenza, tutela l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela gli investitori. Se lo ritiene necessario, la Consob può

---

<sup>50</sup> Cfr. Titolo IA.1A.1 delle Istruzioni al Regolamento di Borsa: "Documentazione da allegare alla domanda di ammissione alle negoziazioni nel mercato Expandi".

richiedere a Borsa Italiana le informazioni necessarie al fine di valutare se occorra l'esercizio del suo diritto di veto.

Il provvedimento di ammissione ha efficacia sei mesi dalla sua concessione entro cui la società quotanda deve provvedere, pena di decadenza a presentare il prospetto di quotazione presso la Consob. Dopo la presentazione del prospetto, la definizione della data di inizio delle negoziazioni e del comparto del mercato in cui esse avranno luogo, una volta che tali informazioni vengano rese pubbliche con Avviso di Borsa Italiana e comunicate a due agenzie di stampa, l'ammissione alla negoziazione si deve ritenere completata. L'Emittente si impegna a comunicare tempestivamente alla società di regolazione del mercato ogni fatto nuovo che possa intervenire tra l'ammissione alle negoziazioni e l'inizio delle stesse, che possa incidere in modo sensibile sulla valutazione che gli intermediari finanziari hanno degli strumenti finanziari; nel caso vi siano cambiamenti della situazione tali da mettere in pericolo la tutela dei consumatori, Borsa Italiana può procedere alla revoca dell'ammissione.

#### 2.8.2. Il procedimento innanzi alla Consob. Il prospetto di quotazione

Ai sensi dell'art.113 del TUF, l'Emittente, prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato, deve pubblicare un prospetto di quotazione in conformità a quanto stabilito dall'art. 94 del TUF. A tal fine, l'Emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato deve presentare alla Consob, la domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto che deve contenere, in forma facilmente analizzabile e comprensibile tutte le informazioni che a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto deve poi contenere una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta. A tali informazioni, previste dal TUF, qualora la Consob lo ritenga necessario, l'Emittente deve includere informazioni supplementari secondo le indicazioni che le vengono date.

Il prospetto di quotazione è redatto in conformità alle previsioni del Regolamento n. 809/2004/CE ed agli schemi al medesimo allegati, recepiti da Consob con delibera del 29 Novembre 2005. In virtù del principio del “passaporto unico” sono state eliminate le procedure per ottenere il riconoscimento dei prospetti, consistenti nella richiesta di un avallo regolamentare del medesimo, e pertanto il prospetto, dovunque emesso nell’Unione Europea, può circolare anche in altri Paesi membri secondo il principio del mutuo riconoscimento automatico.

L’Emittente o l’offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nell’ultimo caso le informazioni richieste sono suddivise in documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti.

L’istruttoria di Consob sul prospetto si svolge entro venti giorni lavorativi dalla data in cui Borsa Italiana comunica l’ammissione della società alla quotazione. Il termine di venti giorni si riferisce all’ipotesi in cui la società che chiede l’ammissione alla quotazione non abbia altri strumenti finanziari già quotati o comunque diffusi tra il pubblico. Il termine di 20 giorni si riduce invece a dieci nel caso in cui l’Emittente abbia altri strumenti finanziari già quotati o diffusi, o abbia già effettuato offerte al pubblico. Qualora Consob ritenga necessario acquisire documenti o informazioni supplementari, ne farà richiesta nei termini sopra visti; l’Emittente avrà trenta giorni di tempo per consegnare quanto richiesto e i termini per l’istruttoria decorreranno dal momento della consegna della documentazione supplementare.

La pubblicazione del prospetto avviene prima della data fissata per l’ammissione a quotazione. Qualora non sia stato possibile inserire nel prospetto tutti i dati, particolarmente quelli relativi al prezzo e alla quantità di strumenti oggetto di offerta, è possibile pubblicare avvisi integrativi. Ai sensi dell’art. 56 del Regolamento Emittenti, prima dell’inizio delle negoziazioni o, nel caso di un’offerta al pubblico di azioni che devono essere ammesse alla negoziazione, sei giorni lavorativi prima della chiusura dell’offerta, il prospetto è reso pubblico mediante deposito presso Consob

dell'originale e di una copia riprodotta su supporto informatico, nonché messo a disposizione del pubblico alternativamente:

- mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione;
- in forma stampata e gratuitamente, nella sede del mercato in cui gli strumenti finanziari sono ammessi a negoziazione o nella sede legale dell'Emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento, compresi i soggetti che operano per conto di questi ultimi;
- in forma elettronica nel sito web dell'Emittente e nel sito degli intermediari che provvedono al collocamento degli strumenti finanziari, compresi gli organismi incaricati del servizio finanziario;
- in forma elettronica nel sito web del mercato regolamentato in cui è richiesta l'ammissione alla negoziazione.

Il prospetto ha una validità di dodici mesi, a partire dalla data della sua pubblicazione. La validità presuppone peraltro che il prospetto venga integrato tempestivamente ogni qual volta intervengano fatti nuovi o si accerti l'esistenza di errori materiali o inesattezze che possano influire sulla valutazione dello strumento finanziario oggetto di quotazione e che si verifichi o sia riscontrato tra il momento in cui è autorizzata la pubblicazione del prospetto e la data di inizio delle negoziazioni. In tali casi si provvede alla redazione di un supplemento al prospetto, soggetto anch'esso all'autorizzazione di Consob (da rilasciarsi entro sette giorni lavorativi). Il supplemento è pubblicato utilizzando almeno le stesse modalità adottate per il prospetto. Copia del supplemento pubblicato è trasmesso a Consob unitamente ad una sua riproduzione su supporto informatico. E' previsto inoltre che, decorsi i primi dodici mesi, l'Emittente pubblichi un documento di aggiornamento delle informazioni e dei dati pubblicati nei dodici mesi precedenti; tale documento va depositato in Consob successivamente alla pubblicazione del bilancio di esercizio ed ha cadenza annua. L'art. 57 del Regolamento disciplina i casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto. Con la domanda di

autorizzazione alla<sup>51</sup> pubblicazione del prospetto di quotazione, ex art. 94, comma 1 TUF l'Emittente può comunicare alla Consob che intende realizzare una sollecitazione relativa agli strumenti finanziari oggetto della domanda, per cui in questa ipotesi tale prospetto vale come prospetto informativo per la sollecitazione.

## 2.9. IL COLLOCAMENTO DEI TITOLI SUL MERCATO.

Esaurita la fase istruttoria e ottenuta l'ammissione della società a quotazione da parte di Borsa Italiana e l'autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo da parte di Consob, il processo di quotazione entra nella fase centrale del collocamento dei titoli sul mercato borsistico che facendo leva su un' incisiva campagna di marketing mirata agli investitori ha lo scopo di sondare l'interesse del mercato per il titolo e conduce alla determinazione del prezzo di collocamento.

Tale fase si articola in una serie di passaggi cruciali che possono essere riassunti come segue:

- Formazione del consorzio di collocamento;
- Pre-marketing e road show;
- Bookbuilding e fissazione del prezzo;
- Assegnazione dei titoli/Sollecitazione all'investimento;
- Stabilizzazione del titolo.

Il primo passaggio di questa fase è la costituzione da parte del Global coordinator del consorzio di collocamento, organo che assume grande rilevanza per via dei compiti che gli sono attribuiti, questo infatti, deve raccogliere le dichiarazioni di interesse sui titoli dimostrate da parte degli investitori e dopo aver concluso la fase di raccolta ordini provvede all'allocazione degli strumenti finanziari. I consorzi di collocamento, secondo la ricostruzione effettuata da Camozzi e Bonisconi nell'opera più volte citata, possono avere caratteristiche diverse tanto che si distinguono in:

---

<sup>51</sup>Camozzi, Bonisconi. 2006. IL PROCESSO DI QUOTAZIONE: PROFILI GIURIDICI, FISCALI ED ORGANIZZATIVI, pag, 31-33. Milano.

- il sindacato di collocamento (facilita il collocamento senza assumere impegni precisi e percepisce una commissione di sportello);
- il consorzio di collocamento e garanzia (funge da garante del collocamento, eventualmente accollandosi pro quota i titoli non collocati presso il pubblico degli investitori);
- il consorzio di assunzione a fermo (sottoscrive direttamente l'emissione prima ancora di procedere al collocamento e incassa la differenza (spread) tra prezzo di sottoscrizione e prezzo di offerta al pubblico).

Con la strutturazione del Consorzio l'Emittente vuole fare in modo che, grazie alla attività di marketing che questo svolge e alla rete distributiva creata, si possa generare la maggiore quantità di domanda disponibile, che si crei una tensione di prezzo al fine di massimizzarlo, assicurare che ci sia un sano livello di competizione tra i membri del Consorzio tale da incentivare i partecipanti ad operare nel migliore dei modi, minimizzare lo sforzo di coordinamento selezionando controparti il cui valore aggiunto sia tangibile complementare.

#### 2.9.1. Il pre-marketing e il road show

Uno dei compiti principali del global coordinator, come appena analizzato è quello di collocare la parte di titoli riservata agli investitori istituzionali, che generalmente costituisce una percentuale maggiore rispetto a quella destinata al pubblico e contribuisce in modo significativo alla determinazione del prezzo di collocamento. Per raggiungere questo obiettivo, si procede ad una iniziale attività di pre-marketing, nella quale il global coordinator istituisce contatti con investitori istituzionali e trasmette loro una presentazione dell'operazione chiedendo di manifestare il loro interesse verso il titolo ed indicare i quantitativi di azioni che sarebbero disposti ad acquistare ed i prezzi che sarebbero disposti a pagare. Questa attività preliminare conduce all'identificazione di una banda (range) di prezzo, che è il risultato della situazione del mercato, dei successi ottenuti della presentazione dell'operazione, delle valutazioni indipendenti che altri istituti di ricerca rendono del progetto di quotazione e dei suoi potenziali di successo.

Ad esito di questi contatti il global coordinator, insieme alla società e agli azionisti della stessa, è in grado di determinare con maggiore precisione il range di prezzo per il collocamento e il prezzo massimo. Questa forbice di prezzo è influenzata da altri fattori, quali i recenti risultati operativi ed economici dell'Emittente, le sue prospettive di sviluppo futuro a seguito della quotazione, le aspettative che gli azionisti nutrono per la società, i giochi di forza realizzati dai vari organismi che prendono parte al processo. Sotto quest'ultimo aspetto preme evidenziare come da un lato il global coordinator ed i manager tenderanno di tenere basso il prezzo di vendita dei titoli, nel primo caso per rendere maggiore l'adesione al consorzio di collocamento, nel secondo per accrescere la convenienza dell'offerta la presenza di altre emissioni nello stesso periodo.

La fase successiva alla determinazione della forbice di prezzo di vendita, è quella del "road-show", la presentazione vera e propria della società agli investitori istituzionali, agli esperti e alla stampa di settore nell'ambito di incontri sia privati che pubblici che prevedono anche il coinvolgimento del management della società.

#### 2.9.2. Il bookbuilding e la fissazione del prezzo

A seguito del road-show, il global coordinator raccoglie gli ordini e le manifestazioni di interesse all'acquisto e, sulla base di questi elementi, può giungere ad una determinazione ancora più precisa del prezzo di collocamento del titolo, che sarà applicato anche all'offerta al pubblico.

Riassumendo, la determinazione del prezzo di collocamento è il risultato di quattro fasi distinte:

- una fase di pre-marketing per sondare l'interesse sul titolo da parte di investitori istituzionali e giungere alla determinazione della "forbice" di prezzo iniziale proposta dal CDA sulla base della valutazione della società secondo i metodi finanziari e dei multipli di mercato;

- la fase di road show, consistente nella presentazione della società agli investitori, al fine di conoscere l'interesse per il titolo, il quantitativo da acquistare e il prezzo che gli investitori sarebbero disposti a pagare;
- la fase di raccolta degli ordini presso gli incaricati del collocamento (bookbuilding) che restringe ulteriormente la banda di prezzo sulla base delle aspettative dei soggetti interessati;
- la fissazione del prezzo di collocamento in base alle risultanze del bookbuilding.

Si procede ad assegnare i titoli agli investitori che hanno aderito al consorzio di collocamento, secondo i criteri di ripartizione predeterminati all'atto della costituzione del consorzio. Nel caso sia prevista la sollecitazione al pubblico, i membri del consorzio procedono poi all'offerta, che sarà di vendita (OPV) in caso siano offerti titoli già precedentemente emessi, o di sottoscrizione (OPS), nel caso siano offerti titoli di nuova emissione. La durata dell'offerta al pubblico è, generalmente, compresa tra un minimo di due e un massimo di quattro giorni. Alla chiusura della stessa si effettua il pagamento e la consegna dei titoli, tramite il deposito presso Monte Titoli. L'offerta al pubblico, in quanto sollecitazione all'investimento, deve essere condotta nel rispetto delle norme previste dal TUF e relativi regolamenti di attuazione, che prevedono la consegna al pubblico del prospetto informativo il cui contenuto sia stato preventivamente approvato da Consob; pertanto il prospetto di quotazione dovrà contenere anche gli elementi richiesti da Consob ai fini della sollecitazione, in particolare i dati relativi al prezzo e alle modalità di determinazione dello stesso. Nei cinque giorni successivi alla conclusione del periodo di adesione, il responsabile del collocamento pubblica i risultati della stessa, con le stesse modalità utilizzate per il prospetto. Copia del relativo avviso è trasmessa a Consob e Borsa Italiana. Il consuntivo dei risultati dell'offerta viene comunicato dall'Emittente (o dallo sponsor) entro il giorno di borsa aperta successivo alla data fissata per la chiusura della stessa.

## 2.10. INIZIO NEGOZIAZIONI E STABILIZZAZIONE

Il procedimento di quotazione si conclude con l'inizio delle negoziazioni ufficiali nel comparto o segmento prescelto. L'inizio delle negoziazioni rileva anche ai fini della determinazione del prezzo di mercato. Nei 30 giorni successivi a quello di inizio delle negoziazioni ufficiali (periodo di stabilizzazione del titolo), il consorzio di collocamento può intervenire sul mercato a sostegno del titolo. L'attività di stabilizzazione è esentata dall'applicazione delle disposizioni in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato, a condizioni che sia data comunicazione al pubblico di talune informazioni sulla medesima.

Nello svolgimento delle attività sopra descritte, che hanno un peso rilevante nel buon successo del collocamento del titolo e nella determinazione del prezzo, è necessario garantire il rispetto, da parte dei soggetti coinvolti, di regole di correttezza. In particolare, l'Emittente e i collocatori, nonché i soggetti controllanti o collegati, devono attenersi a principi di "correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari della sollecitazione" astenendosi dalla diffusione di notizie "non coerenti con il prospetto informativo o idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni". Per permettere l'attività di pre-marketing, antecedente il collocamento dei titoli, l'Emittente e i responsabili del collocamento possono diffondere notizie, svolgere indagini di mercato e raccogliere intenzioni di acquisto, a condizione che rispettino talune regole fissate nel Regolamento Emittenti emanato da Consob; in particolare le informazioni fornite devono riguardare fatti già resi pubblici in ottemperanza alle norme vigenti, la documentazione fornita deve essere trasmessa in copia a Consob, deve farsi riferimento alla successiva pubblicazione del prospetto e ai luoghi ove lo stesso sarà reperibile, deve essere precisato che le intenzioni di acquisto non costituiscono proposte di acquisto. Inoltre, ogni annuncio pubblicitario diffuso nel contesto della quotazione deve essere redatto in modo da essere "chiaramente riconoscibile in quanto tale"; inoltre non deve indurre in errore sulle caratteristiche, la natura e i rischi degli strumenti oggetto di offerta e il relativo investimento. Gli annunci pubblicitari contengono l'avvertenza "Prima dell'adesione leggere il prospetto informativo" e deve indicare i luoghi e le modalità con cui è possibile ottenere o

consultare il prospetto. Dal momento dell'invio della domanda di ammissione a quotazione, la società è tenuta al rispetto delle norme del TUF in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato. A tale riguardo, nonostante non sia espressamente previsto dalla legge che una società per la quale sia stata presentata domanda di ammissione a quotazione debba istituire il registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate, Consob ne raccomanda comunque la predisposizione fin dalla data di formulazione della domanda di ammissione, tenuto conto della rilevante importanza che detto registro può avere ai fini di una gestione regolare dell'informazione. Infine, gli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni c.d. "privilegiate" previsti dall'art. 114 del TUF si applicano anche alle società per le quali sia stata presentata domanda di ammissione a quotazione<sup>52</sup>.

---

<sup>52</sup> Camozzi, Bonisconi. 2007. Il processo di quotazione. Profili giuridici, fiscali ed organizzativi.

### CAPITOLO 3: LA QUOTAZIONE IN BORSA NELL'OTTICA STRATEGICA.

#### 3.1. QUOTAZIONE IN BORSA COME ALTERNATIVA ALLA VENDITA

Nel panorama internazionale del lusso, le dinamiche della finanza hanno condotto ad una forte contrapposizione tra i giganti gruppi del lusso quali LVMH, Richemont, Kering e aziende family business, secondo la ricostruzione che di esse è stata fatta nei capitoli precedenti, soprattutto italiane che cercano di difendere la loro identità di artigianato storico ed indipendenza.

La contrapposizione maggiore si riscontra nelle opposte politiche di management poste in essere da pool di manager dei grandi gruppi. Questi, infatti, rimangono alla guida della società per pochi anni, massimo cinque e sono spinti a quelle decisioni che possano comportare loro i guadagni massimi nel breve periodo e, quando quotate, ad avvantaggiarsi dei piani di stock option, senza curarsi degli obiettivi del lungo periodo. I family business del lusso invece, presentano una storia molto radicata nel tessuto territoriale ed artigianale in cui si sono sviluppati e sono mossi da un lato, dalla necessità di adottare strategie di crescita del business anche a livello internazionale per non soccombere ed essere oggetto di acquisto dai grandi gruppi stranieri, dall'altro dalla volontà di valorizzare il territorio, l'artigianalità e supportano lo sviluppo dell'economia locale, affidando parte consistente della produzione delle loro collezioni al sapere manuale tipico del made in Italy.

Negli ultimi anni assume rilievo la possibilità che le aziende di lusso italiane ancora a gestione familiare hanno: la quotazione in Borsa. Oggi, infatti, i family business italiani si trovano dinanzi all'amletico dilemma di cedere dinanzi alle leggi della finanza internazionale, cedendo ingenti quote del proprio capitale (e ovviamente stralciando il management che in qualche caso ha decretato il successo del brand) o restare un'impresa "family" rinunciando a tutti quei vantaggi che l'appartenenza a un gruppo internazionale può significare.

Che si fa? Dagli anni '90 Altagamma ha indicato ai suoi soci una terza strada per sfruttare i significativi vantaggi di una quotazione in termini finanziari e strategici ma allo stesso tempo senza perdere l'essenza e i vantaggi di essere un'impresa familiare: quotare una minoranza del capitale.

Pioniere di questa strategia è stato il board di Tod's, il cui IPO interessò solo il 30% delle azioni che ne componevano il capitale. Successivamente il brand Bulgari adotterà la strategia di collocare il 48% del capitale nell'OPVS (nel marzo 2011 LVMH acquistò il 51% del capitale).

Nel presente capitolo ci si interrogherà sulle ragioni che spingono una società del lusso a quotarsi in borsa, tentando di analizzare tutte le ragioni di una tale decisione, superando l'approccio tradizionale della quotazione come strategia di finanziamento. L'interrogativo che muove dagli studi delle quotazioni in borsa è connesso alle ragioni che portano un'impresa a ritardare o addirittura ad escludere l'ipotesi di una quotazione nel mercato italiano. L'individuazione e l'analisi di tali motivazioni offrono poi importanti elementi di valutazione sulle potenzialità di sviluppo sostenibile e competitivo delle realtà aziendali, soprattutto di quelle di minori dimensioni del nostro territorio.

### 3.2. ANALISI DESCRITTIVA E CAUSALE DELLA QUOTAZIONE IN BORSA

Nell'affrontare gli studi della quotazione in borsa Leardini individua due livelli di analisi, tra loro molto diversi ma complementari: un'analisi descrittiva e un'analisi causale<sup>53</sup>. Secondo la sua ricostruzione che si intende condividere nel presente capitolo, mentre la prima analisi fa riferimento agli studi giuridici in materia di mercati immobiliari intesi come sistema di regole in cui le imprese operano, la seconda ricomprende tutti quegli studi che approfondiscono il rapporto tra la quotazione e il processo decisionale delle aziende. Gli studi giuridici infatti, si concentrano sull'insieme di norme speciali alle quali è affidato il funzionamento del mercato mobiliare perseguendo obiettivi di

---

<sup>53</sup> Chiara Leardini. L'economia della quotazione in borsa. Profili economico-aziendali. 2003.

trasparenza, stabilità e correttezza e il comportamento degli operatori emittenti all'interno dello stesso. Come visto nel capitolo precedente, è proprio nel sistema delle norme speciali del Testo Unico della Finanza, nei regolamenti deliberati dalla Consob sul funzionamento del mercato di borsa, del mercato ristretto e del Nuovo mercato e in materia di emittenti, che gli studiosi ricercano le ragioni di un limitato interesse delle imprese per il mercato mobiliare<sup>54</sup>.

Fermandosi ad un'analisi descrittiva del going public, secondo questa ricostruzione, il legislatore ha deciso incentivare il ricorso al mercato borsistico da parte delle società italiane attraverso plurime riforme dei testi normativi e regolamentari che nel capitolo secondo sono state approfonditamente analizzate. A tal fine si riporta il riordino del TUF per la sezione attinente alla disciplina dei mercati mobiliari, i regolamenti emanati dalla Borsa Italiana S.p.A. e approvati dalla Consob, ma anche gli interventi sugli obblighi informativi in capo agli emittenti, sul principio di indipendenza e autonomia degli intermediari che operano sul mercato e i continui aggiustamenti apportati dalla Borsa Italiana ai Regolamenti sui mercati da essa organizzati e gestiti.

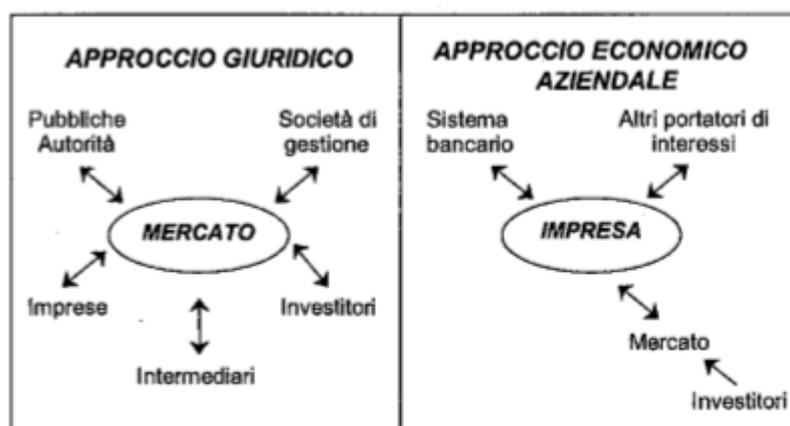
L'analisi giuridica descrittiva, ampiamente trattata nel capitolo due del nostro lavoro, risulta molto limitata per studiare approfonditamente le problematiche connesse all'operazione di quotazione, pertanto in questo capitolo ci soffermeremo sull'analisi delle ragioni economico aziendali che spingono un'impresa a quotarsi, individuando i vantaggi e gli svantaggi che da una tale decisione possono derivare. L'analisi causale si sovrappone per certi profili alla descrizione del mercato e degli operatori con particolare attenzione allo al rapporto causa effetto che lega il mercato all'impresa ove il primo è un ambiente esterno dell'azienda, che influenza ed è influenzato dalle decisioni assunte dal soggetto economico della stessa. Nell'analisi causale, quindi, il mercato mobiliare e le connesse problematiche di efficienza nelle negoziazioni degli strumenti finanziari, prosegue l'autrice, vengono così poste in secondo piano rispetto

---

<sup>54</sup> Osserva Costi a questo proposito come " A questa costante emarginazione del mercato mobiliare ha corrisposto una sostanziale insufficienza della relativa disciplina ed anzi è ragionevole immaginare che una, anche se non la più importante, delle cause che hanno ostacolato uno sviluppo adeguato del primo sia proprio costituita dalle insufficienze del relativo ordinamento; insufficienze che hanno impedito il formarsi delle condizioni di trasparenza, di correttezza e di stabilità, che sono necessarie per lo sviluppo di un mercato mobiliare", Costi R. , *Il Mercato Mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2000, pag. 18.

all'operatore impresa per cui la scelta di quotarsi rappresenta il risultato di un processo decisionale complesso dove il soggetto economico ha valutato di risolvere accadimenti eccezionali di tipo economico- finanziario, gestionale ed organizzativo attraverso lo strumento della quotazione in borsa delle proprie azioni piuttosto che attraverso altre operazioni a carattere straordinario<sup>55</sup>.

Nella seguente figura, viene proposta la rappresentazione grafica dei due approcci: mentre quello giuridico descrive il fenomeno del going public così come si presenta, nella sua staticità, quello economico aziendale guarda alla dimensione dinamica individuando le relazioni dell'impresa con il mercato mobiliare come risultato dell'esercizio del potere decisionale da parte del soggetto economico, lasciando al mercato il ruolo di contesto ambientale attraverso la quale l'impresa interagisce con gli investitori.



**Figura 1. 1-** *L'approccio giuridico e l'approccio economico aziendale*

Rileva poi sottolineare la forte relazione di complementarietà che lega i due livelli di analisi. Se infatti l'analisi descrittiva è propedeutica all'analisi delle scelte assunte dall'impresa quotanda in quanto consente agli studiosi di approfondire regole e condizionamenti derivanti da una parte dell'ambiente in cui l'impresa si trova ad operare, l'analisi causale è indispensabile alla prima per capire le esigenze degli operatori che si affacciano sul mercato mobiliare, individuare soluzioni e tradurle in

<sup>55</sup> Perrini, 1999. Creare valore per gli azionisti attraverso la quotazione in Borsa. Alcune evidenze empiriche, in *La valutazione dell'azienda*, Finanza e valore, Milano.

previsioni normativo-regolamentari. L'analisi descrittiva del fenomeno della quotazione è sempre condizionata in modo rilevante dal fattore economico sempre connesso alle disposizioni giuridiche.

L'indagine economico aziendale, specifica Leardini, prende le mosse quindi dal quadro giuridico del fenomeno tracciato nelle sue linee essenziali per ricercare ed individuare poi le cause che determinano la scelta del soggetto economico per la quotazione. A tale livello di analisi si pongono, in particolare gli studi di finanza aziendale, *strategic management* e di economia dell'organizzazione. Tali studi si distinguono per aver isolato principalmente un unico fattore che fonda la scelta della società di aprirsi al mercato finanziario, rispettivamente:

- il fabbisogno finanziario,
- l'ipotesi che l'operazione di quotazione debba essere correlata ad una strategia di crescita dell'impresa,
- l'ipotesi che la scelta della quotazione risponda all'esigenza di ridurre le asimmetrie informative.

Il passaggio da un approccio di tipo descrittivo, focalizzato sulla definizione del quadro normativo che regola il mercato mobiliare, ad un approccio economico aziendale di matrice causale, avviene attraverso due concetti logici importanti. Il primo concetto che permette il cambiamento dell'ottica di analisi è quello di azienda che ritroviamo a fondamento di entrambi gli approcci. Il codice civile definisce l'azienda come un complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa (art 2555)<sup>56</sup>. In questo contesto azienda ed impresa sono due concetti giuridici distinti, legati da una rapporto di mezzo a fine dove l'impresa (art. 2082) è un'attività mentre l'azienda è l'apparato strumentale di cui l'imprenditore si avvale per svolgere la propria attività. Nonostante sulla natura giuridica dell'azienda gli studiosi di diritto si distinguano in coloro che sostengono una visione atomistica<sup>57</sup> da coloro che

---

<sup>56</sup> Cfr. Rescigno, 1994. Codice civile, seconda edizione, pag. 2720 e seg. Giuffrè, Milano.

<sup>57</sup> Secondo la visione atomistica l'azienda è una semplice pluralità di beni, singolarmente considerati, tra loro funzionalmente collegati e sui quali l'imprenditore può vantare diritti diversi. Si veda CAMPOBASSO

sostengono una visione unitaria<sup>58</sup>, l'azienda viene sempre considerata come un insieme di beni.

Gli studi economico aziendali individuano l'azienda come un insieme di operazioni economiche coordinate basate sulla dimensione unitaria della gestione nel tempo e nello spazio in contrasto alla visione atomistica sia dell'insieme dei beni che delle operazioni economiche. La differente nozione di azienda e conseguentemente anche d'impresa nel settore economico-aziendale, impone il superamento della dicotomia propria degli studi giuridici in favore del riconoscimento del ruolo attivo del fattore umano nell'ambito dell'attività aziendale, che attraverso l'esercizio della propria volontà decisionale riesce a creare una realtà unitaria, con valore proprio superando l'individualità di ciascuna componente. Secondo questa ricostruzione lo studio di ogni scelta aziendale, compresa la decisione del going public, si sostanzia nell'analisi della scelta volitiva assunta da uno o più soggetti nell'esercizio delle proprie attività.

Differente nozione di azienda e soggetto decisionale rappresentano così gli elementi chiave per la comprensione del passaggio da un approccio giuridico descrittivo agli studi economico aziendali, che porta ad ampliare il campo d'indagine dal come fare, quando fare e a che condizioni, al *perché fare*, cioè dalle condizioni regolamentari che consentono ad un soggetto giuridico di optare per l'apertura al mercato borsistico, al razionale strategico-economico che si pone alla base di una scelta cos' rilevante per le sorti aziendali.

### 3.3. LA QUOTAZIONE IN BORSA NELLA PROSPETTIVA DELL'ANALISI STRATEGICA.

La decisione di quotarsi in borsa comporta una pluralità di cambiamenti sostanziali nell'assetto generale della società anche se la gran parte delle volte gli studiosi hanno dato rilievo solamente a quelli di natura finanziaria. Del resto è innegabile che l'accesso alla borsa comporti degli effetti in tal senso, in quanto l'azienda, quotandosi,

---

G.F., *Diritto commerciale, I, diritto dell'impresa*, Utet, Torino, 1988; GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, II, Tomo I, Cedam, Padova, 1990.

<sup>58</sup> Secondo la teoria unitaria l'azienda è un bene nuovo distinto dai singoli beni che la compongono ed oggetto di un diritto autonomo. Si veda FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, 1991.

si apre un nuovo canale di finanziamento, per certi versi alternativo a quello bancario ed alle risorse degli azionisti di controllo<sup>59</sup>. La quotazione, infatti, comporta un “ribilanciamento” del rapporto azionista-proprietario e creditore-prestatore, derivante dalla pari dignità delle due modalità di finanziamento aziendale che sempre più, in una moderna economia, dovrebbero rivelarsi interscambiabili.

La necessità di far fronte a problematiche di riequilibrio della struttura finanziaria attingendo ad una fonte di finanziamento straordinaria è una delle principali determinanti della quotazione di un’azienda. A tal proposito è bene ricordare tuttavia che , in base ai regolamenti di Borsa Italiana, per ottenere l’ammissione alla quotazione, è necessario dimostrare l’assenza di gravi squilibri finanziari: l’ingresso in borsa può servire per riequilibrare il livello di indebitamento e per migliorare il grado di patrimonializzazione aziendale, ma non, come è ovvio per diluire la responsabilità del soggetto economico per le patologiche condizioni finanziarie dell’azienda, aumentando il numero di soggetti coinvolti in qualità di portatori del capitale di rischio.

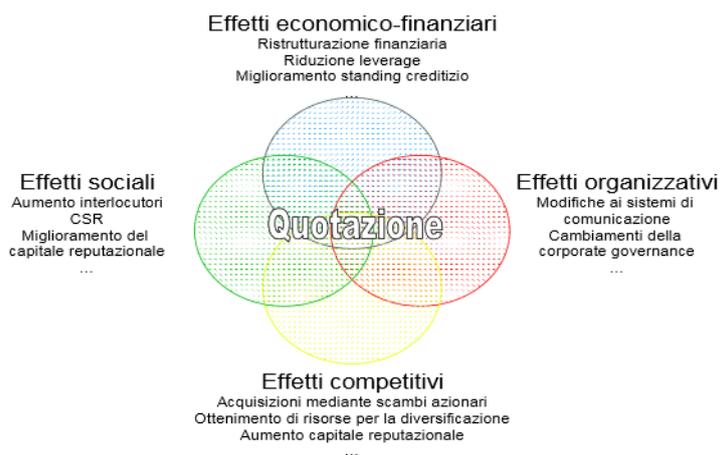
Si deve sottolineare come alla decisione di quotarsi si legano effetti che incidono su tutti gli aspetti aziendali tanto che non si sbaglia nell’affermare che quotandosi si riescono a reperire le risorse finanziarie, spesso non ottenibili altrimenti oppure non reperibili a condizioni economiche analoghe, per perseguire con maggiore determinazione la strategia competitiva e mantenere o conseguire la leadership. La quotazione si rivela un ottimo strumento, quindi, per favorire l’implementazione di strategie aziendali, ad esempio investendo in business ad alto potenziale in cui l’azienda sia già operativa oppure fornire la liquidità necessaria per diversificarsi, conquistare nuovi mercati grazie ad un piano di internazionalizzazione oppure colmare il divario tra portafoglio attuale e portafoglio ritenuto ideale dal management, mediante la realizzazione di acquisizioni mirate o i nuovi investimenti che consentano il

---

<sup>59</sup> Capaldo, 1967. Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d’impresa. Giuffrè, Milano.

superamento delle barriere all'entrata in un settore o area d'affari fino ad allora non presidiata<sup>60</sup>.

La quotazione offre quindi la possibilità, mediante le risorse raccolte con l'offerta pubblica, di sostenere finanziariamente progetti di sviluppo aziendale quali l'internazionalizzazione, la diversificazione, l'acquisizione di aziende concorrenti ecc... che altrimenti sarebbero più difficili da realizzare. In aggiunta, la disponibilità di maggiori capitali e l'incremento della capacità di indebitamento grazie allo status di azienda quotata, gli nonché i risultati delle operazioni strategiche realizzate dopo la quotazione, permettono all'azienda di innalzare barriere all'entrata e in tal modo scoraggiare l'ingresso di potenziali entranti nel settore o nell'area strategica in cui l'azienda ha una posizione di leadership<sup>61</sup>.



#### Effetti della quotazione in Borsa sull'assetto aziendale

<sup>60</sup> Come ha evidenziato Porter infatti il fabbisogno di capitali è una delle principali fonti di barriere all'entrata. L'autore ricorda in proposito che "la necessità di investire ingenti risorse finanziarie per essere competitivi nel mercato crea una barriera all'entrata, specialmente se si tratta di denaro che occorre per investimenti preliminari non recuperabili di pubblicità o ricerca e sviluppo. Occorrono capitali, non solo per le immobilizzazioni tecniche, ma anche per i crediti ai clienti, per le scorte e per assorbire le perdite dell'avviamento. Anche se le grandi aziende dispongono di risorse sufficienti per poter invadere qualunque settore, l'enorme fabbisogno di capitali richiesto da certi rami industriali, restringe il numero di potenziali nuovi clienti". PORTER, *Come le forze competitive modellano la strategia*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2003.

<sup>61</sup> GIULIA ROMANO. Strategie aziendali e quotazione in borsa. 2012

La presenza in borsa può aiutare quindi a migliorare la capacità di adattamento dell'azienda alla variabilità dei fabbisogni finanziari e a sostenere progetti di crescita con un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Gli studi economici classici intendono la scelta del *going public* come soluzione ad un momento di necessità finanziaria in cui l'unico respiro può essere concesso o dall'ingresso nella compagine societaria di un fondo di private equity oppure dalla possibilità di vendere parte delle azioni sul mercato borsistico<sup>62</sup>.

Nel caso della quotazione in borsa, avvenuta nel 2013, di Moncler leader italiano nella produzione di piumini, il desiderio di migliorare la visibilità internazionale e di presentarsi al mondo, non solo come una azienda in grado di creare valore e alti profitti, ma anche con un'immagine che sia riconoscibile in tutto il mondo, costituiscono i fattori determinanti della scelta a favore dell'IPO. I risparmiatori infatti privilegiano titoli più pubblicizzati, più visibili e con marchio noto e tale preferenza è ancora più pronunciata se il marchio è da loro particolarmente apprezzato. Non è un caso, infatti, se in sede di Ipo, Moncler abbia riservato un decimo dell'offerta agli investitori nipponici. Il Giappone rappresenta, infatti, per la società il secondo mercato di sbocco dopo l'Italia. Questa scelta, rappresenta una evidente ragione economica, più legata al marketing che alla finanza.

Pertanto, il forte aumento della complessità dell'ambiente in cui opera l'impresa ha favorito recenti riflessioni sulle problematiche strategiche a livello economico-aziendale, finalizzate all'individuazione dei percorsi strategici che permettono alle imprese di conseguire i migliori risultati. Nella formulazione delle strategie un'attenzione fondamentale è rivolta all'ambiente di riferimento e ai suoi attori ma anche la disponibilità delle risorse e delle competenze possono condizionare fortemente la strategia perseguita. In quest'ottica riconoscere all'operazione di quotazione in borsa la valenza di scelta strategica significa affermare l'importanza di concentrare l'attenzione sul rapporto tra l'impresa e l'ambiente di riferimento.

---

<sup>62</sup> Myers.G. 1993. Still searching for optimal capital structure. *Journal of Applied Corporate Finance*.

In questo capitolo, pertanto, si intende affrontare lo studio dei motivi che determinano la scelta di quotarsi in chiave strategica, per cui essa costituisce uno strumento privilegiato di attuazione di una strategia di sviluppo e crescita dell'impresa, in relazione alle opportunità finanziarie e gestionali che la stessa offre.<sup>63</sup>

Secondo la approfondita analisi dello studioso americano Jason Draho, le motivazioni strategiche relative alla decisione di quotarsi in borsa possono essere classificate in due diverse categorie<sup>64</sup>. La prima attiene alla interazione della società quotanda con i suoi competitors sul mercato; questa deve valutare se la scelta del going public rafforza o mantiene inalterata la sua posizione competitiva. La seconda categoria comprende invece tutti quei fattori strategici che impattano sulla considerazione che i fornitori, i clienti e i partner strategici hanno della società stessa.

Una IPO, infatti, trasmette informazioni e segnali a tutti questi soggetti, permettendo loro di beneficiare della potenziale produttività, redditività e valore della società.

Le imprese pongono in essere costantemente scelte ed azioni al fine di raggiungere un vantaggio competitivo, pertanto la possibilità che un IPO attribuisca benefici all'azienda dipende da una serie di variabili. Una è rappresentata dalla posizione competitiva e finanziaria dell'azienda e quella dei suoi rivali; altra ancora è data dalle caratteristiche specifiche dell'industria di riferimento o soprattutto dal fatto che questa sia relativamente nuova e caratterizzata da rapido sviluppo oppure stabile e matura. Nell'ultimo caso la competizione è un gioco a somma zero, *zero-sum game*, in quanto un'azienda raggiunge una quota di mercato e di profitto a spese di un'altra azienda, considerata l'assenza di crescita del mercato stesso. Nel caso di nuovi mercati,

---

<sup>63</sup> L'esistenza di una correlazione forte tra finanza e sviluppo non rappresenta un concetto nuovo nell'ambito degli studi economico aziendali bensì la conseguenza logica dell'applicazione dei concetti di unitarietà e continuità della gestione aziendale. Ha evidenziato Brunetti che "La pianificazione strategica ha ignorato finora l'esistenza dei mercati finanziari o al massimo ha considerato la risorsa finanziaria come una risorsa data; d'altro lato, la dottrina finanziaria ha di fatto privilegiato l'approfondimento del comportamento dei mercati dei capitali, accontentandosi di formulare ipotesi non sufficientemente approfondite per il mercato dei beni reali. Il risultato è stato che queste due discipline hanno avuto sviluppi autonomi, non favorendo una visione integrata dei problemi", Brunetti, *Evoluzione e recenti tendenze di sviluppo della finanza aziendale*, in *Atti del Seminario nazionale svoltosi a Cagliari su L'evoluzione della finanza aziendale*, Clueb, Bologna, 1984, pag 19.

<sup>64</sup> Jason Draho. *The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*. Edward Elgar Publishing. 2004.

invece, la torta dei profitti cresce rapidamente e le aziende sono tanto interessate a far crescere i profitti totali e a rivendicare i loro diritti quanto a sottrarre quote di mercato alle aziende rivali.



Fattori dei benefici post IPO secondo ricostruzione J. Draho

Le caratteristiche del mercato in cui l'azienda opera sono date dall'interazione di tre fattori:

- il ciclo di vita del mercato stesso che di solito si articola in quattro fasi che sono la nascita, la crescita, la maturazione ed il declino;
- la concentrazione del mercato che rappresenta quanta percentuale del mercato è detenuta da ciascuna azienda;
- la differenziazione dei prodotti per cui le aziende presenti nel mercato producono beni non perfettamente sostituibili, ciò permette loro di presidiare diverse nicchie di mercato.

➤ Motivazioni relative alla posizione competitiva della società quotanda

La combinazione e l'interazione di questi tre fattori determina la natura della competizione. La scelta di un'azienda di quotarsi o meno deve discendere da un'attenta analisi dell'ambiente competitivo in cui opera, considerato lo stato di sviluppo dello stesso. Nei momenti iniziali di crescita di un mercato le aziende in esso operanti hanno un basso tasso di concentrazione per cui sono orientate a soddisfare la

crescente domanda senza curarsi di competere con i concorrenti. La competizione invece tende a salire quando un mercato raggiunge un tasso di maturità elevato e le aziende sono orientate a sottrarre quote di mercato alle concorrenti. Inoltre la natura della concorrenza è influenzata dalla presenza di poche società di grandi dimensioni, infatti, se sul mercato sono presenti poche società grandi non è difficile immaginare che possano porre in essere comportamenti collusivi oppure esercitare prezzi predatori con il solo fine di erodere la profittabilità dei competitors più deboli e condurli ad uscire da mercato oppure spingerli a non intraprendere il business. Pertanto la decisione di quotarsi in Borsa di una società dipende dalle varie strategie competitive attuate e in parte può anche alterare lo *status quo* della concorrenza nel mercato.

Si deve evidenziare come la struttura finanziaria di un'azienda influenzi fortemente le capacità competitive nei confronti delle aziende rivali, fornendo un altro valido motivo a favore della quotazione. Un alto livello di leverage, infatti, può risultare controproducente in quanto espone l'azienda a una bassa elasticità finanziaria nei momenti di crisi economica e la rende vulnerabile agli atteggiamenti predatori dei concorrenti. La scelta di quotarsi riduce il rapporto di leva finanziaria ed è usata in alcuni casi per ottenere la liquidità necessaria a pagare i debiti. L'importanza del leverage in un'IPO dipende dalla natura della concorrenza, che è poi contingente alla struttura finanziaria dei competitors. Un'azienda privata con un basso livello di leverage o con pochi debiti, ottiene un minimo vantaggio competitivo dalla liquidità ottenuta dall'IPO, mentre la situazione cambia per una società con un alto rapporto di leverage. Consideriamo in primo luogo l'ipotesi di un'azienda di quest'ultima tipologia che ha come rivale una società allo stesso modo *highly levered*. In tal caso si può avere un'intensificazione o una riduzione della concorrenza e la scelta dell'IPO potrebbe risultare ottimale per entrambe ma per ragioni opposte.

Quando la concorrenza è intensa, la società con un minor rapporto di indebitamento è interessata a porre in essere un comportamento meno aggressivo al fine di incrementare i profitti. La decisione del going public risulta rinforzata se anche i competitors levered decidono di quotarsi in borsa. Il lancio di una IPO può manifestare

la volontà dell'azienda di operare in modo più aggressivo tanto che la concorrenza ne risulta aumentata e i profitti diminuiti. Al contrario, le imprese concorrenti con un inferiore leva finanziaria invece sono più inclini a porre in essere comportamenti predatori, tanto che le società levered saranno indotte a quotarsi in borsa al fine di evitare di cadere nel trucco.

➤ Motivazioni reputazionali e di visibilità.

Lo studio condotto dal Professor Draho evidenzia poi, come a spingere alla quotazione possa essere anche il desiderio della società quotanda di migliorare la considerazione e la visibilità aziendale dinnanzi ai vari portatori di interessi. Il successo durevole di un'azienda è dovuto anche alla reputazione che i clienti, i fornitori, i dipendenti ed anche che aziende rivali hanno di essa. Una società nota per produrre prodotti di alta qualità, per avere un buon servizio clienti, garantire ottime condizioni di lavoro per i dipendenti attribuisce vantaggi competitivi notevoli.

A tal riguardo risulta utile riportare i risultati di un rilevante studio condotto da Marchisio e Ravasi<sup>65</sup> nel 2001 in cui hanno analizzato le posizioni dei CEO delle aziende familiari quotate italiane. Partendo dall'analisi della letteratura economica passata, essa sembra giungere ad una conclusione: la scelta di quotarsi è qualcosa da fare o quando non si hanno più risorse finanziarie per sostenere la crescita (e.g. Mahéroul, 2000) oppure quando si vuole garantire continuità alla società nel caso non ci siano eredi disposti a succedere alla gestione precedente (e.g. Jovenitti, 1998). In questo modo la quotazione in borsa di una società viene vista come la risposta ad un momento di necessità. Lo studio empirico di cui sopra, ha evidenziato invece, come molte delle società italiane quotate nei cinque anni precedenti lo studio siano state spinte da altre ragioni, non strettamente legate a questioni finanziarie.

In particolare le società che realizzano questo salto qualitativo, accettando gli obblighi di disclosure e trasparenza che la disciplina del mercato mobiliare impone, si presentano al mercato molto più solide di quanto fossero prima della quotazione tanto

---

<sup>65</sup> Gaia Marchisio, Davide Ravasi. Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPOs. Milano

che vedono abbassare il loro profilo di rischio dinanzi le banche e divengono soggetti economici da sostenere e ai quali concedere credito più facilmente e a tassi di interessi inferiori<sup>66</sup>. Anche per i vari stakeholder le società quotate assumono maggiore credibilità ed è proprio lo status di società quotata che offre la possibilità di stringere accordi commerciali e alleanze con i partner più rilevanti. Si deve poi considerare l'aumento considerevole della visibilità e di affidabilità di cui la società quotata gode dopo l'IPO, pertanto alla luce della ricerca condotta può affermare che la quotazione in borsa conduce l'azienda in una ristretta élite industriale con relazioni privilegiate con il mondo finanziario. Visibilità del mercato.

La maggiore visibilità ottenibile con la quotazione grazie alla pubblicità diretta, come spazi pubblicitari sui diversi media acquistati e dai collocatori per informare il pubblico dell'offerta pubblica, materiale informativo distribuito ai propri clienti dalle banche e dagli altri collocatori, e indiretta come articoli sulla stampa, report di analisti finanziari, presentazioni pubbliche, rappresenta un elemento distintivo e permette di migliorare l'immagine aziendale, con conseguenti benefici per il suo capitale reputazionale e per la sua capacità competitiva.

Il valore della buona reputazione è funzione del numero di persone che attualmente conoscono la società. Il gruppo dei consumatori, fornitori, e impiegati a conoscenza della società quotata prima dell'IPO, è spesso limitato a coloro i quali erano in contatto con la stessa. La quotazione aumenta il valore di una società che abbia già una buona reputazione grazie al fatto che diffonde il profilo societario a chi non era a conoscenza. Il meccanismo che permette di valutare concretamente il valore di una quotata è lo *stock price*, inapplicabile alle società non aperte al mercato. Il prezzo è la valutazione

---

<sup>66</sup> Pagano, Panetta e Zingales hanno documentato per la prima volta come le aziende che si quotano) beneficiano di una riduzione del costo del credito bancario dopo l'IPO. Essi inoltre hanno rilevato come tali aziende accedano in seguito alla quotazione ai finanziamenti da parte di un maggior numero di banche, riducendo la concentrazione dei prestiti. Il minor costo del credito sembra trovare spiegazione dai miglioramenti indotti nella trasparenza informativa e da una maggior forza contrattuale acquisita nei confronti degli istituti di credito. Cfr. PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis

che il mercato realizza della qualità dell'azienda. Potenziali clienti e fornitori possono interpretare il prezzo alto delle azioni come segno di qualità e decidere di entrare in affari con essa. Il miglioramento della reputazione successivo alla quotazione e l'incremento dell'esposizione al pubblico rafforzano sensibilmente la capacità di essere competitivi. Lo status di quotata incrementa di molto il numero delle opportunità di realizzare partnership strategiche.

Due sono poi, le opzioni che secondo Draho, (2004), le imprese hanno per diffondere una buona reputazione. La prima si sostanzia nello sforzo della società di produrre beni di qualità e far sì che il mercato ne recepisca la qualità attraverso plurime sperimentazioni dei prodotti. Questa alternativa risulta però costosa in quanto i profitti nel breve periodo sono bassi e la probabilità di fallire quando i consumatori non conoscono ancora realmente quale sia la vera qualità è alta. La seconda opzione consiste nel trasmettere ai consumatori la qualità dei prodotti attraverso un'azione di comunicazione costosa. Esempi tipici sono prestare una garanzia più estesa del normale o un rimborso nel caso il prodotto non soddisfi le aspettative dell'acquirente. Queste tipologie di azioni sono espressioni di qualità poiché le aziende produttrici di beni di bassa qualità le ritengono economicamente costose e non sostenibili. La scelta del going public rappresenta un segnale di qualità per due ragioni.

**I COSTI DELL'IPO:** Il lancio di un'ipo comporta dei costi molto elevati dovuti sia ai costi attuali quali la retribuzione di tutti i soggetti che ad essa prendono parte e le quanto dovuto per realizzare il procedimento di quotazione, sia anche i costi potenziali. Ciò che limita la possibilità di effettuare una tale scelta alle sole società di alta qualità.

**BONDING:** La quotazione in borsa rappresenta un incentivo al mantenimento di un alto livello qualitativo della produzione in quanto gli azionisti hanno maggiori benefits. Maksimovic e Titman (2001), affermano che le aziende che presentano un elevato rapporto di leva finanziaria hanno un minore incentivo a mantenere una buona reputazione visto che i risultati della reputazione positiva maturano solo dopo diverso tempo.

Nel caso delle società del lusso italiane che hanno scelto di quotarsi, oltre che per gli innegabili risvolti finanziari soprattutto per far apprezzare la propria immagine dinnanzi agli investitori ed i clienti internazionali, indubbiamente delle due vie prospettate hanno scelto la seconda. La produzione di beni di altissima qualità infatti è un aspetto distintivo delle società del lusso italiane da sempre apprezzate ed ammirate per la capacità di realizzare manufatti pregiati ed ineguagliabili quanto a perfezione e qualità per cui risulta necessario attuare strategie in grado di comunicare in modo efficiente il valore qualitativo dei loro prodotti. Nel prospetto Informativo della OPVS di Cucinelli si evidenzia che uno degli obiettivi primari nel medio-lungo periodo è il miglioramento della comunicazione, sia con campagne pubblicitarie che trasmettano la vision aziendale, promuovendo i prodotti attraverso scatti ambientati nella tranquillità della terra umbra ed essenziali focalizzati sul prodotto e lo scenario campestre, sia tentando di suscitare maggiore interesse da parte delle testate giornalistiche più rilevanti al mondo.

#### 3.4. SVANTAGGI DEL GOING PUBLIC.

Secondo la letteratura economica lo svantaggio maggiore del going public è la disclosure cui le società quotande sono obbligate nel momento in cui devono rendere pubbliche informazioni riservate necessarie per la valutazione degli investitori del valore della società e che risultano tuttavia, facilmente accessibili ai competitors. In particolare, ai fini della decisione di quotarsi in borsa non tutte le informazioni che le aziende devono rendere pubbliche hanno lo stesso peso, considerato che alcune non sono in grado di alterare la posizione competitiva della quotanda rispetto alle altre concorrenti ed altre che potrebbero avere un forte impatto sulla solidità e posizione competitiva della quotanda. Tre tipologie di rivelazioni possono avere tale effetto:

- *tecnologie di produzione*: le aziende cercano costantemente di tenere in segreto i risultati dell'attività di ricerca e sviluppo e il design dei nuovi prodotti. Una maggiore differenziazione del prodotto e minori costi di produzione possono attribuire alla società vantaggi competitivi quando essi non possono

essere copiati dalle aziende concorrenti. La scelta di quotarsi può portare alla rivelazione di tali informazioni al pubblico, e quindi ai competitors, in un tempo anteriore. Tuttavia la quotanda potrebbe essere spinta ad un IPO proprio dalla consapevolezza della qualità dei suoi prodotti e sostenibilità dei costi di produzione.

- *Condizioni del mercato:* l'attrattività di un nuovo mercato spinge un'azienda a investire in base alla possibilità di avere profitti. Le potenziali aziende entranti nel mercato possono decidere di non investire se la domanda attesa non è sufficientemente grande. Ogni azienda che si accinge a produrre un nuovo prodotto deve avere cognizione della domanda che potrà soddisfare sulla base della sua capacità di vendita. Un'azienda non quotata può decidere di non rendere pubblici i dati relativi alla quota di mercato e domanda dei clienti, cosa che potrebbe attribuirle un vantaggio competitivo temporaneo. Pertanto nei mercati nuovi le aziende sono più inclini a rimanere private e a rimandare a un tempo futuro la quotazione.
- *Operazioni di rilevanza interna:* le aziende non quotate non devono rendere pubblica nessuna informazione riguardo la situazione finanziaria, l'efficienza dell'azienda, il rapporto con i clienti e partner strategici. Ciò ha il vantaggio di non rendere noti ai competitors i punti di forza e di debolezza dell'azienda, impedendo loro di porre in essere strategie aggressive.

### 3.5. IL PRICING DELLE IPO

Il punto di arrivo e al contempo di partenza, del progetto di quotazione è senza dubbio la determinazione del valore d'impresa, quindi il pricing dei titoli destinati all'initial public offering. Questa determinazione è parte di un processo continuo di analisi e verifica condotto da controparti diverse ed effettuato in momenti successivi durante il periodo di preparazione ed esecuzione di una IPO. La valutazione si basa sui dati contabili storici, prospettici, valutazioni macroeconomiche e di natura competitiva che consentono di inquadrare la società quotanda e evidenziarne le peculiarità rispetto alla

concorrenza e al mercato. La fissazione del prezzo di collocamento deve rispecchiare i fondamentali dell'impresa ma, allo stesso tempo deve mediare le valutazioni e gli interessi del gruppo proprietario, del consorzio di collocamento, degli investitori distinguendo tra istituzionali e retail (cioè il pubblico dei risparmiatori). Inoltre deve allinearsi dinamicamente alle valutazioni espresse dal mercato sulle potenziali aziende comparabili (c.d. peer comparison) e alla congiuntura generale dei mercati mobiliari.

Vi è il rischio, infatti, che una stima di prezzo in linea con le condizioni di redditività e di stabilità patrimoniale dell'impresa, ma non con la congiuntura di mercato, sia accettata in fase di collocamento, ma presto ponga il titolo fuori mercato, determinando escursioni nelle quotazioni, con ovvi ripercussioni negative sulla possibilità per l'emittente di ricorrere in futuro nuovamente al mercato. In generale si dovrebbe ricercare un valore "congruo", non assoluto, ma contingente e un giusto connubio tra valore oggettivo, soggettivo e di mercato. In sostanza, quindi, tenuto conto del modo in cui si forma, il prezzo stabilito per l'ipo, è in realtà, un valore-prezzo negoziato, più o meno direttamente tra più parti. Dunque, sia per le finalità cui si ispira la valutazione, sia in relazione alla posizione contrattuale dei soggetti interessati al processo, si darà luogo a scelte metodologiche, comportamenti, e stime anche molto differenti a seconda dei casi. Detto ciò, risulta necessario, capire le possibili conseguenze del pricing in fase di IPO, sull'impresa e sull'andamento del titolo sul mercato secondario.

Da una parte, nell'ottica della massima raccolta possibile, il prezzo dovrebbe essere elevato, tuttavia anche in considerazioni delle condizioni di mercato al momento dell'offerta, il titolo potrebbe non essere gradito agli investitori, con effetti opposti a quelli sperati. Dato che il mercato, potenzialmente, è una fonte continuativa e permanente di capitale, è bene che l'impresa dia da subito una buona immagine di sé, ed è anche per questo che la valutazione fatto dallo stesso sponsor, è spesso prudentiale, lasciando margini di guadagno per gli investitori. Il valore di collocamento influisce anche notevolmente sul costo totale dell'operazione sia in termini diretti (ad esempio fee e spese di quotazione calcolate come percentuale del valore collocato),

sia indiretti (underpricing costo del capitale in relazione alla possibilità di seasoned offerings future con elevati sovrapprezzi, reputazione sul mercato).

### 3.6. IL FENOMENO DELL' UNDERPRICING

Uno dei più conosciuti fenomeni associati alle IPO è il frequente elevato rendimento iniziale dei titoli ammessi alla prima quotazione; si tratta in altre parole di una vera e propria sottovalutazione dell'azione, che si presenterebbe con un prezzo iniziale di emissione inferiore rispetto al fair value riconosciuto dal mercato, a partire dal primo prezzo fatto. In generale l'evidenza empirica, partendo da ipotesi teoriche differenti e nei limiti dei confronti, dimostra un sistematico "extra-rendimento" iniziale del 10-15%.

L'underpricing è, quindi, uno sconto teorico incorporato nel prezzo delle azioni nell'ipotesi che si vendano i titoli a un prezzo inferiore al loro valore intrinseco, al quale si ritorna appunto i primi giorni di quotazione. Ciò è giustificato dal voler offrire un premio alla fiducia dei sottoscrittori iniziali. In tale logica, alcuni andamenti negativi non sarebbero altrimenti spiegabili in assenza di motivi di natura fondamentali riferiti all'impresa, se non probabilmente, ricercando le ragioni nella valutazione e nel processo di pricing.

Secondo la nozione fornita dalla Consob, l'underpricing è visto come un mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta (compensandoli per il rischi che con ciò essi si assumono), o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o, ancora, per evitare il rischio di un loro disinteresse nei confronti del titolo. L'underpricing può anche essere visto come uno strumento idoneo a generare un eccesso di domanda dei titoli, creando per questa via un azionariato largamente diffuso (attraverso la fissazione di lotti minimi ridotti) funzionale a rendere la società più difficilmente scalabile<sup>67</sup>. Quasi tutti i modelli teorici sviluppati in letteratura per

---

<sup>67</sup> Ovviamente, questa possibile spiegazione dell'underpricing perde di valore nel caso, tipico della realtà italiana in cui il controllo resti nelle mani di un determinato soggetto (o gruppo di soggetti) anche dopo

spiegare il fenomeno dell'underpricing negli IPO si basano sull'ipotesi dell'esistenza di asimmetrie informative fra i vari soggetti coinvolti nel collocamento (l'impresa, la banca d'investimento, gli investitori esterni). È tuttavia possibile operare una distinzione fra modelli in cui l'underpricing è una strategia volontariamente perseguita dall'impresa emittente, e i modelli in cui l'underpricing è il risultato dell'interazione e delle relazioni contrattuali fra emittente e banca d'investimento

- Spiegazioni basate sul comportamento dell'emittente e sui rapporti con gli investitori esterni

Secondo la ricostruzione del fenomeno realizzata da Rock (1986) si hanno due distinte categorie di investitori, quelli che si fermano ad una conoscenza superficiale delle condizioni economico-finanziarie dell'impresa ed investitori meglio informati circa le prospettive e la qualità dell'impresa che colloca i propri titoli in fase di IPO. Nel momento di aderire all'offerta investitori informati e meno informati si trovano in competizione fra di loro ed i secondi si devono confrontare con il problema di adverse selection in base al quale se il prezzo di offerta è inferiore al valore atteso delle azioni, gli investitori meno informati saranno sistematicamente razionati, mentre nel caso in cui il prezzo d'offerta è superiore al valore atteso gli investitori meno informati otterranno tutte le azioni richieste, la cosiddetta winner's curse hypothesis). Pertanto il rendimento atteso di un investitore non informato, cioè la differenza fra il valore atteso ed il prezzo d'offerta, sarà negativo. Gli investitori non informati anticipano questo rischio, costringendo l'emittente a trovare forme di incentivo per convincerli ad aderire all'offerta; in particolare, la forma di incentivo individuata è la fissazione di un prezzo di collocamento sistematicamente più basso del valore atteso delle azioni che darà luogo all'underpricing.

Nella speculazione di Beatty e Ritter invece, i due autori utilizzano il modello di Rock per mostrare come vi può essere una relazione diretta fra underpricing e grado di

---

la così detta "apertura al mercato" (in media, la quota collocata sul mercato all'atto della quotazione è stata, per le società del campione esaminato, inferiore al 45 per cento).

incertezza sul valore dell'impresa. Essi argomentano che maggiore è l'incertezza sul valore atteso dell'impresa e maggiore sarà il numero di investitori disposti ad investire in informazioni prima di aderire all'offerta. Ciò rende più grave il problema di adverse selection evidenziato da Rock per gli investitori che "decidono" di rimanere non informati. In altri termini, maggiore è l'incertezza ex-ante sul valore dell'impresa, maggiore è il rischio connesso all'adesione all'offerta per gli investitori non informati. Il maggiore rischio dovrà essere compensato da un rendimento atteso più elevato da ottenersi attraverso la fissazione di un prezzo di offerta più basso. Nella parte empirica del lavoro Beatty e Ritter utilizzano come proxies dell'incertezza ex-ante l'età dell'impresa, il fatturato (a dollari costanti) nell'ultimo anno pre-IPO, e la dimensione dell'offerta (a dollari costanti).

In base a quanto ricostruito da Allen e Faulhaber, invece, le imprese hanno informazioni attinenti alla qualità dei loro progetti di investimento e sviluppo che però non risultano accessibili da parte degli investitori esterni. Le imprese con migliori prospettive di profittabilità pertanto, pongono in essere delle strategie per segnalare al mercato la loro qualità migliore tra cui quella di stabilire un prezzo di collocamento più basso rispetto al reale valore d'impresa, e la quota di azioni trattenute. Infatti, effettuare un collocamento con underpricing può essere un segnale importante della qualità aziendale poiché solo le imprese con ottime prospettive di crescita possono sperare di recuperare il costo sofferto nel lancio dell'IPO nei successivi collocamenti e con la naturale crescita del valore dei titoli verso il livello fair. Una specificità del modello di Allen e Faulhaber, è il fatto che l'incertezza sulla qualità dell'impresa non viene risolta nel momento in cui avviene il secondo collocamento dopo l'IPO, ma perdura fino alla sua liquidazione. Tuttavia, nel momento in cui avviene il secondo collocamento, le imprese di elevata qualità avranno maggiori probabilità di essere valutate come imprese "buone" da parte degli investitori.

➤ Spiegazioni basate sulla relazione fra emittente e banca d'investimento

Per quanto attiene alla parte della letteratura che ha individuato le cause dell'underpricing nel rapporto tra l'emittente e la banca d'investimento possiamo

citare il lavoro di Baron e Holmstrom i quali evidenziano il conflitto d'interesse potenziale che esiste fra emittente e underwriter: quest'ultimo infatti è incentivato a fissare un prezzo di collocamento basso per ridurre i costi e l'impegno nella fase di marketing e di distribuzione dei titoli, mentre l'emittente è interessato a massimizzare il ricavato del collocamento (fissando un prezzo di emissione il più elevato possibile). Una possibile soluzione viene individuata dai due autori nel fatto che l'elevata concorrenza nell'industria dell'investment banking dovrebbe attenuare il tentativo della banca di collocare i titoli ad un prezzo di vendita inferiori al loro valore. Altra soluzione al problema di agenzia evidenziato, è la possibilità di remunerare la banca di investimento sulla base di un contratto che legghi la remunerazione all'importo del prezzo di collocamento.

Altro modello che rileva è quello di Baron secondo cui l'underwriter dispone di informazioni attinenti alla domanda potenziale dei titoli da parte degli investitori grazie all'attività di pubblicizzazione e di raccolta di opinioni che esso svolge prima della fase esecutiva del processo di quotazione a cui però l'emittente non ha accesso. Altra giustificazione dell'underpricing poi, è data da Shiller che a inizio anni novanta la individua nella volontà dell'underwriter di creare l'apparenza di un eccesso di domanda grazie al prezzo più basso rispetto al valore. Secondo la sua teoria esisterebbe una correlazione inversa tra underpricing e performance di lungo periodo di un IPO.

L'underpricing può essere visto dal lato della società, alternativamente, sia come un costo implicito nella raccolta di capitale tramite la quotazione, sia all'opposto, come utile strumento a disposizione del management e degli intermediari che seguono l'Ipo per massimizzare la loro funzione di utilità e i potenziali vantaggi derivanti dalla quotazione<sup>68</sup>. D'altro lato, in ottica di mercato e di teoria finanziaria, l'underpricing, è ricondotto ad un'anomalia derivante da imperfezioni latenti; in questo secondo approccio l'impresa quotanda ha meno discrezionalità e sceglie, in termini di pricing, subendo variabili esogene. Seguendo il primo orientamento, che vede l'impresa

---

<sup>68</sup> Dessy, Vender. Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa. 2002

quotanda quasi artefice, del fenomeno, la sottovalutazione iniziale, o meglio l'extra-rendimento rispetto al mercato permette di:

- Massimizzare la raccolta in fase di Ipo, evitando spiacevoli fenomeni di undersubscription, con l'opportunità di scegliere la base di azionisti gradita e posizionare, comunque, il prezzo del collocamento intorno al limite superiore del range proposto dallo sponsor;
- Instaurare da subito un rapporto amichevole e di fiducia reciproca con gli investitori, remunerati con capital gain, spesso elevati. Ciò potrebbe facilitare future raccolte di capitale sul mercato, magari con elevati sovrapprezzi;
- Garantire un privilegio a certe tipologie di
- Investitori (dipendenti, partner dell'impresa, ecc...) con una quantificazione certa dell'underpricing.

A esclusione dell'ultimo punto, l'esistenza e l'entità dell'underpricing iniziale, ammesso che ci sia, non è valutabile aprioristicamente ex ante, né l'impresa riesce a comunicarlo in modo efficiente e trasparente. D'altra parte, sempre con riferimento ai primi due punti, una corretta valutazione che porti una ridotta diluizione dopo l'ipo è uno strumento di sviluppo. Una valutazione elevata lascia affluire per esempio all'impresa maggiori risorse da investire, una forte capitalizzazione dopo l'IPO conferisce all'impresa un elevato exchanging power, che le consente di effettuare acquisizioni mediante concambio di azioni, in modo estremamente efficace, con una contenuta cessione di quote dell'azienda. In ogni caso le acquisizioni, se giudicate positivamente dal mercato, generano nuovi rialzi e nuovo potere di scambio, innescando così una spirale evolutiva virtuosa.

## CAPITOLO 4: L'IMPEGNO NELLO SVILUPPO DEL TERRITORIO E LA SCELTA DI QUOTARSI IN BORSA DI BRUNELLO CUCINELLI

### 4.1. STORIA DELLA SOCIETA'.

“L'amore per la conoscenza riecheggia nei nostri cuori e nutre la grandezza dei pensieri”. Socrate

Queste sono le parole con cui l'imprenditore e stilista umbro Brunello Cucinelli ha deciso di dare il benvenuto ad ogni visitatore del suo sito internet, attraverso il quale, come in una passeggiata tra le campagne della sua terra vuole far giungere a ciascuno, anche se solo virtualmente, l'essenza pura della sua azienda e ancor di più del suo modo di fare azienda. Il richiamo iniziale alla filosofia e alle speculazioni socratiche lascia il visitatore stupito, desideroso di approfondire e meglio intendere il legame che possa unire il “Re del cashmere” agli studi classici. Sfogliando le pagine del sito on line si viene coinvolti nella lettura di un libro che è difficile definire aziendale ma ci si sente parte di una famiglia semplice, contadina quasi, complici della visione del mondo che l'imprenditore vuole trasmettere.

In una realtà industriale come quella degli ultimi decenni in cui il lavoro artigiano è stato bistrattato e messo all'angolo per essere sostituito da sterili macchinari, colpisce come Cucinelli definisca fieramente la sua impresa “umanistica”. Questo aggettivo, racchiude l'essenza stessa della mission aziendale: mettere al centro dell'azienda l'Uomo restituendogli la dignità che merita come essere umano e come lavoratore perché se è vero che l'insegnamento cristiano intima di non rubare, privare un lavoratore della sua dignità e derubarlo della sua anima.

Nel borgo medievale di Solomeo, dove la serenità della campagna umbra e il vento ancora parlano della spiritualità dell'ora et labora di Benedetto da Norcia e del misticismo di San Francesco, dal 1985 Brunello Cucinelli ha dato vita ad una nuova dimensione imprenditoriale.

“Rendere il lavoro più umano, mettere l'uomo al suo centro”: è il sogno dell'imprenditore umbro ormai noto in tutto il mondo per il suo pensiero sui generis e

che la stampa mondiale ha più volte definito come “capitalismo etico” e “impresa Umanistica” appunto. Secondo l’impostazione di Brunello Cucinelli, infatti, il profitto solamente non può essere considerato l’obiettivo ultimo dell’attività imprenditoriale, ma dall’inizio della sua attività ha ricercato un fine più alto, collettivo. Al fianco del bene economico, afferma nelle numerose interviste rilasciate, si pone il bene dell’uomo, ed il primo è nullo se privo del secondo. Una teoria coraggiosa, che nella pratica si concretizza in quello che Brunello Cucinelli definisce “Bene Supremo” il cui fulcro è di nuovo l’Uomo e che egli racchiude sempre nell’espressione: “Il denaro riveste un vero valore solo quando è speso per migliorare l’esistenza e la crescita dell’uomo”. Colpisce il modo in cui tutta la spiritualità del pensiero umanistico dell’imprenditore sia riuscita a conciliarsi con l’essenza dell’impresa capitalistica d’avanguardia per cui la creazione del profitto è congenita all’attività stessa. Cucinelli non nega che il profitto sia un aspetto importante della gestione aziendale, ma non lo considera il fine ultimo ed unico dell’impresa tanto che parte consistente di esso viene reinvestito nell’azienda e nel restauro del borgo o nella promozione di opere pubbliche. Nel borgo di Solomeo, interamente restaurato da Cucinelli, sorge ora il centro delle attività aziendali e un nuovo sistema culturale, denominato “Foro delle Arti” di cui fanno parte il teatro, l’anfiteatro e il giardino dei filosofi, qui si tengono concerti e manifestazioni, luoghi questi di incontro e scambio culturale che secondo la filosofia dell’imprenditore illuminato migliorano la vita dell’uomo. Nella *letio doctoralis* “*la Dignità come forma dello Spirito*” tenuta in occasione dell’assegnazione della sua laurea *honoris causa* in Filosofia ed Etica delle relazioni dall’Università degli studi di Perugia, il Cavalier del lavoro Brunello Cucinelli afferma di ripartire i profitti secondo quattro criteri:

- La prima parte è destinata all’*impresa*, quell’impresa di cui si sente *custode* e non proprietario, se è vero che è il maggior azionista e responsabile, lo è unicamente nel senso di garantirgli solidità e stabilità.
- La seconda parte è riservata alla sua *famiglia* che vive nel piccolo Borgo di Solomeo e pertanto non ha esigenze particolari.

- La terza parte, quella più importante secondo l'imprenditore, è dedicata ai *ragazzi che lavorano nell'impresa* affinché possano lavorare in un modo migliore e vivere in modo conforme alle loro attese.
- La quarta, di egual valore delle tre precedenti, è la parte destinata ad *"abbellire il mondo"*, concetto che può riguardare qualsiasi tipo di iniziativa: aiutare qualcuno in difficoltà, restaurare una chiesa, costruire un ospedale, un asilo, un teatro, una biblioteca... In ciò, confida l'imprenditore, è stato ispirato dalla grandezza di uno dei suoi maestri spirituali, l'imperatore Adriano, quando dice: *"Mi sento responsabile delle bellezze del mondo"*.

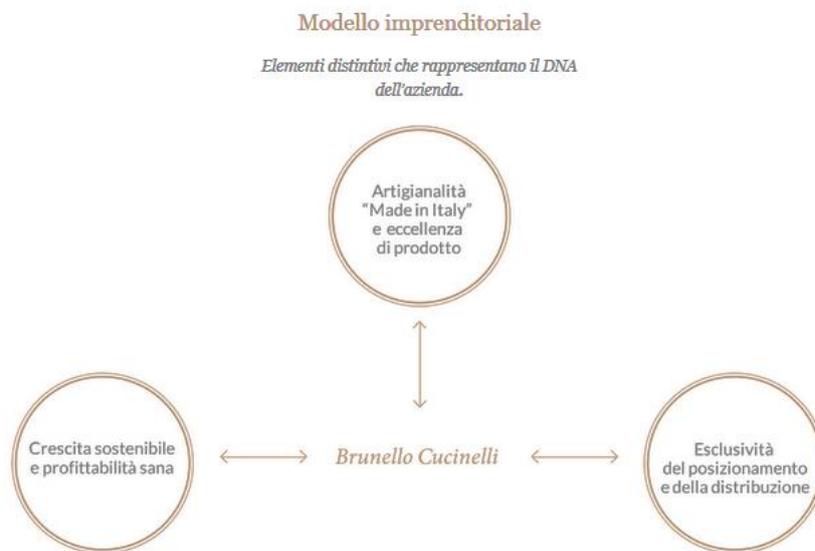
La storia e l'unicità dell'azienda di Cucinelli affonda le radici nella giovinezza di Cucinelli, di famiglia modesta, padre operaio e madre sarta per Luisa Spagnoli, inizia a maturare una visione molto personale del lavoro che è ispirata dagli insegnamenti predicati secoli addietro da San Benedetto, per cui ogni giorno bisogna curare la mente e l'animo con la preghiera e il lavoro. Da Platone, invece, ha appreso il rispetto delle regole, come insegna nella Repubblica, dove fa dire a Socrate che, ti piacciono o meno, *"le leggi dello stato vanno rispettate più dei genitori"*. Sin da subito Cucinelli, riconosce il grande problema del rapporto tra il datore di lavoro e le persone che collaborano con lui e ritiene che ogni essere umano abbia una sua dote di genio, per quanto vari da individuo a individuo.

La condivisione delle ragioni e delle finalità di un'impresa, da parte di tutti coloro che ne sono coinvolti, debba essere il fondamento di un rapporto di lavoro sano e dignitoso.

Dopo gli studi di ingegneria, abbandonati con pochi risultati, nel 1974 apre ad Ellera di Corciano una piccolissima azienda guidato da un'intuizione che si rivelerà una vera e propria rivoluzione stilistica: realizzare maglioni di cashmere colorati quando fino ad allora erano realizzati solo in colori naturali. Fin da subito i mercati cui l'azienda si rivolge sono la Germania e gli Stati Uniti, paesi con grande stabilità economica facendo registrare tassi di crescita sempre positivi, fino agli ultimi anni in cui ha avuto una

crescita esponenziale con un fatturato totale per il 2014 di 355,8 milioni di euro, più di mille collaboratori interni ed un indotto di circa 4000 collaboratori esterni.

Le creazioni dell'azienda umbra riconosciute ormai in tutto il mondo come eccellenza assoluta del Made in Italy, sceglie i filati migliori al mondo che sono prodotti tra l'Afghanistan, l'India, la Cina e la Mongolia dalle pregiatissime capre "hircus" dal cui sottovello deriva il cashmere più prezioso al mondo. Una sola volta l'anno, in primavera, quando il clima si fa più prelevano il sottovello, grazie ad un delicato procedimento di pettinatura completamente innocuo per gli animali. Da ogni capra, annualmente si ottengono circa 250 grammi di sottovello, la ricercatezza, le difficoltà legate al reperimento e al controllo della fibra ne aumentano ulteriormente la preziosità ed il valore. Annualmente, insieme con il collaboratore di sempre, Cariaggi, Cucinelli si reca in Mongolia e in Cina per selezionare il cashmere di migliore qualità che viene poi lavorato e trasformato in capi unici da conservare per tutta la vita, nei laboratori di Solomeo.



Fonte: [investor.brunellocucinelli.com](http://investor.brunellocucinelli.com)

Dalla prima collezione di soli 5 modelli di maglioni, di strada Cucinelli ne ha fatta. A partire dalla seconda metà degli anni ottanta si ha un ampliamento dell'offerta di prodotti e all'ingresso in alcuni dei principali mercati esteri grazie allo sviluppo del

canale di distribuzione *wholesale* multimarca. Sempre a metà degli anni ottanta, Brunello Cucinelli acquista una partecipazione in Rivamonti, società specializzata nella creazione e produzione di maglieria in lana i cui prodotti verranno poi arricchiti con l'inserimento di seta e fili in cashmere, andandosi così ad affiancare alla linea "Brunello Cucinelli". Un mercato strategico per la società sono sempre stati gli Stati Uniti, infatti, per rafforzare la presenza e la capacità di vendita nel 1986 viene fondata la Brunello Cucinelli USA Inc., come rivenditore all'ingrosso ed importatore in America di capi in Cashmere. Agli inizi degli anni novanta, dalla sola maglieria in cashmere e lana, Cucinelli decide di ampliare la sua offerta grazie all'acquisizione del marchio Gunex, specializzato nella produzione di pantaloni e gonne per donna. E' solo nel 1994 che viene lanciata la prima collezione uomo a marchio Brunello Cucinelli, e viene aperto il primo negozio monomarca a Porto Cervo e agli inizi degli anni duemila si definisce la creazione di un'offerta di prodotto di tipo *total look*, infatti, nonostante il core business dell'azienda rimanga sempre la produzione di maglieria pregiata si sviluppano internamente le competenze per la realizzazione di nuovi prodotti quali camicie per uomo e per donna, accessori come scarpe e sciarpe in grado di completare la collezione dei capi in maglieria senza dover concedere a terzi licenze per l'uso dei propri marchi.

A partire da 2005 la strategia aziendale di crescita e di internazionalizzazione si concentra nell'apertura di negozi monomarca sia in franchising che a gestione diretta, DOS, in Italia e all'estero. I negozi vengono aperti nelle vie del lusso più prestigiose del mondo e in alcune località *resort* più esclusive. Tra i negozi monomarca gestiti direttamente si annoverano quelli di Milano, Parigi, New York, Madrid, Capri, St. Moritz, e tra quelli gestiti in franchising i negozi di Londra, Tokyo, Mosca, S. Pietroburgo, Sylt, Cortina, Saint Tropez.

A partire dalla collezione autunno-inverno 2011/2012 il marchio Rivamonti e il marchio Gunex cessano di essere utilizzati e l'intera offerta del gruppo è rappresentata dall'unico marchio Brunello Cucinelli. Il forte processo di crescita e sviluppo di questa particolare azienda familiare nel primo decennio del 2000 ha convinto Brunello Cucinelli alla quotazione in Borsa dell'azienda avvenuta il 27 Aprile 2012. Così come

avvenuto per le altre aziende del settore lusso, l'IPO si è rivelata un grande successo, con domanda di azioni superiore all'offerta e prezzo dell'azione di molto superiore al prezzo di offerta a quasi due anni dalla quotazione.

Per premiare i dipendenti per la crescita a due cifre dell'utile nel 2012, nel Novembre del 2012, Brunello Cucinelli ha distribuito 5 milioni di euro di utile ai dipendenti, una sorta di premio di produzione, pari a 6,385 euro in più in busta paga per dipendente.

#### 4.2. CARATTERISTICHE PRODOTTO.

Da diversi anni la commercializzazione avviene sotto l'unico marchio Brunello Cucinelli, che comprende una vasta gamma di capi d'abbigliamento ed accessori *casual-chic*, quale uno dei principali esempi di lusso "absolute", in cui il Made in Italy è coniugato con la capacità di innovare e percepire le nuove tendenze. Qualità, artigianalità, creatività, esclusività e cultura del bello sono gli elementi distintivi del brand, insieme con una grande capacità di recepire le innovazioni del mercato sia nei gusti che nelle tendenze di moda consentendo così, in un connubio unico, di realizzare una linea di prêt-à-porter casual-chic capace di abbracciare i gusti di una clientela molto ampia giovane e meno giovane e in grado di mantenere valore nel tempo. Coniugare antico e moderno, obiettivi aziendali e necessità umane sono il segreto di un'impresa che per la sua portata innovativa viene guardata con interesse da più parti.

Identità ed innovazione, è attraverso queste linee guida che l'azienda dà vita alle sue creazioni. L'artigianalità si esprime sempre più attraverso l'innovazione tecnologica: un mix di tecniche moderne e lusso tradizionale. La tecnologia entra in gioco e conferisce un nuovo ritmo alle più tradizionali tecniche artigianali: tessuti "aristocratici" e materiali pregiati vengono trattati con materiali high tech per dar vita ai nuovi temi di collezione. Continuamente alla ricerca di un equilibrio estetico tra naturalezza e distinzione, le ultime collezioni di Brunello Cucinelli, si rivolgono ad un target consapevole e ricercato con una proposta più cittadina e metropolitana che non rinuncia alla morbidezza dei colori, alle fibre ed ai materiali preziosi, in equilibrio tra ricercatezza e minimalismo. Sartorialità e interventi artigiani si mescolano al mondo

“active” che diventa “soft luxury” per il giorno e più importante per la sera. A seguito della strategia di ampliamento dell’offerta perseguita negli anni addietro l’azienda è attiva nella produzione di maglieria, camicie da uomo e da donna, abiti da donna e abiti da uomo, capispalla, sciarpe, scarpe, accessori. Un rilievo importante hanno assunto negli ultimi cinque anni proprio questi ultimi, seguendo il trend generale delle case di lusso, gli accessori rappresentano i prodotti che nel corso del tempo hanno saputo conquistare una parte sostanziale dei ricavi che per Cucinelli vale più del 15 % del fatturato. Analizzando i dati che emergono dal bilancio consolidato relativo ai primi tre mesi del 2015 si evidenzia una flessione delle vendite, tuttavia, rispetto al 2014, anno particolarmente florido per questa categoria di prodotti.

<i>Ricavi per prodotto</i>	3M 2015		3M 2014		Variazione	
	meur	%	meur	%	meur	%
Abbigliamento	94.1	84.2%	67.5	67.8%	26.5	39.3%
Accessori	17.6	15.8%	32.1	32.2%	-14.4	-45.0%
Totale	111.7	100.0%	99.6	100.0%	12.1	12.1%

Fonte: MGV ANALYTICS

Nel parlare delle sue creazioni, in un’intervista rilasciata al Sole24 Ore nel giugno di quest’anno, l’imprenditore confessa di quanto sia ossessionato dal prodotto e dalle reazioni che suscita in chi lo vede per la prima volta e in chi ci conosce bene.

“Vorrei che ci fosse sempre un elemento di sorpresa, di ammirazione per quello che le mani sapienti dei nostri artigiani riescono a fare. Ma spero sempre che tutti colgano anche la coerenza di un percorso, di un’eleganza leggera, fatta di dettagli e di capi combinabili per adattarsi alla personalità di ciascuno, dandole un tocco di quello stile italiano che tutti ci invidiano”.

#### 4.3. DISTRIBUZIONE.

Dal punto di vista del consumatore finale, il Gruppo è presente sul mercato attraverso<sup>69</sup>:

- il canale della distribuzione retail, cioè il canale di distribuzione diretta (al dettaglio) per il quale il Gruppo si avvale di boutique gestite direttamente, i cosiddetti “DOS” o Directly Operated Stores. In alcuni Paesi, la società del Gruppo che gestisce il DOS è partecipata altresì da operatori locali che così apportano la loro specifica esperienza del mercato. Dal 1 settembre 2014 il canale retail comprende anche il fatturato degli hard-shop gestiti sotto la responsabilità del Gruppo e con personale dipendente diretto posizionati all’interno dei department stores giapponesi;
- il canale wholesale monomarca, che è costituito dai negozi monomarca gestiti con accordi di distribuzione commerciale. Il Gruppo si avvale per la vendita ai consumatori finali di intermediari, rappresentati dai negozi monomarca, con la conseguenza che in tal caso sono questi ultimi ad essere i clienti del Gruppo;
- il canale wholesale multimarca, che comprende i negozi multimarca indipendenti e gli spazi dedicati nei department store (shop in shop). Rispetto a tale canale, il Gruppo si avvale per la vendita al consumatore finale di intermediari, rappresentati da negozi multimarca indipendenti (ovvero di department store), con la conseguenza che in tal caso sono questi ultimi ad essere i clienti del Gruppo. Per le vendite nei confronti di alcuni clienti wholesale monomarca e multimarca, il Gruppo si avvale di una rete di agenti e distributori. Per tutti i canali distributivi il Gruppo cura che negli spazi e nei negozi dedicati alla vendita dei suoi prodotti siano trasmessi l’immagine del marchio e lo stile Brunello Cucinelli.

Durante il 2014 è stato raggiunto un importante traguardo simbolico per il brand: oltre 100 boutiques monobrand localizzate in punti chiave nel mondo diffondono i prodotti ed i valori che hanno reso famoso il borgo di Solomeo, sempre mantenendo il

---

<sup>69</sup> Informazioni tratte dal Bilancio Consolidato al 31 Dicembre 2014. [www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com).

carattere di esclusività e rarità per la diffusione di un prodotto sempre più “unico”, in quanto legato al savoir-faire ed alla tradizione artigianale italiana ed umbra<sup>70</sup>.

#### *Espansione*

A fine 2014 si conferma la tendenza della società nella via della crescita moderata ed equilibrata in tutto il mondo, con nuove aperture collocate a Vienna e Francoforti, le “capitali del pensiero” come definite da Cucinelli stesso, nelle grandi metropoli d’oriente Seoul, Singapore, Hanoi, Shangai sul versante orientale e nelle città simbolo d’America Aspen, Atlanta e San Francisco. Al contempo l’azienda si rivolge alla amata Italia con due nuove aperture a Bari e Palermo, città d’arte e porti che hanno fatto la storia del mediterraneo.

#### *Consolidamenti ed Ampliamenti*

La volontà della società di dare unitarietà all’immagine globale dell’azienda prosegue con l’apertura di nuovi negozi a gestione diretta (DOS), la realizzazione di nuove partnership e joint ventures che permettono il consolidamento ed ampliamento nelle piazze centrali della moda, come a Parigi, Beverly Hills, Roma e Londra.

Di seguito si riepiloga la Rete di vendita dei Monomarca del Gruppo Brunello Cucinelli aggiornata alla data del 31 dicembre 2014 e al 31 dicembre 2013:

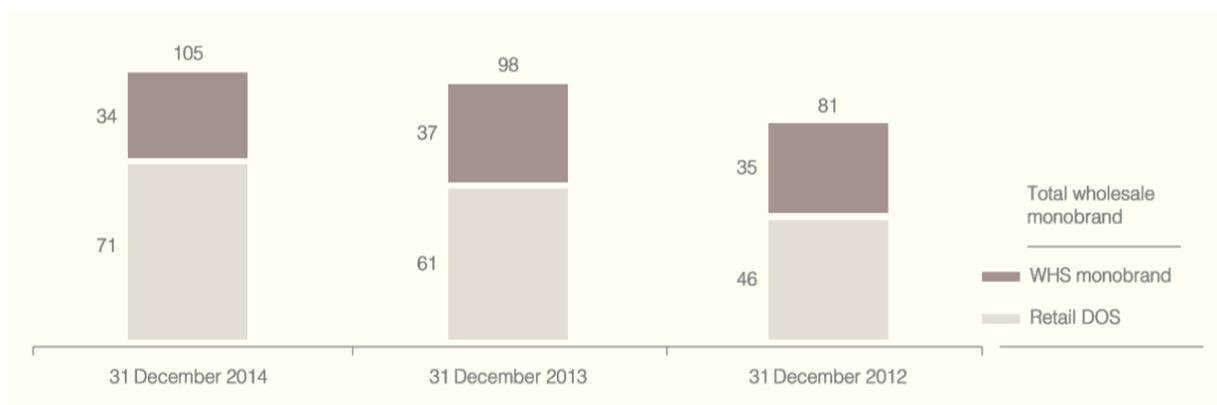
---

<sup>70</sup> I dati riportati in questa sezione sono tratti dal bilancio consolidato al 31 dicembre 2014

Canale Distributivo	31 dicembre 2014	31 dicembre 2013
RETAIL	71	61
WHOLESALE MONOMARCA	34	37

La tabella seguente suddivide la localizzazione dei punti vendita esistenti al 31 dicembre 2014 per area geografica:

	Italia	Europa	Nord America	Greater China	Resto del Mondo (Row)	Totale
DOS	12	22	17	16	4	71
WHOLESALE MONOMARCA	4	19	1	3	7	34
<b>TOTALE</b>	<b>16</b>	<b>41</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>11</b>	<b>105</b>



Fonte: Bilancio consolidato 2014

Il grafico precedente evidenzia la sensibile crescita dei punti vendita diretti (DOS) passati da soli 46 in tutto il mondo a 71, anche a seguito dell'acquisizione di alcuni punti vendita prima wholesale, come accaduto per il punto vendita di Bruxelles. Rimane pressappoco invariata, negli ultimi tre anni, invece la diffusione dei negozi wholesale monomarca.

I risultati raggiunti nel 2014 risultano molto interessanti in tutti i canali distributivi, grazie alle vendite nelle superfici esistenti e al contributo di nuovi e selezionati spazi. Il canale monomarca Retail e le relative vendite comparabili confermano, anche nell'ultima parte dell'anno, il positivo trend dei mesi precedenti; i canali wholesale monomarca e wholesale multimarca mostrano risultati coerenti con le dinamiche di conversione di alcuni punti vendita al canale diretto. Più nel dettaglio, al 31 dicembre

2014 i canali distributivi Retail e Wholesale Multimarca evidenziano incrementi dei ricavi, grazie ai risultati raggiunti nelle boutiques e locations esistenti, alle nuove e selezionate aperture, e alla presenza negli spazi più prestigiosi dei Luxury Department Stores. Il canale Wholesale Monomarca evidenzia un decremento del -6,7%, riconducibile alla trasformazione del modello di business in Giappone che dal 1 settembre 2014 è stato convertito da canale Wholesale a canale Retail.

(In migliaia di Euro)	Esercizio chiuso al 31 dicembre				Variazione	
	2014	incid. %	2013	incid. %	2014 vs. 2013	2014 vs. 2013 %
Retail	148.486	41,7%	115.440	35,8%	33.046	+28,6%
Wholesale Monomarca	30.873	8,7%	33.080	10,3%	(2.207)	-6,7%
Wholesale Multimarca	176.550	49,6%	173.960	53,9%	2.590	+1,5%
<b>Totale</b>	<b>355.909</b>	<b>100,0%</b>	<b>322.480</b>	<b>100,0%</b>	<b>33.429</b>	<b>+10,4%</b>



## RETAIL

I ricavi netti generati dal canale retail sono pari ad Euro 148 .486 migliaia, registrando un incremento di Euro 33 .046 migliaia, pari a +28,6% rispetto all'esercizio precedente. Alla data del 31 dicembre 2014 il canale retail rappresenta il 41,7% dei ricavi netti totali del Gruppo, in aumento rispetto al 35,8% del 31 dicembre 2013. I punti di vendita diretti, che erano sessantuno al 31 dicembre 2013, sono passati a settantuno al 31 dicembre 2014. Rispetto al 31 dicembre 2013 si evidenzia un incremento del numero dei punti vendita pari a dieci, con cinque aperture e cinque trasformazioni di punti vendita precedentemente gestiti come wholesale monomarca. Inoltre, a far data dal 1 settembre 2014, sono passati dalla gestione wholesale multibrand al canale

Retail anche 13 hardshop situati nei più importanti Luxury Department Stores del Giappone, in seguito alla evoluzione della modalità di gestione del business in tale mercato .

#### WHOLESALE MONOMARCA

I ricavi netti generati dalle vendite attraverso il canale wholesale monomarca sono pari al 8,7% dei ricavi netti totali, rispetto al 10,3% dell'esercizio 2013. In termini assoluti risultano pari ad Euro 30 .873 migliaia, in diminuzione di Euro 2 .207 migliaia rispetto al 31 dicembre 2013, corrispondente al -6,7%. Si segnala che sterilizzando l'effetto delle conversioni al canale diretto, i ricavi netti del canale wholesale monomarca sarebbero stati pari al +14,3%.

I punti di vendita, che erano trentasette al 31 dicembre 2013, sono passati a trentaquattro al 31 dicembre 2014. Nel corso del 2014 il numero dei negozi wholesale monomarca è diminuito complessivamente di tre unità rispetto alla situazione al 31 dicembre 2013, per l'effetto combinato del passaggio a DOS dei punti vendita di Cannes e Knokke e dei tre punti vendita giapponesi (Tamagawa, Kobe, Tokyo) e le aperture di Seoul e Taipei.

#### WHOLESALE MULTIMARCA

I ricavi netti realizzati attraverso il canale wholesale multimarca sono pari ad Euro 176 .550 migliaia (+ Euro 2 .590 migliaia rispetto al 31 dicembre 2013, pari ad un incremento del +1,5% rispetto al 2013) . L'incidenza percentuale del canale passa dal 53,9% del 31 dicembre 2013 al 49,6% del 31 dicembre 2014.

I risultati sono trainati dall'incremento degli ordini dei più importanti Luxury Department Stores, grazie ai positivi risultati di sell-out raggiunti e ai maggiori spazi dedicati al brand, nella volontà di soddisfare la crescente domanda di prodotti esclusivi di abbigliamento, di grandissima qualità e contemporaneità del gusto. Si segnala

inoltre che la performance rispetto all'esercizio 2013 è impattata dall'evoluzione della modalità di gestione del business in Giappone, che, a partire dal 1° settembre 2014 è stato caratterizzato dalla conversione di 13 hard-shop situati nei più importanti Luxury Department Stores, che sono così passati dalla gestione wholesale multibrand al canale Retail. Tale dinamica, che aveva iniziato a impattare la performance del canale wholesale multimarca a partire dai dati riportati al 30 settembre 2014, influenza in particolare l'ultima parte dell'esercizio, coinvolgendo le intere consegne relative alla collezione Autunno-Inverno 2014.

#### 4.4. CONCORRENTI PRINCIPALI

I concorrenti di Brunello Cucinelli sono per lo più aziende italiane e francesi, considerata la condizione di leadership che i due paesi hanno nel settore moda a livello mondiale.

Hermès, Ermenegildo Zegna, Cruciani e Loro Piana sono considerabili i veri e propri concorrenti dell'azienda familiare essendo tutte impegnate nella produzione di prodotti in cachemire di alta qualità.

Hermès è una delle società del lusso più grandi al mondo, leader nella produzione di prodotti in pelle e cashmere di elevatissima qualità e destinati a soddisfare il gusto di una clientela con un altissimo tenore di vita e dai gusti abbastanza classici. Si tratta di una multinazionale francese che nel 2014 è riuscita a raggiungere la cifra record di 4,1 miliardi di euro con un + 10% rispetto al 2013 e raddoppiando quasi il totale vendite del 2010 fermo a 2,4 miliardi di euro; gli utili netti sono in salita del 9% a 859 milioni di euro, contro gli 806 milioni del 2013, ha più di 11,000 dipendenti, mentre la produzione è localizzata tra Italia e Nepal. Risulta fortemente esposta nell'area Dell'Asia pacifico, soprattutto in Cina che rappresenta più del 30% delle vendite in continua crescita con un +13%, la crescita si fa sentire anche in America che registra un + 15%. La parte principale dei ricavi è costituita dalla pelletteria ma si segnalano continui valori positivi anche per le vendite del settore ready-to-wear. La presenza di Hermès in America, principale mercato per Cucinelli, rimane, nonostante le vendite in

crescita, abbastanza limitata da non mettere in pericolo il business dell'imprenditore umbro almeno, nel nuovo continente.

Il gruppo Ermenegildo Zegna realizza prodotti dallo stile classico italiano casual, caratterizzati da dettagli di lusso e tessuti esclusivi con prezzi accessibili. Il gruppo ha chiuso il 2014 con un fatturato di un miliardo e 210 milioni di euro, un Ebitda pari a 185 milioni ed un utile netto di 71 milioni, in leggera flessione del 4.1% rispetto all'anno precedente in cui il fatturato totale era maggiore di 10 milioni di euro circa e su cui hanno influito il rallentamento dei consumi in Cina, oneri fiscali straordinari e i costi per il rilancio del marchio Agnona. Più del 90% delle vendite deriva dalle esportazioni, con i mercati emergenti che costituiscono il 46% del totale dei ricavi del gruppo. Il retail è il principale canale attraverso cui si realizzano le vendite di Zegna rappresentando ormai il 78% del totale delle vendite del brand, con un incremento del 16% in soli quattro anni.

Loro Piana, società italiana caratterizzata dalla la realizzazione di prodotti in cashmere e stoffe pregiate, a distanza quasi di due anni dall'acquisizione della maggioranza della società da parte di LVMH, presenta ricavi totali saliti dai 483,7 milioni di euro del 2013 ai 505,5 milioni di euro del 2014 di cui 171,6 sono riconducibili al ramo tessile.

Infine, il gruppo Cruciani è un'azienda realizzatrice di prodotti in cachemire dall'alta qualità, dallo stile originale e dai prezzi accessibili e ha riscosso grande successo con la realizzazione di braccialetti di macramè. Nel 2013: il fatturato ha superato i 41 milioni di euro per un incremento del 38% sul 2012 che arriva dopo due anni di crescita esplosiva dato che i ricavi erano pari a 14.5 milioni di euro nel 2010. L'azienda opera con due marchi cioè Cruciani (abbigliamento in cashmere e filati pregiati) e Cruciani C (braccialetti e accessori). Il marchio Cruciani è nato nel 1992, ma la crescita esponenziale è molto più recente ed è legata ai braccialetti, nati nel 2011. Alla fine del 2011 i ricavi erano tutti legati alla maglieria mentre oggi solo il 40% dei ricavi proviene dal marchio di abbigliamento, mentre il resto deriva da Cruciani C, saliti del 134%. Secondo il piano strategico dell'azienda l'Italia tra cinque anni peserà per circa il 25% -

ora pesa ancora per il 60% dei ricavi complessivi del gruppo-, mentre il mercato principale saranno gli Stati Uniti, seguiti dal Medio Oriente.

#### 4.5. PUNTI DI FORZA E DEBOLEZZA.

Tra i punti di forza si possono annoverare diverse caratteristiche dell'azienda di Solomeo che nel corso degli anni hanno determinato il suo successo mondiale.

Innanzitutto, si deve riconoscere come il posizionamento nel segmento del "lusso assoluto" sin dalla prima collezione abbia garantito una costante e moderata crescita fino a raggiungere i risultati di grande successo degli ultimi anni. Tale segmento si caratterizza, infatti, come visto nel capitolo primo del presente lavoro, per il forte appeal verso gli individui con reddito alto, la sostanziale inelasticità rispetto al prezzo e la forte resistenza a contesti macroeconomici in contrazione. Inoltre, il brand Cucinelli riscontra forte interesse sia per le collezioni Donna sia per quelle Uomo nonché in molti mercati in cui è presente.

Nel corso degli anni di attività aspetto molto rilevante è stata la capacità di costruire una *brand identity* particolarmente forte e riconoscibile che ha permesso l'espansione e l'affermazione dell'azienda a livello internazionale. L'identificazione del brand con il proprio fondatore Brunello Cucinelli, e ancor di più con la sua filosofia di azienda umanistica, incentrata sull'Uomo e sulla valorizzazione del lavoro artigiano, collegata alla scelta di utilizzare come marchio lo stemma di Solomeo e fondare le campagne pubblicitarie nazionali ed oltre confini, sulla comunicazione dell'essenzialità e spiritualità della terra umbra, ha permesso di realizzare un "unicum" nel panorama mondiale ,in grado di conquistare tutto il mondo.

A livello strategico, l'ampliamento dell'offerta realizzata nell'ultimo decennio con la recente scelta di puntare sugli accessori è risultata vincente e si è allineata con il trend generale delle aziende del lusso mondiale che hanno individuato proprio in questa categoria di prodotti un business nuovo e particolarmente profittevole. Nel 2014 gli accessori hanno rappresentato il 14,5% dei ricavi totali e le stime prevedono che essi

nel 2020 arrivino a rappresentare il 25% del fatturato, considerato che per lo stesso anno l'azienda ha l'obiettivo di raggiungere i 700 milioni di fatturato.

L'internazionalizzazione perseguita da sempre dall'azienda, attualmente cresce a tassi annui a due cifre nei mercati orientali in particolare nella Greater China in cui l'azienda sta incrementando la presenza con l'apertura di negozi a gestione diretta e che secondo il bilancio consolidato del 2014 contribuisce al 5,9% del fatturato con un incremento rispetto al 2013 del 32,7%. Dalla crescita in paesi emergenti dalla forti prospettive di crescita future può derivare uno sviluppo significativo del business in pochi anni fino a livello dei principali colossi della moda, come Prada, Hermès e Louis Vuitton.

La sostenuta crescita dei margini è dovuta al miglioramento dell'efficienza nell'approvvigionamento dei tessuti, attraverso contratti a lungo termine siglati con Zegna, Loro Piana ed altre aziende produttrici di cachemire di elevata qualità. Inoltre i margini crescono anche grazie anche all'incrementata rilevanza delle economie di scala, supportate da un incremento molto rilevante della produzione negli ultimi anni.

Altro punto di forza che ha segnato il successo nel settore lusso assoluto di Brunello Cucinelli è stata la costante scelta di affidare, per quanto riguarda il canale wholesale multimarca, la distribuzione delle sue creazioni ai più famosi Luxury Department Stores del mondo e per quanto invece attiene al wholesale monobrand e ai DOS, le boutique sono state da sempre posizionate nelle fashion Street più note al mondo.

Si possono individuare dei punti di debolezza nell'azienda familiare dell'omonimo fondatore derivanti tuttavia dalla ancora limitata dimensione, sia nazionale che internazionale di Cucinelli rispetto ai suoi principali competitors.

La dimensione di Cucinelli non è ancora al livello dei principali competitors ed è focalizzata nei mercati maturi, come Europa e Stati Uniti che rispettivamente nel 2014 hanno rappresentato il 32,8 % con un incremento del + 8,2% rispetto al 2013 e il 34,5% con un rispettivo incremento del 12,7% dovute alle aperture di nuovi punti vendita diretti ad Atlanta e a San Francisco. Ora, mentre il mercato statunitense sembra presentare buone prospettive di crescita, quello europeo risulta in bilico tra la positiva,

seppur limitata crescita dei paesi del centro Europa e del sud, ed i conflitti che affliggono i paesi dell'Est e limitano fortemente l'attrattività per il business.

Altro punto di debolezza risulta il fatto che il canale diretto di distribuzione retail, non è ancora il business primario del Gruppo-sebbene a forte crescita( + 28,6%) - costituendo il 41,7% dei ricavi complessivi del gruppo nel 2014 con , al contrario del segmento wholesale multimarca che pesa, con leggera crescita rispetto al 2013 (+ 1,5% ), ancora per il 49,6%. Negli ultimi tre anni infatti, si è assistito ad una aggressiva crescita del canale retail, spesso ottenuta con la conversione di punti vendita wholesale multibrand in Retail DOS, con la specifica finalità di aumentare la riconoscibilità del brand nel mondo, garantita solo attraverso lo sviluppo dei canali di vendita diretti.

I margini rispetto ai competitors sono più limitati<sup>15</sup>, e sono dovuti principalmente al maggior focus dell'azienda sul meno profittevole business dell'abbigliamento rispetto al business degli accessori, considerato a maggior profittabilità.

Dal quadro generale fornito emerge come i punti di forza siano superiori rispetto ai punti di debolezza, in quanto questi ultimi sono elementi su cui da tempo l'impresa sta lavorando- come lo sviluppo del canale retail e l'incremento del business e dei margini- e che nel corso di pochi anni si trasformeranno in ulteriori punti di forza per Brunello Cucinelli.

#### 4.6. OPPORTUNITA' E MINACCE

Le opportunità che Brunello Cucinelli può perseguire per incrementare la competitività del proprio business derivano dalla possibilità di migliorare ed estendere alcuni punti di forza prima elencati.

L'espansione dei DOS può essere perseguita in aree geografiche più ampie rispetto a quelle attualmente coperte. Infatti è ancora limitata l'esposizione in alcuni paesi inclusi nella macro area del Resto del Mondo, come alcuni paesi nel Medio Oriente – Emirati Arabi ed Arabia Saudita – e nel Pacifico – Australia e Nuova Zelanda. Inoltre nella

stessa Asia, alcune aree come il Sud Est Asiatico, sono ancora inesplorate sebbene siano ormai tra le realtà geografiche più dinamiche nel mercato del lusso. In particolare, nel 2014, il “resto del mondo”, escluso quindi Europa, Cina, USA, ha avuto un incremento del +16,6% rispetto al 2013 del fatturato grazie alla performance positiva del Giappone e si registrano due sole nuove aperture in paesi in cui Cucinelli non è presente da tempo: San Paolo in Brasile e Seul per la Corea del Sud. Il fatto che l'azienda non sia presente in molti dei paesi più ricchi al mondo come quelli arabi e l'America Latina che negli ultimi anni è in forte sviluppo rappresenta una grande opportunità di crescita in quanto nei prossimi anni potrà continuare con la strategia di espansione già iniziata attraverso l'apertura di nuovi punti vendita a gestione diretta in mercati nuovi in cui attualmente non è presente.

Molto interessante è lo sviluppo e la diffusione che ha ottenuto negli ultimi anni nel settore del lusso anche, lo shop on line, canale di vendita dalle grandi potenzialità che cattura sempre più clienti permettendo di acquistare un bene di lusso anche senza doversi recare in boutique e pertanto di avere direttamente a casa o in qualunque altro posto l'oggetto che si desidera anche se non ci sono punti vendita nelle vicinanze.

Lo sviluppo del business degli accessori, ad alta marginalità, deve continuare ad essere perseguito così come l'azienda sta facendo negli ultimi anni, e consentirà un miglioramento della marginalità complessiva del gruppo se raggiungerà almeno il 25% dei ricavi del gruppo- rispetto all'attuale 15% - nei prossimi 5 anni.

Tra i rischi si annoverano punti di forza che se non controllati con attenzione possono trasformarsi in punti di debolezza.

Come accade per molti family business si evidenzia una forte dipendenza dal proprietario – CEO dell'azienda Brunello Cucinelli nella definizione delle strategie e nel governo dell'impresa. La caratteristica di Cucinelli è quella di un'impresa a forte controllo familiare, dove il ruolo di manager esterni in azienda è limitato. Sebbene la guida dell'imprenditore sia fortemente innovativa emerge comunque la necessità di inserire professionalità nuove nell'azienda con back ground culturali diversi che possano essere in grado di favorire la crescita immediata nelle aree geografiche dove

ancora la presenza dell'impresa è limitata soprattutto a fronte della apertura al mercato avvenuto nel 2012 e di nuovo nel 2015 che ha comportato l'ingresso di nuovi soci nella società.

Infine, è ancora ampia l'esposizione in mercati maturi e a basse prospettive di crescita, come l'Italia, i paesi dell'Eurozona e gli stessi Stati Uniti. In particolare, l'Italia che costituisce ancora più di un quarto dei ricavi complessivi del gruppo è prevista in netta riduzione nel consumo di beni di lusso, e la sua unica forza rimane la capacità di attrarre turisti dall'estero, in particolare la Cina, che riescono a sostenere il settore in Italia.

Discorso a parte va fatto per gli Stati Uniti in quanto le prospettive di crescita sono più floride, e il business di Cucinelli probabilmente continuerà a realizzare tassi di crescita a due cifre, stante la ormai consolidata e sviluppata presenza di Cucinelli nell'area già da molti anni.

Una minaccia molto rilevante, infine, è costituita da rallentamento della crescita della Cina che è stata annunciata ad inizio 2015 che sembra aver abbandonato i tassi di crescita cui abbiamo assistito nell'ultimo decennio. Tale rallentamento risulta importante, non solo per l'impatto negativo che potrebbe avere nelle vendite sul territorio ma soprattutto per il fatto che la gran parte delle vendite nelle piazze della moda europee sono state spinte negli anni della crisi proprio dagli acquisti dei "turisti del lusso", in prevalenza cinesi.

ANALISI SWOT: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats.



#### 4.7. IMPEGNO PER LO SVILUPPO DEL TERRITORIO.

Negli ultimi decenni, il concetto di “territorio” ha subito un’evoluzione significativa: da semplice risorsa materiale suscettibile di sfruttamento o mero spazio da controllare, si è giunti ad una interpretazione che gli attribuisce un carattere prevalentemente relazionale e ne riconosce l’incertezza propria di un sistema complesso. Secondo Rullani<sup>71</sup> Il territorio assume la forma di un “sistema incompiuto” che cerca di

<sup>71</sup> RULLANI E. (2009), “Impresa come sistema intelligente: alla ricerca di nuovi modelli di governance e di valore”, Sinergie, n. 80, pp. 103-142.

rigenerare continuamente la propria identità in rapporto agli eventi esterni che in qualche modo la destabilizzano e, in alcuni casi, non riesce a ricondurre verso un indirizzo proprio<sup>72</sup>. I territori non possono essere intesi come uno spazio fisico a sé stante, bensì sono condizionati dal tempo e dalle scelte dell'uomo: il processo di globalizzazione ha generato notevoli cambiamenti economici, culturali e politici su scala globale, ma anche a livello locale, in quanto lo sviluppo tecnologico, la velocità di trasmissione delle informazioni, la crescente mobilità di persone e merci, hanno determinato il ridimensionamento delle distanze e un progressivo aumento delle relazioni e degli scambi tra Paesi in vari ambiti<sup>73</sup>. Con l'identificazione del luogo, in ottica dinamica, come il prodotto di processi evolutivi autopoietici, si focalizza l'attenzione sull'importanza dei fattori intangibili - *genius loci*<sup>74</sup>, valore del marchio collettivo, sviluppo e diffusione della conoscenza - capaci di determinare in modo decisivo il processo evolutivo dello sviluppo territoriale. Con tale espressione *genius loci*, si intende rappresentare lo spirito di un territorio, come concentrato di cultura d'impresa, storia, tradizioni e valori locali, conoscenza, capacità di innovazione e creatività; è proprio questo aspetto a garantire ai distretti, ai network e ai sistemi produttivi, la possibilità di sopravvivere nel tempo anche in un'economia dominata dalla delocalizzazione e dalla globalizzazione<sup>75</sup>. La creatività, la conoscenza, la genialità che nel tempo si è stratificata (sovente identificata come fonte del Made in Italy) ha creato valore difficilmente imitabile nei territori italiani; quest'ultimi, cooperando, eventualmente anche con realtà territoriali estere, procederanno verso la generazione e il mantenimento della competitività<sup>76</sup>. La conoscenza del territorio passa attraverso il riconoscimento delle interazioni tra diversi attori a livello locale e globale; il territorio non è più semplicemente lo spazio neutro su cui si svolgono gli eventi, ma è il frutto

---

<sup>72</sup> Cfr. FERRANDO P.M. (1998), "Risorse e risorse immateriali, natura e implicazioni per il valore delle imprese", in Vaccà S. (a cura di), *Problemi e prospettive dei servizi pubblici locali di pubblica utilità in Italia*, Franco Angeli, Milano.

<sup>73</sup> O. SANSONE, A. MORETTA TARTAGLIONE, R. BRUNI. *Co-creazione di valore nelle relazioni impresa-territorio: determinanti innovative ed osservazione di casi*.

<sup>74</sup> NORBERG-SCHULZ C. (1980), *Genius loci: towards a phenomenology of architecture* Academy Editions, New York.

<sup>75</sup> BECATTINI G. (2000), *Il distretto industriale. Un nuovo modo di interpretare il cambiamento economico*, Rosenberg & Sellier, Torino.

<sup>76</sup> PRAHALAD C.K., RAMANSWAMY V. (2004), *The future of competition: Co-creating unique value with customers*, Harvard University Press, Cambridge.

delle dinamiche interattive che attiva e che si svolgono continuamente tra di essi; esso è il frutto dell'interazione dell'attività umana con l'ambiente esterno che conduce ad un "processo di territorializzazione", che consiste nella capacità della società insediata in un territorio di plasmarlo e renderlo vicino ai suoi bisogni. Il suolo, la terra, l'ambiente fisico, il paesaggio, l'ecosistema, l'architettura, le infrastrutture non sono ancora il territorio, essi ne rappresentano i supporti fisici e simbolici: la specificità del territorio consiste nel suo essere il risultato della capacità di strutturazione simbolica dello spazio, consentendo il riconoscimento di una correlazione fra luogo fisico e spazio culturale, simbolico, economico della società insediata<sup>77</sup>. Il capitale sociale territoriale è considerato dalla letteratura come una risorsa che risiede nella struttura delle relazioni sociali e non negli individui né nei mezzi di produzione; è una risorsa collettiva connessa con le strutture delle reti di relazioni, con la loro stabilità e densità delle relazioni stesse nel tempo e poi si evolve nel concetto di civiness inteso come l'insieme di elementi dell'organizzazione sociale quali la fiducia, la solidarietà, le norme di reciprocità, le reti che sono in grado di migliorare l'efficienza individuale e della collettività; a partire da questi temi, la comprensione del fenomeno si è via via arricchita di nuove esperienze, la letteratura sull'argomento si è ampliata notevolmente e i tentativi di definizione del capitale sociale si sono moltiplicati allo scopo di chiarire il concetto. La letteratura italiana (Rizzi<sup>78</sup>, 2003; Vinci<sup>79</sup>, 2005; Camagni<sup>80</sup>, 2008;) definisce il capitale sociale territoriale come beni collettivi relazionali o reti tra gli stakeholder che consentono la diffusione di conoscenze e informazioni, riducono i costi di diffusione delle stesse e favoriscono la capacità di coordinamento tra gli attori. Infine si distingue il capitale sociale visto in ottica "sistemica" da quello "relazionale o interattivo"<sup>81</sup>: il primo è l'attitudine a cooperare che ha origine da una cultura condivisa in grado di creare fiducia interpersonale diffusa; il capitale sociale interattivo va individuato nelle risorse che scaturiscono dal

---

<sup>77</sup> M. SANSONE, A. MORETTA TARTAGLIONE, R. BRUNI, op. cit.

<sup>78</sup> RIZZI P. (2003), "Capitale sociale e crescita regionale in Italia: una esplorazione", Scienze Regionali, vol. 2-3, pp. 5786.

<sup>79</sup> VINCI I. (2005), Il radicamento territoriale dei sistemi locali, FrancoAngeli, Milano.

<sup>80</sup> CAMAGNI R. (2008), Per un concetto di capitale territoriale, Ires Piemonte, Torino.

<sup>81</sup> VARGO S.L., MAGLIO P.P., AKAKA M.A., (2008) "On value and value co-creation: A service systems and service logic perspective", European Management Journal vol. 26, n. 3, pp. 145-152.

tessuto relazionale e cooperativo in cui un individuo è inserito. Il capitale sociale appare come elemento differenziante nei processi di sviluppo e le ragioni di tale importanza possono essere ricondotte al continuo processo evolutivo e di cambiamento che ha interessato i sistemi economici moderni. Se da una parte la globalizzazione ha determinato la sottrazione al controllo dei singoli stati delle dinamiche di equilibrio dei mercati e ha ridotto l'unitarietà dell'economia nazionale determinando il tentativo di riprodurre gli equilibri socio economici in ambito subnazionale (Rullani 2009, Brunori 1999), d'altro canto è sorta la necessità per gli agenti economici e per i territori di sviluppare delle capacità peculiari sempre mutevoli; avviene pertanto una rivalutazione delle caratteristiche micro delle unità produttive che evidenziano l'importanza delle singole doti imprenditoriali e degli assetti istituzionali locali. Dunque, le scelte localizzative delle imprese assumono un ruolo di primo piano in quanto i vantaggi competitivi che l'impresa riesce a conseguire, sempre più dipendenti dalle specifiche risorse del territorio stesso, determinano il successo dell'attività produttiva<sup>82</sup>; ancora, le economie esterne presenti nel territorio che incidono notevolmente sulla competitività dell'impresa sono il frutto di beni collettivi locali che gli consentono di accrescere la capacità di innovazione<sup>83</sup>. Il capitale sociale appartenente ai territori funge da elemento caratterizzante che fa nascere dei modelli sul binomio tradizione-innovazione in un approccio riconducibile a distretti culturali evoluti (Francesconi e Cioccarelli, 2013) in cui il territorio con la sua tradizione, storia e identità relazionale rappresenta un valore aggiunto e un vantaggio competitivo difficilmente riproducibile in altri contesti. In questo senso dunque, allo stesso momento l'impresa sceglie il territorio compatibile e il tempo determina la co-creazione del valore impresa-territorio qualora emerga compatibilità strutturale e strategica.

La scelta di Brunello Cucinelli di spostare il centro della sua azienda nel piccolo Borgo di Solomeo, nel comune di Corciano in provincia di Perugia è avvenuta nel 1985 quando l'attività iniziava ad andare bene e gli spazi iniziali erano ormai troppo stretti. Dopo

---

<sup>82</sup> ANCARANI F., VALDANI E. (2000), *Strategie di Marketing del territorio*, Egea, Milano

<sup>83</sup> YIGITCANLAR T., VELIBEYOGLU K., MARTINEZ-FERNANDEZ C. (2008), "Rising knowledge cities: the role of urban knowledge precincts", *Journal of Knowledge Management*, vol. 12, n. 5, pp. 8-20

varie ricerche senza buon esito, un giorno tornando a casa l'imprenditore posa lo sguardo sul dolce colle di Solomeo, con i suoi boschi sempreverdi, il borgo, il castello, l'antica villa Antinori. Si tratta del paese della sua fidanzata Federica, attuale moglie, nonostante lo conosca da tempo, in quell'istante gli appare diverso, un luogo accogliente, con i suoi antichi edifici quasi diruti, un posto immaginario ora divenuto realtà. Le operazioni per l'acquisto dei beni dal loro vecchio proprietario sono facili così come non è semplice convincerlo dell'affetto che l'imprenditore nutre per quei luoghi e dei suoi progetti per il restauro e la cura con il rispettoso amore dovuto alle cose che fanno parte della nostra storia. Da allora questo è stato l'impegno personale di Cucinelli, il sogno di una vita: che a Solomeo tornasse a fluire, con l'attività della sua azienda, la linfa che lo aveva generato e fatto crescere per lenti secoli.

Il borgo di Solomeo, edificato tra la fine del XII secolo si sviluppa sull'insediamento di un precedente complesso rurale denominato Villa Solomeo che svolgeva la funzione di base operativa per gli uomini impegnati nella bonifica della piana sottostante. Si trovava in prossimità della strada che nel Medioevo, come probabilmente accadeva già in età romana, univa Perugia a Castiglione del Lago e a Chiusi. Il restauro e il recupero funzionale di Solomeo sono stati come il risveglio di un genio addormentato si legge nella sezione dedicata al Borgo sul sito dell'azienda. Non è cosa semplice infatti, tentare di riportare ad una nuova vita un tessuto storico perché in agguato c'è il fascino del suo incanto svanisca per sempre, ma la chiave di volta è stata il più antico valore: l'Umanità. Gli sforzi iniziali ed infaticabili sono stati rivolti al restauro del centro storico, dell'antica villa Antinori, degli edifici, vie, piazze, giardini spazi pubblici e costruzioni adiacenti al centro storico. Successivamente nel 2008, è stato inaugurato il "Foro delle Arti", con il teatro Cucinelli, un anfiteatro ed un giardino pensile che rappresentano luoghi d'incontro, creatività e cultura, risultato del frutto di un lavoro comune destinato anch'esso ad arricchire tutti e ad essere lasciato come patrimonio per le generazioni future. Nel 2010 è stata inaugurata l'Accademia Neumanistica con al suo interno una biblioteca. Si tratta di una struttura di ispirazione classica che si aggiunge al Foro delle Arti, dove si svolgono corsi di formazione culturale e manuale, riunioni di lavoro e corsi di aggiornamento professionale. Cucinelli ha provveduto poi a

sue spese anche al restauro della casa delle Accademie che ospita la Biblioteca Neumanistica. Proprio lo scorso anno, l'imprenditore e la sua famiglia hanno donato alla città di Perugia il restauro dell'Arco Etrusco:

“Per me questo si chiama Genius loci- spiega lo stilista- ascoltare la voce dello spirito dei luoghi è la premessa di ogni mio piccolo e grande progetto. Un segreto semplice ed antico, che richiede il costante, piacevolissimo contatto fisico con la terra e l'ambiente, una continuità fra uomo e natura che ha permesso i risultati ottenuti e non riguarda solo me, ma anche tutti i miei stimati artigiani, o meglio, con parola antica, “artieri”, che con la loro creatività e la loro conoscenza hanno dato praticamente dato vita ai restauri, curato i giardini”.

Parte significativa dell'attività di restauro è dovuta anche all' opera della fondazione Brunello e Federica Cucinelli che ha da poco presentato l'ampliamento del progetto di Solomeo; realizzare tre parchi nella vallata sottostante al borgo. Dal 2015, infatti, ha avuto inizio la creazione di una prima area, denominata Parco dell'industria, con la dismissione dei sei capannoni industriali presenti nella valle, rendendo la zona un “giardino semplice e campestre, pieno di colori, di profumi, di suoni della natura, come erano le campagne dei nostri padri”.

Successivamente sarà la volta del parco dell'Oratorio laico, attrezzato con un piccolo stadio senza barriere immerso in sei ettari di boschetti e prati, per il divertimento dei più piccoli. Infine il parco Agrio, circa settanta ettari di terreno destinati ad orti, vigneti, oliveti e frutteti diffusi come alberata a cui si aggiungeranno le coltivazioni di mais, grano e girasole i cui frutti saranno destinati alla mensa aziendale e al fabbisogno delle famiglie del borgo.

E' interessante notare poi come la popolazione sia direttamente coinvolta nel progetto di sviluppo dell'area territoriale voluto dall'imprenditore e si riconosca parte attiva non solamente per il lavoro all'interno dell'impresa Cucinelli ma anche per l'attenzione e la partecipazione dei soggetti non direttamente coinvolti, in quanto il Borgo di Solomeo ha ormai assunto la forma di una destinazione turistica - per motivi culturali, architettonici, paesaggistici, strutturali - . La presenza del teatro, della

biblioteca “Neoumanistica”, degli eventi in cartello e dell’interesse per le tradizioni e per la cultura hanno certamente generato un volano efficace per il territorio. In una recente intervista rilasciata alla giornalista Latella per Skytg24, interrogato sul perché altri colleghi imprenditori, quali Della Valle con il restauro del Colosseo e Giorgio Armani con il nuovo museo nella città di Milano, abbiano dimostrato negli ultimi anni la volontà di investire parte dei loro profitti in opere di interesse pubblico e nell’arte Cucinelli afferma un pensiero cardine della sua impresa umanistica: “ E’ dovere di ognuno di noi immaginare di avere profitto, dono e custodia e ciò vale per tutti, è qui la ripartenza, immaginare il mondo qui tra tre mesi, tre anni o forse tra trecento anni e anche a tremila anni”. Il riferimento al monito lasciato migliaia di anni fa dall’imperatore Adriano “Siamo responsabili delle bellezze del mondo”, ritorna più volte nel corso dell’intervista, anche quando viene chiesto che tipo di capitalista è Brunello Cucinelli, tenuto conto dell’impegno costante a favore dello sviluppo del territorio e degli ingenti profitti che l’azienda consegue, soprattutto dopo la quotazione in borsa. L’imprenditore spiega a tal proposito, che il capitalismo debba essere contemporaneo come pure le altre cose e che debba essere considerato *umanistico* per il fatto che, a differenza di quanto accadeva al padre e ai suoi fratelli che venivano umiliati e non sapevano niente dei loro datori di lavoro, oggi i dipendenti sono a conoscenza di tutto ciò che accade all’imprenditore, per cui *per essere credibile deve essere vero*. Bisogna avere il coraggio di donare e custodire in quanto non siamo altro che dei custodi che lassano in questo mondo per un breve periodo, per cui siamo tutti custodi delle bellezze del mondo.

#### 4.8. STRATEGIE PERSEGUITE NELL’AMBITO DELLA QUOTAZIONE IN BORSA

Nel prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione l’azienda rende noti i suoi obiettivi di medio-lungo periodo, che vengono confermati anche dal bilancio consolidato 2014. In primo luogo, il Gruppo Brunello Cucinelli intende perseguire ed implementare una strategia che ha come obiettivo quello di coniugare la crescita e lo sviluppo delle attività del Gruppo con il rafforzamento

esclusivo del marchio Brunello Cucinelli nel settore del lusso e, in particolare, del lusso assoluto. Tale strategia si focalizza sui seguenti punti che formano oggetto delle principali linee guida del piano 2012-2014<sup>84</sup>:

- immagine del marchio e comunicazione della filosofia d'impresa;
- offerta prodotto;
- canali di distribuzione;
- modello organizzativo dell'attività;
- organizzazione interna.

#### Consolidamento dell'immagine del marchio e coerente comunicazione della filosofia d'impresa

In coerenza con la sua storia, l'azienda continua a valorizzare e a comunicare, anche a seguito della quotazione, la sua filosofia d'impresa umanistica e i suoi valori etici, con l'obiettivo di consolidare la capacità distintiva e identitaria del marchio. A tal fine continua nella propria attività comunicativa che lo contraddistingue, incentrata com'è sulla promozione di attività di interesse locale/territoriale, sulla collaborazione con prestigiose università e sulla diffusione di campagne pubblicitarie basate sulla comunicazione di uno stile di vita, di messaggi di contenuto sociale-filosofico piuttosto che sui singoli prodotti. Il Gruppo intende inoltre incrementare lo spazio ad esso dedicato sulla stampa.

Fondamentale risulta l'impegno nel rafforzamento a livello globale della propria brand awareness e sull'allargamento della base della propria clientela per cui la società ha deciso di incrementare la spesa destinata alla realizzazione di campagne pubblicitarie e di attività promozionali, focalizzandosi sia sui canali di comunicazione tradizionali sia sull'utilizzo dei nuovi canali digitali offerti dallo sviluppo tecnologico.

---

<sup>84</sup> Informazioni tratte dal prospetto informativo della quotazione in Borsa.  
[www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com).

### Innovazione continua e ampliamento dell'offerta prodotto.

Per quanto concerne l'offerta prodotto, il Gruppo conferma come obiettivo strategico quello di preservare i caratteri distintivi e identitari del marchio: stile contemporaneo, qualità eccellente dei prodotti, sartorialità e artigianalità della loro realizzazione, affinché i clienti continuino ad identificarsi con essi.

Allo stesso tempo ritiene di poter migliorare i volumi di vendita focalizzandosi sulle categorie prodotto attualmente proposte e che compongono l'offerta prodotto di tipo total look casual-chic di lusso. In linea con il posizionamento di mercato, i prezzi dei prodotti Brunello Cucinelli si manterranno a un livello di esclusività.

Il piano prevede la possibilità di incrementare l'incidenza delle vendite della linea maschile e degli accessori rispetto a quella registrata pre-quotazione. In particolare, si pone l'accento sia sull'ampliamento della gamma merceologica per l'uomo sia su una diversificazione del mix dell'offerta prodotto, riconoscendo maggiore rilevanza agli accessori. A questi ultimi, cui si applicano gli elevati standard di qualità e creatività che contraddistinguono l'offerta dei capi di abbigliamento, sarà dedicato maggiore spazio espositivo nei negozi monomarca (DOS e franchising) e multimarca.

### Crescita e consolidamento dei canali di distribuzione.

Rimane obiettivo principale l'ampliamento della rete distributiva nei paesi esteri ed in particolare, il Gruppo intende concentrarsi sull'ampliamento del canale retail, ritenuto il fulcro e la linea direttrice della crescita del Gruppo nelle città e nei Paesi stranieri di maggiore prestigio, realizzando un programma di aperture di nuovi DOS e la conversione in DOS di alcuni negozi monomarca attualmente in regime di franchising, con particolare focalizzazione in Europa, Nord America e Asia.

Inoltre il Gruppo intende rafforzare il canale wholesale multimarca, con l'obiettivo di minimizzare il turnover dei clienti wholesale multimarca e ottenere un incremento della media degli ordini ricevuti, pertanto è necessario consolidare la propria presenza all'interno dei department store, sia rafforzando i rapporti con i principali clienti già

acquisiti sia incrementando la superficie dedicata ai prodotti a marchio Brunello Cucinelli. Il piano, inoltre, prevede lo sviluppo di specifici canali di vendita per la gestione dei prodotti invenduti, nel rispetto delle direttrici della strategia di crescita del Gruppo. Al riguardo, è prevista l'apertura di un numero limitato di outlet negli Stati Uniti d'America o nei mercati più distanti.

Sempre maggiore attenzione e rilievo ottiene il canale on-line di vendita avviata ormai nel 2011 in collaborazione con YOOX Group, anche al fine dell'ampliamento della base della clientela del Gruppo. Il Gruppo ritiene che entro la fine dell'arco temporale del piano, il canale di vendita on-line dovrebbe incrementare la propria incidenza sui volumi di vendita complessivi.

#### Continuo sviluppo dell'attuale modello organizzativo dell'attività.

Il Gruppo dimostra forte interesse nel rafforzare il proprio modello organizzativo dell'attività, con l'obiettivo di renderlo ancor più efficiente, al fine di incrementare i volumi di produzione e di assicurare che l'incremento dei volumi non sia disgiunto dall'elevata qualità e, più in generale, che sia in linea con gli standard del Gruppo Brunello Cucinelli.

Al fine di gestire la crescita, riveste importanza strategica non trascurabile instaurare relazioni commerciali con nuovi laboratori specializzati nella lavorazione artigianale e sartoriale. L'inserimento dei nuovi laboratori avverrà in maniera graduale così da permettere alla Società di verificare che la loro qualità produttiva e capacità organizzativa siano in linea con gli standard del Gruppo. Inoltre, lo sviluppo del modello organizzativo del Gruppo potrà avvenire anche grazie al potenziamento della capacità produttiva degli attuali façonisti. L'incremento dei volumi di produzione può, inoltre, consentire un maggiore sfruttamento dei benefici economici derivanti dalle economie di scala, di modo che venga ottimizzata l'incidenza del costo del venduto.

È intenzione del Gruppo realizzare investimenti per l'ampliamento della superficie dedicata al processo produttivo e quella dei magazzini a disposizione. Investimenti sono stati programmati anche per il potenziamento del sistema informatico a sostegno della crescita.

#### Accrescimento dell'organizzazione interna.

In generale, il Gruppo, nell'ambito del raggiungimento dei propri obiettivi strategici, intende procedere ad un rafforzamento della propria organizzazione interna al fine di massimizzarne l'efficienza. In tale ottica, il Gruppo procederà ad assumere personale specializzato per la gestione della crescita delle attività del Gruppo, in particolare, rafforzerà la struttura centrale commerciale a supporto dell'espansione del canale retail per poter gestire e controllare a livello centralizzato le principali attività a sostegno dell'espansione del canale retail.

Inoltre, in vista della realizzazione del programma di aperture di nuovi negozi monomarca (DOS e franchising) e di espansione della presenza del marchio all'interno dei negozi multimarca, è previsto il rafforzamento del team di visual merchandising.

#### 4.9. LA QUOTAZIONE IN BORSA

“I grandi maestri dell'umanità mi hanno condotto a sentirmi custode dell'azienda che rappresento e che porta il mio nome. Il progetto di quotazione spero accompagni i nostri obiettivi di crescita sana, garbata e sostenibile. L'impresa accoglierà nuovi e giovani manager da tutto il mondo con i quali poterci confrontare e che non sempre potranno pensarla come noi.”

“Siamo pronti ad aprire le porte del piccolo borgo di Solomeo ad “investitori – soci” che vorranno sentirsi in qualche maniera nuovi custodi per i prossimi decenni, nel rispetto dell'essere umano e della sua dignità morale ed economica.”

Queste sono le parole con cui Brunello Cucinelli, all'inizio del 2012 nella richiesta di ammissione delle azioni della sua società alla quotazione nel Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa, manifesta la sua volontà di aprirsi al mondo degli investitori nazionali e stranieri, ben disposto ad accogliere nuovi manager in grado di stimare la sua azienda umanistica, addirittura invitandoli a visitare la sua azienda prima di investire in essa. La quotazione oltre a immettere una grande liquidità nell'azienda, permette l'ingresso di nuovi soci che possono apportare nuove energie ed aprire

nuove strade soprattutto nel caso dei grandi investitori stranieri cinesi e russi. L'obiettivo di rafforzare il posizionamento nel segmento del lusso absolute a livello internazionale con nuove aperture di negozi diretti DOS e monomarca in franchising, rappresenta una motivazione fondamentale alla decisione positiva di quotarsi, scelta ragionata per più di 5 anni.

Il 10 Aprile 2012 si è avuta l'autorizzazione alla quotazione nel mercato telematico azionario di Brunello Cucinelli, secondo il tradizionale metodo del bookbuilding<sup>85</sup>. L'IPO è stata caratterizzata da un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) che ha avuto ad oggetto 20 milioni e 400mila azioni, di cui 8 milioni rivenienti dall'Aumento di capitale effettuato e 12 milioni e 400 mila azioni di proprietà delle società Fedone s.r.l. e Fundita s.r.l., completamente partecipate dalla Holding Brunello Cucinelli S.p.a.

Il flottante totale dopo l'offerta, considerato che l'operazione di greenshoe – eventuale ulteriore offerta in caso di successo dell'IPO – pari al 10% dell'offerta totale, non è stata sfruttata è rimasto pari al 33%.

Durante la raccolta delle adesioni all'offerta degli investitori si è assistito a un fortissimo interesse da parte di questi ultimi, tanto che il Global coordinator, Medio banca, ha registrato prenotazioni per 347 milioni di titoli, ben 17 volte il quantitativo di azioni offerte ed il lancio dell'IPO, inizialmente previsto per IL 3 maggio è stato anticipato al 27 aprile. Il lancio in Borsa di Cucinelli è stato è un gran successo, in una sola giornata tutte le azioni sono state vendute ed in più il prezzo di Offerta delle Azioni determinato secondo il meccanismo dell'open price è stato di 7, 75 Euro, il più elevato tra i valori compresi nel minimo e nel massimo valore di vendita delle azioni stesse.

---

<sup>85</sup> Processo di redazione della domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli. La fase di bookbuilding è organizzata e gestita dal Global coordinator, egli raccoglie in un libro, (book istituzionale) tutti gli ordini di acquisto/ sottoscrizione degli investitori universali ordinati in funzione del prezzo, della priorità temporale oppure della dimensione. Ogni ordine può essere espresso in numero di azioni oppure in controvalore; per ognuno viene indicato il limite del prezzo segnalato dall'ordinante. In tal modo è possibile costruire la curva di domanda che lega ai singoli livelli di prezzo i diversi volumi richiesti e quindi collocabili. Glossario Borsa Italiana.

I Proponenti, hanno individuato, infatti, d'intesa con i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, un intervallo di valorizzazione indicativa del capitale economico della Società compreso tra un minimo non vincolante ai fini della determinazione del Prezzo di Offerta, di Euro 405 milioni ed un massimo vincolante di Euro 465 milioni, pari ad un minimo non vincolante di Euro 6,75 per Azione ed un massimo vincolante di Euro 7,75 per Azione, quest'ultimo pari al Prezzo Massimo.

Alla determinazione del suddetto Intervallo di Valorizzazione Indicativa e del Prezzo Massimo si è pervenuti considerando i risultati e le prospettive di sviluppo nell'esercizio in corso e in quelli successivi della Società e del Gruppo, tenuto conto delle condizioni di mercato ed applicando le metodologie di valutazione più comunemente riconosciute dalla dottrina e dalla pratica professionale a livello internazionale, nonché le risultanze dell'attività di investor education effettuata presso Investitori Istituzionali di elevato standing nazionale ed internazionale. In particolare, ai fini valutativi sono state considerate le risultanze derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato, che prevede la comparazione della Società con alcune società quotate di riferimento, sulla base di indici e moltiplicatori di grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali significative e, come analisi di controllo, il metodo finanziario di valutazione dei flussi di cassa (c.d. Discounted Cash Flow) basato sulla attualizzazione dei flussi di cassa prospettici. Il Prezzo Massimo delle Azioni è pari ad Euro 7,75 per Azione e coincide con il valore massimo dell'Intervallo di Valorizzazione Indicativa.

Il controvalore del Lotto Minimo e del Lotto Minimo di Adesione Maggiorato, calcolati sulla base del Prezzo Massimo, ammonta rispettivamente ad Euro 3.875 ed Euro 38.750.

La capitalizzazione dell'Emittente sulla base del valore minimo dell'Intervallo di Valorizzazione Indicativa sopra individuato e del Prezzo Massimo (in caso di integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale) ammonta rispettivamente ad Euro 459 milioni ed Euro 527 milioni. La stima del ricavato complessivo derivante dall'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, comprensivo del ricavato stimato derivante dall'aumento di

capitale, riferiti al Prezzo Massimo, e al netto delle commissioni massime riconosciute al Consorzio per l'Offerta Pubblica e al Consorzio per il Collocamento Istituzionale, è pari ad Euro 151 milioni.

**Dati rilevanti**

Lotto Minimo di Adesione (n. Azioni)	500
Lotto Minimo di Adesione Maggiorato (n. Azioni)	5.000
Numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	20.400.000
Percentuale del capitale sociale della Società rappresentata dalle Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	30%
Numero minimo di Azioni oggetto dell'Offerta Pubblica	2.040.000
Percentuale delle Azioni oggetto dell'Offerta Pubblica rispetto all'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	10%
Numero di azioni della Società dopo l'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	68.000.000
Numero di azioni oggetto dell'Opzione <i>Greenshoe</i> (massime)	2.040.000
Percentuale delle azioni oggetto della Opzione <i>Greenshoe</i> rispetto all'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	10%
Percentuale del capitale sociale della Società rappresentata dalle Azioni oggetto dell'Offerta Globale e dalle azioni oggetto della Opzione <i>Greenshoe</i>	33%
Intervallo di valorizzazione indicativa (Euro per Azione)	6,75 / 7,75

Fonte: Prospetto Informativo Quotazione in Borsa.

L'ammontare effettivo ottenuto attraverso l'IPO è stato pari a 62 milioni di euro, il massimo ottenibile sulla base del numero di azioni offerte e della forchetta di prezzo definita. I costi complessivi dell'IPO sostenuti da Cucinelli sono stati pari a 6.2 milioni di euro.

L'IPO ha avuto un forte successo considerando che la domanda di azioni è stata quasi 20 volte superiore all'offerta, costringendo il lead underwriter a sospendere il roadshow in anticipo per la eccessiva domanda di azioni. Inoltre, nel primo giorno di inizio delle negoziazioni del titolo in Borsa – il 27 Aprile – il prezzo delle azioni è salito più del 50% rispetto al prezzo di offerta raggiungendo il valore di 11.6 euro. Attualmente le azioni Brunello Cucinelli sono scambiate a poco meno di 17 euro, più di due volte superiore al prezzo di offerta di 7.75 euro.

Dopo il completamento dell'IPO, Fedone detiene il 61.6% del capitale e Fundita il 2.5%, pertanto Cucinelli mantiene complessivamente il controllo della maggioranza con il

64% delle azioni, mentre fanno ingresso le società di investimento americane Fidelity Investments (FMR) e Capital Research & Mgmt. Company circa l'8% del capitale, Ermenegildo Zegna il 3% del capitale mentre tra gli altri azionisti con quote di capitale inferiori al 2% figura Benetton. Entrambe le due imprese di moda hanno dichiarato la natura meramente finanziaria dell'investimento in Cucinelli, pur tuttavia non escludendo la possibilità di partnership profittevoli nel futuro. Se da un lato il prezzo finale di vendita si è attestato al massimo della forbice di prezzo individuata, ancora più importante è significativo è stato l'andamento del titolo azionario il primo di negoziazioni in borsa, in cui esso ha più che raddoppiato il suo valore, arrivando a quota 11.60 euro, superiore al 50% rispetto al prezzo di offerta del giorno precedente. Ciò ha fatto sì che la quotazione di Cucinelli si configuri come un chiaro fenomeno di Underpricing che come accade nel lancio di IPO di molte aziende, presenta profili sfumati e di cui non sempre è possibile dare una spiegazione univoca e certa. Nel caso di Cucinelli il fatto che il primo giorno di negoziazione il titolo abbia raggiunto un valore superiore della metà rispetto al giorno precedente di IPO, ha privato la società di risorse finanziarie che avrebbero potuto essere del 50% maggiori rispetto i 62 milioni di euro effettivamente ottenuti. Per spiegare l'essenza di un tale fenomeno si può fare riferimento alla teoria della Cascades Hypothesis secondo cui, gli investitori tengono conto del mondo che li circonda e del comportamento degli altri investitori. Pertanto, se nessuno o pochi investitori sono disposti a comprare le azioni offerte nell'IPO anche gli investitori con informazioni positive sull'impresa che si quota e quindi potenzialmente pronti all'acquisto della azioni non entreranno nel mercato. Per ovviare a questo rischio, le banche d'affari sottovalutano il prezzo dell'IPO, definendone uno più basso rispetto a quello che i fondamentali dell'azienda implicherebbero, in modo da sperare di dare inizio a una "cascata" di acquisti e eliminando il rischio di ritrovarsi a proprio carico azioni invendute da vendere successivamente sul mercato a prezzi notevolmente ribassati. Da un lato, l'azienda si presentava al tempo dell'IPO come altamente attrattiva e rientrante in un industria fortemente in crescita anche in futuro, considerando che: i risultati economici dell'azienda nei periodi precedenti erano stati molto positivi e le prospettive future di crescita erano altrettanto promettenti; gli

operatori del mercato del lusso in Europa sono stati in grado di superare la crisi dei debiti sovrani che ha coinvolto i paesi dell'Eurozona dal 2011, concentrando le proprie risorse sui consumatori dei territori asiatici, "i nuovi ricchi" del ventunesimo secolo.

Dall'altro lato, al tempo dell'IPO era forte lo scetticismo in merito a questa impresa italiana, l'unica a quotarsi nel 2012 in Borsa Italiana, di piccola dimensione e per di più a forte controllo familiare. Infatti emerge che Brunello Cucinelli stesso è il fondatore, CEO e presidente della società. Inoltre controlla più di due terzi del capitale azionario attraverso le due sue società Holding. Dunque, una convergenza di tante cariche fondamentali all'interno dell'azienda che non sono certamente garanzia di confronto e discussione sulle tematiche strategiche e di governance. Tali problematiche potevano costituire un freno all'investimento di terzi soggetti consapevoli del limitato ruolo che erano destinati a ricoprire nel definire le sorti dell'azienda. In realtà se l'underpricing può ridurre le entrate finanziarie nel caso di Brunello Cucinelli può essere interpretato in senso positivo, in quanto ha incentivato l'interesse degli investitori verso l'azienda che è stata vista comunque un buon affare, considerati i fondamentali e le prospettive di crescita future. Ciò inoltre ha condotto l'azienda a raggiungere una capitalizzazione in Borsa molto più elevata rispetto alle previsioni, con notevole beneficio all'immagine di Cucinelli e a quella del brand stesso e tra le altre cose ha anche contribuito ad arricchire di molto la famiglia Cucinelli, grazie alla crescita del prezzo azionario in Borsa fino ad oggi.

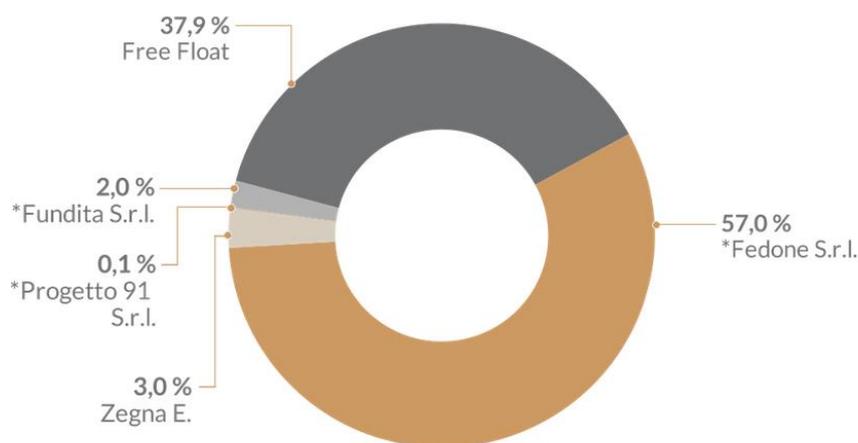
L'esperienza del going public sin dal primo momento è stata definita da Brunello Cucinelli un'esperienza straordinaria, che molte aziende dovrebbero provare e soprattutto rappresenta una valida alternativa a lasciar comprare a propria società da una multinazionale del lusso. Sulla scia della positiva esperienza del 2012, a gennaio 2015 il re del cashmere ha annunciato la vendita di un'altra quota di minoranza della Fedone s.r.l. pari al 5,14% del capitale della Società, ed ha così commentato:

"La finalità dell'operazione è la raccolta di risorse a sostegno dell'annunciato Progetto per la bellezza, per la valorizzazione del nostro amato territorio e la dignità della nostra

terra. Saranno quindi realizzati tre parchi ai piedi dell'antico borgo medievale di Solomeo, in collaborazione con la Fondazione Brunello e Federica Cucinelli”.

La scelta dell'imprenditore umbro di cedere parte delle sue quote per investire il ricavato nella realizzazione di tre parchi nella valle del borgo e di proseguire con il suo Progetto per la bellezza, così come già fatto in altre opere a favore del territorio e dei suoi abitanti, rappresenta una realtà rara, quasi un *unicum*, che si oppone fortemente al modello troppo diffuso di capitalismo e finanza spregiudicata e che al contempo riesce meglio di ogni altra a dimostrare che la quotazione in Borsa può essere uno strumento molto utile per creare valore per la società ma soprattutto per il territorio.

Ad oggi, dopo la cessione avvenuta ad inizio anno la società Brunello Cucinelli presenta una pluralità di investitori mentre la maggioranza è sempre detenuta dal suo fondatore.



#### 4.10. RAGIONI DELL'OFFERTA GLOBALE DI VENDITA E IMPIEGO DEI PROVENTI.

La decisione di Cucinelli di lanciare l'Offerta Globale risponde alla volontà coscientemente maturata di acquisire lo status di società quotata così da poter raggiungere una maggiore visibilità sul mercato di riferimento e accrescere la capacità di accesso ai mercati di capitale.

I proventi derivanti dall’Aumento di Capitale a servizio dell’Offerta Globale sono stati utilizzati per contribuire a rafforzare la struttura patrimoniale e finanziaria del Gruppo e supportare gli obiettivi di crescita e sviluppo in particolare per rimborsare, in tutto o in parte, le linee di finanziamento in essere, compreso il finanziamento erogato in forza del Contratto di Finanziamento. Se le esigenze finanziarie non possono non essere prese in considerazione quando si analizzano le ragioni che hanno spinto una società a quotarsi, nel caso in analisi assumono rilievo predominante ragioni collegate alle strategie di crescita ed internazionalizzazione oltre che il forte desiderio del fondatore di utilizzare l’apertura al mercato come mezzo per diffondere e far avvicinare quanti più soggetti possibile al suo modo di intendere l’azienda. La mission aziendale per Cucinelli è da sempre quella di mettere l’Uomo al centro di tutto, ridare dignità economica e morale a certi lavori che per molti anni non sono stati valorizzati ma che invece sono espressione di grande artigianalità, bravura e manualità tutta italiana, tutte caratteristiche che rendono amate e desiderate in tutto il mondo le creazioni degli artigiani italiani. Ciascuno che prende parte al lavoro dell’azienda sa che la propria opera è un tassello indispensabile alla crescita comune e che la qualità integrale è il frutto della qualità interiore di ognuno.

Proprio la centralità e l’importanza che i lavoratori assumono nell’azienda di Solomeo, ha motivato il suo fondatore a remunerarli il 20% più rispetto alla media e a fronte dei positivi traguardi raggiunti alla fine del 2012, dopo circa otto mesi di negoziazioni in borsa dei titoli, ha donato a ciascun lavoratore circa cinquemila euro sulla busta paga, perché se è vero che i lavoratori sono l’anima dell’azienda se questa raggiunge traguardi importanti ed è apprezzata in tutto il mondo è grazie soprattutto a chi giornalmente si dedica alla creazione di prodotti unici e preziosi.

Essere azionisti di Brunello Cucinelli significa sostenere e condividere un progetto di crescita sostenibile ed etica del profitto, in un modello d’impresa che ha permesso al marchio, grazie all’artigianalità, all’altissima qualità ed esclusività della distribuzione. Diventare azionisti di Brunello Cucinelli significa investire in un’azienda solida, all’interno di un modello imprenditoriale da sempre attento alla sostenibilità della crescita e alla sana profittabilità. Tale modello imprenditoriale è garanzia della

sostenibilità nel lunghissimo periodo, poiché pone l'uomo al centro di ogni strategia produttiva, la bellezza come ideale a cui tendere, l'esclusività come risorsa con cui muoversi in una dimensione internazionale.

#### CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'analisi empirica condotta sulla società del lusso Brunello Cucinelli ha consentito di applicare concretamente gli argomenti studiati nei primi tre capitoli del presente lavoro ad un caso aziendale che ha permesso di mettere in risalto l'attualità economica di alcuni di essi in particolare.

Nello specifico viene in rilievo la quotazione in Borsa come reale alternativa alla vendita della società alle multinazionali del lusso e pertanto strumento non solo comporta l'apertura al mercato per reperire risorse finanziarie ma che negli ultimi anni è sempre più utilizzato, anche dalle società del lusso, come strategia per ottenere visibilità internazionale e perseguire la crescita aziendale. L'aspetto che più colpisce del caso Brunello Cucinelli è la capacità dell'azienda di coniugare due aspetti societari che ad un'analisi primaria possono apparire inconciliabili e molto distanti tra di loro: la localizzazione della produzione in Italia, a Solomeo e in zone ombre limitrofe in cui l'artigianato locale riesce a realizzare prodotti unici espressione del migliore Made in Italy, e la lungimiranza del suo fondatore di aprirsi al mercato attraverso la quotazione in Borsa.

Si deve riconoscere infatti, che Cucinelli, quando si è rivolto alla Borsa nel 2012 si trovava alla guida di un family business italiano di medie dimensioni, non paragonabile con i competitors nazionali in termini di fatturato né tantomeno con quelli stranieri come Hermès. Nonostante la dimensione abbastanza contenuta si deve riconoscere all'imprenditore umbro la capacità di aver attratto investitori affascinati dalla *vision* aziendale, dal suo modo di gestire l'impresa e di relazionarsi con i dipendenti. La quotazione di Cucinelli è un esempio di successo internazionale e di grande capacità di esportare in modo moderno ed attuale il modello del made in Italy. Ciò che si è riscontrato nello studio, infatti, è la percentuale limitata di aziende del lusso italiane

che si affidano alla quotazione in borsa per crescere e diffondere la loro immagine nel mondo. La ragione di ciò si rinviene soprattutto nel fatto che la maggioranza delle imprese italiane del lusso sono family business i cui fondatori sono molto restii a condividere la leadership con soci investitori esterni ma preferiscono gestire la società fino a quando possibile, e nel caso della mancanza di una generazione giovane in grado di continuare la gestione al loro posto preferiscono vendere il business ad una multinazionale del lusso.

A tal riguardo, Cucinelli, adotta un atteggiamento diverso, preferisce l'apertura al mercato e al contempo continuare ad avere la maggioranza delle azioni, seguendo la linea giuda dettata da Altagamma, proprio come già fatto da Tod's prima. Il successo dell'IPO e delle negoziazioni dei titoli in questi due anni è dipeso anche dall'attenzione al territorio che la maison ha da sempre dimostrato configurandosi come un *unicum* nel panorama delle imprese italiane contribuendo sotto diversi profili allo sviluppo della dimensione territoriale. In primo luogo la creazione di posti di lavoro per più di mille dipendenti rappresenta il modo più diretto e tradizionale in cui un'azienda contribuisce allo sviluppo di un territorio, ma nel caso di Cucinelli si va oltre questa dimensione. L'aspirazione continua dell'imprenditore di custodire le bellezze del mondo lo ha condotto a realizzare ingenti opere di restauro del borgo di Solomeo e al fine di restituire dignità umana ai lavori manuali che tanto caratterizzano l'Umbria ha istituito la scuola dei mestieri per i giovani che si vogliono avvicinare al mondo del lavoro artigiano.

La capacità di coniugare lo sviluppo della dimensione territoriale e l'apertura al mercato globale rendono l'esperienza di Brunello Cucinelli, verrebbe da dire, un modello da replicare... Le numerose peculiarità di questa azienda, che sono state oggetto di ampia analisi nell'ultimo capitolo del presente lavoro, tuttavia, lasciano intendere come non sia semplice replicare tale successo ma è innegabile che esso, ad avviso di chi scrive, debba rappresentare un modello cui i numerosi family business italiani del lusso possono ispirarsi per perseguire strategie di crescita e di miglioramento della visibilità internazionale.

Il canale borsistico, purtroppo nel mercato italiano non è ancora decollato e le aziende italiane faticano a concepire un'apertura al mercato mondiale anche se è evidente che un cambiamento di rotta delle nostre aziende in tal senso, non solo del lusso preme specificare, potrebbe comportare grandi giovamenti all'intera economia italiana.

## FIGURE

Figura 1.1. Piramide dei bisogni di Maslow.....	11
Figura 1.2. Effetti acquisto beni di lusso.....	13
Figura 1.3. Piramide dei beni di lusso di Allérès.....	14
Figura 1.4. Tipologie consumatori beni di lusso.....	20
Figura 1.5. Kpi aziende Top75.....	26
Figura 1.6. Società italiane nella lista Top75.....	27
Figura 1.7. Valori societari Cucinelli, Moncler, Ferragamo.....	28
Figura 1.8. Family business italiani.....	30
Figura 1.9. Leadership familiare.....	38
Figura 1.10. Assetto proprietario aziende italiane.....	39
Figura 1.11. Aziende familiari in Italia.....	40
Figura 1.12. Passaggio generazionale.....	44
Figura 1.13. Scuola dei mestieri di Solomeo.....	44
Figura 2.1. Percentuale crescita fatturato post IPO.....	48
Figura 2.2. EBITDA% pre-IPO vs 2014.....	49

Figura 2.3. Andamento FTSE All Share vs 4 società lusso quotate...	50
Figura 2.4. Requisiti sostanziali Armani.....	55
Figura 2.5. Variazione Sales, EBITDA, EBITDA%, Armani.....	56
Figura 2.6. Fasi processo di quotazione.....	79
Figura 3.1. Approccio giuridico e approccio economico.....	98
Figura 3.2. Effetti quotazione sull'assetto aziendale.....	102
Figura 3.3. Benefici IPO.....	104
Figura 4.1. Modello imprenditoriale Cucinelli.....	118
Figura 4.2. Ricavi Cucinelli per prodotti.....	121
Figura 4.3. Canali distributivi.....	123
Figure 4.4. Ricavi per canale distributivo.....	125
Figura 4.5. SWOT analisi.....	133
Figura 4.6. Dati rilevanti quotazione Cucinelli.....	146
Figura 4.7. Assetto proprietario Cucinelli 2015 post quotazione...	149

## BIBLIOGRAFIA

1. A. Brioschi, 2009, *Comunicare il lusso*, relazione presentata al convegno *Le tendenze del marketing in Europa*, Università Ca' Foscari Venezia.
2. Aiello-Donvito. 2006. *L'evoluzione del concetto di lusso e la gestione strategica della marca. Un'analisi qualitativa delle percezioni sul concetto, sulla marca e su un prodotto di lusso*, Venezia
3. Aifi, 2001, *Guida alla Quotazione*, Milano
4. AIFI, 2004, *Il private equity come motore di sviluppo*, Milano
5. AIFI, 2006, *Quaderni dell'investimento nel capitale di rischio*, Milano
6. Aliberti, 1997, *L'evoluzione dell'impresa*, Padova
7. Allèrès, 2003, *Luxe...Stratégies-marketing*, Economica, Paris.
8. Ancarani F., Valdani E. (2000), *Strategie di Marketing del territorio*, Egea, Milano
9. Bain & Company for Fondazione Altagamma, 2013, *Luxury Goods Worldwide Market Study (12th Edition)*
10. Baldan, 2006, *Il capitale finanziario e il rapporto tra banca e industria*, Milano
11. Borsa Italiana, 2010, *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana*, Milano
12. Borsa Italiana, 2013, *Brochure AIM Italia*, Milano
13. Camagni R. (2008), *Per un concetto di capitale territoriale*, Ires Piemonte, Torino.
14. Camozzi-Bonissoni, 2006, *Il processo di quotazione*, Milano
15. Campobasso, 2010, *Diritto commerciale*, Milano
16. Capalbo, 1967, *Capitale proprio e capitale di credito nel finanziamento d'impresa*, Milano
17. Corbetta G., 1995, *Patterns of Development of Family Business in Italy. A Family business review.*
18. Costi R., 2000, *Il Mercato Mobiliare*, Giappichelli, Torino
19. Crivelli, 2014, *Sistemi moda Italia: ordini per la primavera-estate 2015 in crescita sia sul mercato interno sia all'estero*, Il sole 24 ore
20. Degen R.J., 2009, *Opportunity for luxury Brands in China*, Parigi
21. Deloitte, 2014, *"Global Powers of Luxury Goods"*, London

22. Dessy-Vender,2002, Capitale di rischio e sviluppo dell'impresa,Milano
23. Di Turi,2013,Impresa sostenibili le più competitive, Il sole 24 ore, Milano
24. Di Vico,2013,Modello Carpi per dare un calcio alla crisi,Corriere della sera
25. Di Vico,2015,Il recupero dei distretti: si torna ai livelli pre-crisi, Corriere della sera
26. Draho J,2004,The IPO Decision: Why and how Companies Go Public,UK
27. Dubois-Laurent-Czellar,2007,Consumer rapport to luxury:analyzing complex and ambivalent attitudes,Parigi
28. ECCIA,2014,The contribution of the high-end cultural and creative industries to the European economy,London
29. Fabris,2003, Il nuovo consumatore: verso il postmoderno, Milano
30. Ferrara-Corsi,2011, Gli imprenditori e le società,Milano
31. G. Aiello,2008, Milionari in scarpe da tennis, in "Largo Consumo", Novara
32. ISTAT,2013, 9° Censimento Generale dell'Industria, dei Servizi e delle Istituzioni Non Profit, Censimento dell'industria e dei servizi 2011,Roma
33. Jovenitti,1994,Finanza mobiliare,Milano
34. Le Breton-Miller,2005,Mantenere il successo. Lezioni di vantaggio competitivo delle grandi imprese familiari,Milano
35. Leardini, 2003, L'economia della quotazione in borsa. Profili economico-aziendali, Padova
36. Liera,2005, Le Azioni, Milano
37. Liera,2005, Le azioni. I collocamenti di borsa. Valutare un titolo leggendo il bilancio. Segreti e virtù dell'investimento azionario, Milano
38. Marchisio-Ravasi. Family firms and the decision to go public: A study of Italian IPOs
39. Maslow A.H., 1954, Motivation and Personality, New York.
40. Mertinez-Ruiz-Caraballo-Amatulli,2008,Tourist destination and luxury commerce: business opportunities,London
41. Mosco G.D.,2007, Le Regole di Governance per le quotate: una risorsa o un peso? . Imprese e investitori, crescita, tutele, interessi, Milano
42. Myers,1993,Still searching for optimal capital structure,Londra
43. Pagano-Panetta-Zingales,1998, "Why DoCompanies Go Public? An Empirical Analysis"

44. Pambianco D., 2013, *Made in Italy senza Italy?*, Milano
45. Panbianco, 2014, *Le Quotabili*, Il sole 24 ore
46. Perrini, 1999, *Creare valore per azionisti attraverso la quotazione in borsa*, Milano
47. Porter, 2003, *Come le forze competitive modellano la strategia*, Milano
48. Prahalad C.K., Ramanswamy V. (2004), *The future of competition: Co-creating unique value with customers*, Harvard University Press, Cambridge.
49. Quatrato-D'amora-Israel, 2001, *Trattato teorico pratico delle operazioni sul capitale*, Milano
50. Rescigno, 1994, *Codice civile*, Milano
51. Rizzi P. (2003), "Capitale sociale e crescita regionale in Italia: una esplorazione", *Scienze Regionali*, vol. 2-3, pp. 5786.
52. Romano G., 2012, *Strategie aziendali e quotazione in borsa*
53. Samà, 2011, *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, Roma
54. Sansone-Moretta-Tartaglione-Bruni, 2014, *Co-creazione di valore nelle relazioni impresa-territorio: determinanti innovative ed osservazione di casi*, Cassino
55. Secchi, 2014, *Moda motore del made in Italy*, ItaliaOggi
56. Tartaglia-Marinozzi, 2012, *Il Lusso... Magia & Marketing*, Firenze
57. *The Journal of Brand Management*, 2011, Global Apparel, Accessories & Luxury Goods.
58. Vargo S.L., Maglio P.P., Akaka M.A., (2008) "On value and value co-creation: A service systems and service logic perspective", *European Management Journal* vol. 26, n. 3, pp. 145-152.
59. Vender-Gervasoni-Dessy, 1996, *La quotazione in borsa come opzione strategica per lo sviluppo della media impresa familiare*, Milano
60. Vinci I. (2005), *Il radicamento territoriale dei sistemi locali*, FrancoAngeli, Milano.
61. Yigitcanlar T., Velibeyoglu K., Martinez-Fernandez C. (2008), "Rising knowledge cities: the role of urban knowledge precincts", *Journal of Knowledge Management*, vol. 12, n. 5, pp. 8-20

SITOGRAFIA.

[www.investor.brunellocucinelli.it](http://www.investor.brunellocucinelli.it)

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

[www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)

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

[www.skytg24.it](http://www.skytg24.it)

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

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

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

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

[www.abitipuliti.org](http://www.abitipuliti.org)

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