

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Economia Aziendale

PRIVATE EQUITY NEL MONDO DELLA MONDA: CASO HUGO BOSS

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Anthony Babajide Oluwole Sotunde

Matr: 180451

Anno Accademico

2015/2016

INDICE

Premessa	1
1. Private equity	2
1.1 Definizione	
1.2 Storia	
1.2.1 USA	
1.2.2 Europa	
1.3 Tassonomia delle operazioni di private equity	
1.3.1 Seed capital	
1.3.2 Venture capital	
1.3.3 Expansion capital	
1.3.4 Replacement capital	
1.3.5 Late stage capital	
1.4 Leveraged Buy Out	
1.5 Organizzazione e funzionamento	
1.5.1 Struttura societaria	
1.5.2 Ciclo di vita del fondo	
1.6 Impatto economico sulle target delle operazioni di private equity	
1.7 Scenario attuale	
1.7.1 Disinvestimenti	
1.7.2 Raccolta	
1.7.3 Investimenti	
1.7.4 Principali settori di attività	
1.7.5 Principali player del settore	
2. Private equity goes fashion	30
2.1 Fashion	
2.2 Luxury	
2.3 Fashion & Luxury	
2.4 Analisi del settore	
2.4.1 Le Top 100 imprese	

2.4.2 Analisi geografica

2.4.3 Analisi per settore di prodotto

3. Caso Hugo Boss **43**

3.1 Storia dell'azienda

3.2 Permira

3.3 Situazione finanziaria, patrimoniale e valutazione dei principali indicatori della gestione

3.3.1 2006

3.3.2 2007

3.3.4 2008-2010

3.3.5 2015

3.4 Considerazioni finali sull'operazione

Conclusione **57**

Bibliografia **58**

Premessa

Più volte durante il mio percorso universitario mi sono chiesto quali fossero i riscontri di quello che stessi studiando da un libro nella vita reale. Una di queste volte è stata quando ho sentito parlare di private equity. L'argomento ha suscitato in me da subito notevole interesse, così facendo ricerche per mio conto sul Web ho capito che il private equity è ovunque. Potenzialmente qualsiasi oggetto o servizio di cui usufruiamo durante la giornata potrebbe avere a che fare con investimenti nel capitale di rischio: gli hamburger che mangiamo (Burger King), gli schermi al plasma che spiccano maestosi nei nostri saloni (Panasonic), i vestiti che indossiamo (Harmont & Blain), i siti internet sui quali facciamo acquisti (Yoox), il cibo surgelato che mangiamo (Iglo Group, che tra i suoi marchi annovera Findus) hanno a che fare con il private equity.

Tutte le società sopra citate sono o sono state partecipate da società di private equity.

Data l'esplosione che tale operazione ha vissuto negli ultimi anni e data la sempre più varia destinazione degli investimenti, in termini di settore di appartenenza della società target si può definire il private equity come uno dei fenomeni più interessante che riguarda l'economia degli ultimi anni.

Nel primo capitolo di questo elaborato verrà trattato il settore del private equity in generale. Per meglio contestualizzare l'argomento in questione ne verrà in prima battuta fornita una definizione e poi si racconterà della sua storia recente. Si entrerà poi nel vivo della prima parte della tesi parlando delle varie tipologie di operazioni che riguardano l'investimento nel capitale di rischio delle imprese, per poi analizzare il funzionamento degli operatori attivi nel settore e poi studiare lo scenario odierno del settore.

Nella seconda parte si parlerà di uno degli svariati settori nel quale investono gli operatori di private equity che per la sua "lontananza", dovuta alla sua natura di creative industry, ha suscitato di recente particolare interesse: il Fashion & Luxury.

Verrà innanzitutto introdotto ed analizzato il settore, prima di parlare del fenomeno del "private equity goes fashion".

Il terzo capitolo sarà occupato dall'analisi di un caso pratico di una società di private equity che ha investito in un'impresa del Fashion & Luxury: la britannica Permira, per 7 anni maggiore azionista della casa di moda tedesca Hugo Boss.

Capitolo 1: Il Private Equity

1.1 Definizione

Se si cerca sul dizionario la parola definizione uno dei significati ad essa associata è: “Il complesso degli elementi volti a caratterizzare e circoscrivere un'entità sul piano concettuale”. Quindi come è logico che sia esisterà sempre prima l'entità, intesa come oggetto, fenomeno o qualsiasi cosa intesa nel senso latino di *res*, alla quale solo in seguito verrà attribuito una definizione.

Questo è l'iter che seguono tutte le parole, così è stato anche per “private equity” nome dato ad un fenomeno antichissimo di cui si trovano tracce già all'epoca dei greci e dei romani. Fenomeno consistente nell'incontro tra due soggetti: uno dotato di mezzi finanziari che decide di “scommettere” i propri capitali nell'altro soggetto, in grado di produrre o scambiare beni o servizi, condividendone i rischi di mercato ottenendo dei benefici in caso di buona riuscita della “scommessa”.

Successivamente con la finanziarizzazione dell'economia a questo fenomeno è stato dato il nome di private equity. Agli inizi degli anni '80 con tale termine si definiva il soggetto che svolge l'attività di investimento, con un'ottica temporale di medio-lungo termine, da parte di operatori specializzati privati nel capitale di rischio (equity e strumenti di quasi-equity) di imprese non quotate finalizzato all'aumento del valore di queste e all'ottenimento di un guadagno in conto capitale in sede di disinvestimento.

Quindi analizzando le singole parole che compongono il termine in questione: equity si riferisce al capitale sociale dell'impresa in cui si va ad investire; private invece si riferisce sia all'impresa target, non quotata, sia al soggetto investitore, anch'esso non pubblico.

Come spesso accade con il passare del tempo l'iter del linguaggio continua con l'evoluzione dell'entità dovuta al mutare del contesto socio-economico mentre il termine usato per riconoscerla resta ancorato a quello del passato.

Infatti oggi con il termine private equity ci si riferisce alla medesima attività di investimento con il medesimo fine ma questa volta svolta da un soggetto non necessariamente privato in un'impresa pubblica o privata che sia: come testimoniano la quotazione alla borsa di New York del gigante americano Blackstone Group L.P o operazioni come quella di Permira con Hugo Boss, società già quotata quando il fondo è entrato nell'azionariato e che rimarrà tale lungo tutta la durata dell'operazione, che sarà caso di studio in questo elaborato.

Le operazioni di private equity rientrano nella macro-categoria dell'investment banking: la divisione specifica del settore bancario che si occupa di offrire servizi finanziari ad imprese, istituzioni pubbliche o istituzioni finanziarie e non offrendo di solito servizi retail; tra le attività tipiche di una banca di investimento rientrano la gestione di capitali, la gestione del rischio, gestione degli strumenti finanziari emessi dai clienti, consulenza in attività straordinarie di impresa quali fusioni, acquisizioni ecc.

Le principali categorie di investitori professionali attivi nelle operazioni di investimento nel capitale di rischio delle imprese sono individuabili in¹:

- fondi chiusi italiani gestiti da società di gestione del risparmio (SGR);
- fondi pan-europei;
- banche d'investimento;
- fondi sovrani
- investitori pubblici e regionali

Elementi essenziali affinché si parli di private equity sono: il soggetto investitore che interviene su una società target apportando capitale e know how con il quale, come vedremo in seguito, l'investitore entra nella gestione operativa dell'attività svolta dall'impresa target.

1.2 Storia

Tracciare la storia degli investimenti in capitale di rischio fin dalle origini è compito piuttosto arduo, basti considerare che forme di questo tipo di finanziamento sono vecchie quanto la storia stessa essendo presenti in tutti i sistemi economici caratterizzati da una fiorente attività commerciale, ovviamente con le dovute contestualizzazioni. In questa trattazione ci limiteremo a tracciare una breve storia delle operazioni di private equity partendo dalla storia recente.

1.2.1 Usa

La nascita della prima accertata società di investimento nel capitale di rischio, l'American Research & Development, è collocata nel 1946 fondata da Georges Doriot, un professore dell'Harvard Business School; società la quale riuscì ad ottenere buoni ritorni economici investendo in alcune imprese nate dallo sviluppo di tecnologie belliche legate alla Seconda Guerra Mondiale.

Data importante da segnalare è il 1958, anno in cui fu emanato lo Small Business Investment Act (SBIA) che sanciva la possibilità di costituire le SBICS (Small Business Investment Companies) alle quali venivano concessi finanziamenti a tassi agevolati purché i loro investimenti venissero indirizzati verso imprese nella fase di avvio.

Imponente slancio al mercato americano del private equity fu garantito dall'Employee Retirement Income Security Act (ERISA) emanata sotto la presidenza di Gerald Ford nel 1974 il quale conteneva le regole di buona gestione dei fondi pensione. A questi soggetti, fino ad allora, era vietato di investire le proprie risorse in attività classificate ad "alto rischio" tra le quali figuravano il private equity ed il venture capital. Tale intervento legislativo rimosse tale limite favorendo così l'arrivo di ingenti somme di capitali sul mercato del capitale di rischio e facilitando la nascita di numerose limited partnership che si occupavano della gestione di tali capitali.

¹ Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza numero 4*, Febbraio 2009

Il periodo di espansione del mercato del private equity continuò negli anni successivi durante i quali una serie di emendamenti, ultimo dei quali fu la Tax Act dell'81, abbassò l'aliquota sui guadagni da capital gain dal 49,5 fino al 20%.

L'epoca di maggiore espansione per l'intero settore del private equity va dagli anni Novanta ad oggi, caratterizzata dagli eventi che hanno segnato l'inizio della *New Economy*: diffusione delle tecnologie informatiche, boom del Nasdaq e nascita delle IT companies; questi fattori hanno portato alla ribalta internazionale gli investimenti nel capitale di rischio ed hanno consolidato la posizione degli Stati Uniti come leader mondiale del settore.

1.2.2 Europa

Per quanto riguarda il mercato europeo degli investimenti nel capitale di rischio delle imprese la sua nascita ovviamente è da collocarsi nel Regno Unito nel corso dell'800, all'epoca economia più sviluppata del Vecchio Continente, riferendosi agli investimenti realizzati dai fondi comuni d'investimenti britannici nelle American Railways. La nascita della prima società ad hoc inglese è quasi contemporanea all'ARD di Boston, datata 1945 quando la Bank of England ed altri grandi istituti di credito fondano la 3i (Investing in Industry), società, oggi una delle top companies del settore, che si occupava di elargire finanziamenti sotto forma sia di capitale di debito che di rischio ad imprese con elevate prospettive di crescita.

Quelli qui esposti rappresentano comunque singoli casi isolati, infatti non si può parlare di un mercato europeo del private equity fino ai primi anni del 1980. Risalgono a questi anni i primi interventi legislativi delle istituzioni continentali tra i quali va ricordato quello del Consiglio Europeo che incentivò la creazione del Venture Capital Liaison Office preposto al collegamento tra i vari operatori europei del settore.

Altra mossa della Comunità Europea nell'intento di risolvere la conclamata difficoltà dei piccoli imprenditori di reperire capitali di rischio fu la creazione dell'European Venture Capital Association (EVCA).

Una crescita esponenziale del settore si è avuta nel decennio a cavallo tra il 20° ed il 21° secolo facendo registrare un boom delle risorse raccolte dagli operatori di private equity che sono passate da 8 a più di 112 miliardi di Euro².

1.3 Tassonomia delle operazioni di Private Equity

Andiamo ora ad approfondire la macro-categoria degli investimenti in private equity analizzandone le sotto-categorie; di fatto esistono una molteplicità di modalità in cui può avvenire il rapporto tra impresa target ed investitore istituzionale.

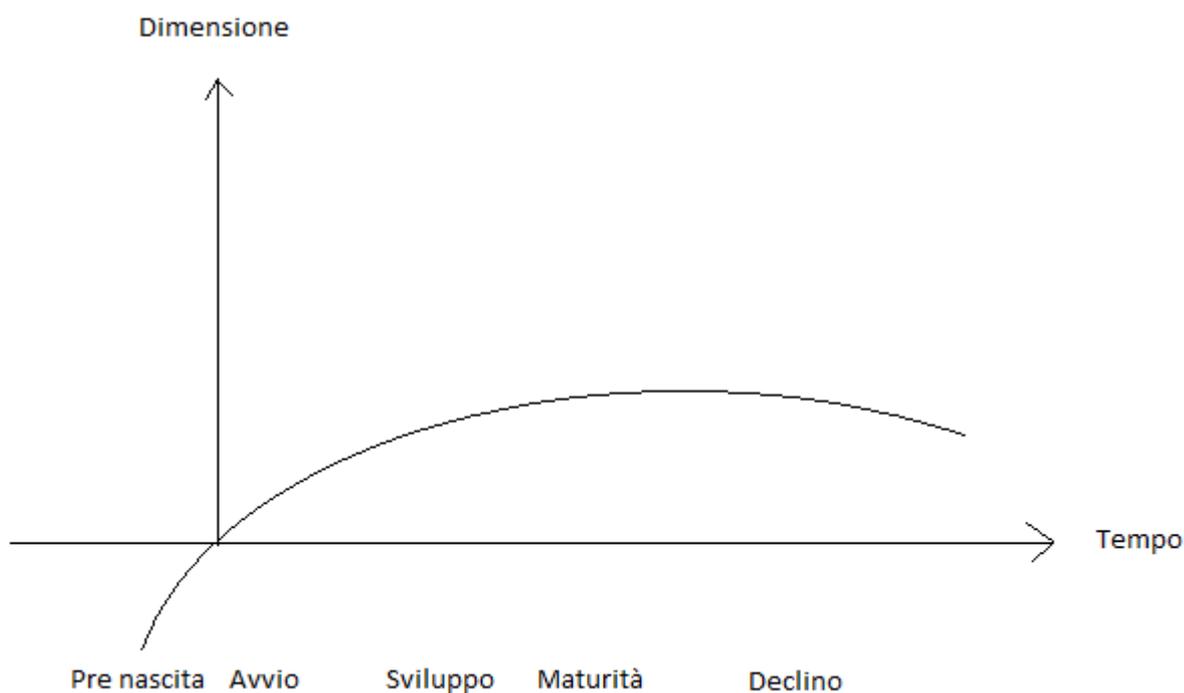
² Gervasoni A., Sattin F., 2008, Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio

La letteratura classica usa segmentare le diverse tipologie di investimento in base alla fase del ciclo di vita dell'impresa nella quale si va ad investire.

Numerose e diverse sono le scuole di pensiero sul ciclo di vita aziendale; in questa trattazione la vita dell'impresa verrà suddivisa, diversamente dalla dottrina maggioritaria, in 5 fasi:

- Pre-nascita
- Avvio
- Sviluppo
- Maturità
- Declino

Ciclo di vita aziendale



Fonte: elaborazione propria

Ad ognuna di queste fasi corrisponde un diverso fabbisogno finanziario ed una diversa modalità di intervento da parte dell'investitore in termini di mix dei due elementi chiave prima definiti come: capitale e know how.

Applicando tale interpretazione del concetto di ciclo di vita aziendale sono distinguibili 5 categorie di operazioni di investimento nel capitale di rischio:

- Seed capital
- Venture capital
- Expansion capital
- Replacement capital
- Late stage capital

1.3.1 Seed capital

Questo tipo di operazione è caratterizzato dall'intervento dell'investitore istituzionale in quella che non è già una impresa ma è ancora una business idea. Caratteristiche peculiari del Seed Capital sono il rischio mediamente più elevato delle altre operazioni di Private Equity e l'ammontare piuttosto ridotto delle singole transazioni.

Storicamente il seed capital è stata forse la tipologia di investimento in capitale di rischio meno sviluppata, questo perché finanziare un business plan sul quale giace un'enorme nuvola di dubbio per quanto riguarda il riuscire a diventare o meno un'impresa solida e redditizia richiede competenze specifiche, profonda conoscenza della tecnologia ed una spiccata "visione imprenditoriale"; caratteristiche non sempre possedute da chi detiene i capitali.

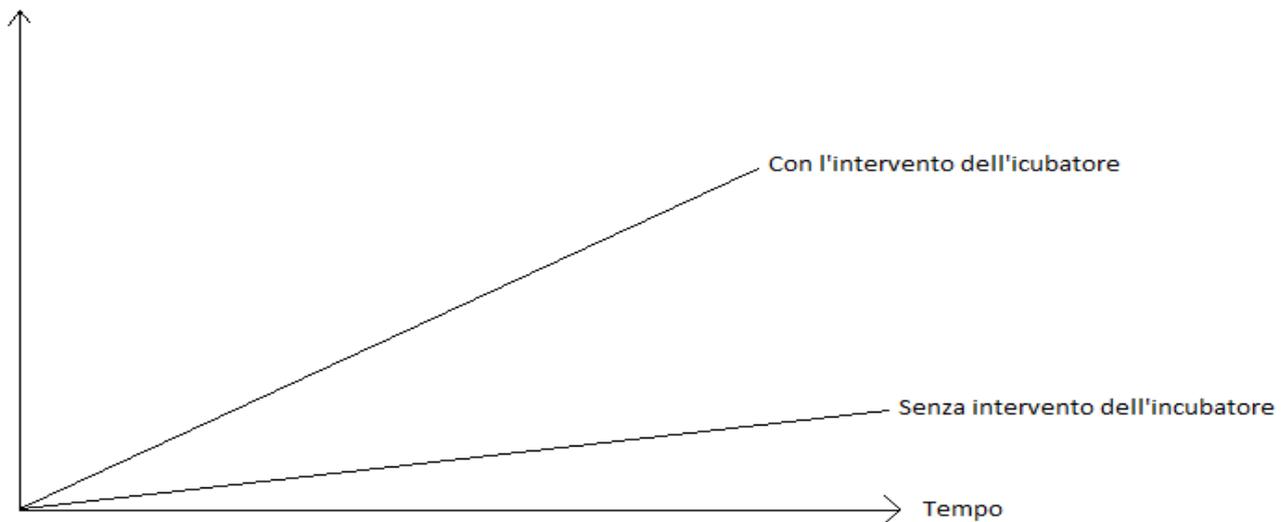
Il sostegno dato dai fondi di Private Equity nelle operazioni di seed capital si articola in:

- Fornitura di risorse finanziarie
- Fornitura di risorse fisiche: spazi ed infrastrutture
- Consulenza in varie funzioni aziendali: amministrazione, marketing, risorse umane ecc.
- Accesso a network relazionali e di informazioni

Attraverso l'aiuto degli investitori "l'impresa target" subirà una notevole velocizzazione del proprio processo di sviluppo

Velocizzazione del processo di sviluppo dovuto all'intervento di un operatore di private equity

Velocità di sviluppo



Fonte: elaborazione propria

All'interno di questa categoria è possibile effettuare una sotto-classificazione distinguendo tra:

- Operatori non profit oriented
- Operatori profit oriented

Tale distinzione coincide essenzialmente con un'altra sub-classificazione degli operatori attivi in questo segmento: operatori pubblici ed operatori privati.

Gli operatori pubblici hanno come scopo principale un obiettivo di natura sociale: lo sviluppo del territorio, la promozione dell'attività di ricerca o la creazione di posti di lavoro; lasciando in secondo piano l'aspetto reddituale.

Al contrario gli operatori profit oriented, com'è facile intuire, hanno come obiettivo principale il profitto. Ovviamente spesso il raggiungimento di tale risultato passa per il conseguimento di quelli che sono gli obiettivi degli operatori non profit oriented, ma quello che differenzia gli uni dagli altri è la "vision" che permea le varie scelte operative.

Si può riassumere che quindi normalmente i fondi di Seed Capital "scommettono" su promettenti iniziative imprenditoriali ancora in fase precompetitiva ma già costituite in forma di persona giuridica, che se poi raggiungeranno la fase competitiva saranno partecipate direttamente dal fondo che potrà quindi ottenere il ritorno desiderato.

1.3.2 Venture Capital

Seconda categoria di operazioni è il Venture Capital, letteralmente "capitale di ventura", così chiamato in quanto riguarda operazioni di finanziamento di nuove piccole imprese che si trovano nella fase di avvio del ciclo vitale, che hanno bisogno di capitali esterni per sostenere i propri progetti dato l'alto potenziale del settore in cui operano.

Come emerge dalla storia degli investimenti nel capitale di rischio esposta in precedenza gli organi legislativi e di governo hanno sempre mostrato un occhio di riguardo all'operazione di VC in quanto ritenuta possibile motore propulsore dell'economia nazionale.

La criticità di queste operazioni la si può riscontrare dai risultati di alcuni studi che mostrano come molto spesso le imprese che falliscono sono quelle che pur avendo alla base un'ottima idea imprenditoriale sono carenti per quanto riguarda la coerenza tra il progetto e la dotazione iniziale di capitali necessaria nel medio-lungo termine o non hanno una struttura organizzativa adeguata.

Di fatti molte volte le imprese che si trovano nella fase di avvio sono gestite dall'imprenditore, ed eventualmente da suoi collaboratori, il quale ha competenze tecniche del settore nel quale si trova a competere ma non possiede abilità ed esperienze di gestione di attività imprenditoriali complesse.

Quindi i due aspetti sul quale va ad intervenire, con la medesima importanza, un venture capitalist sono quello finanziario e quello gestionale.

Caratteristiche tipiche delle operazioni di Venture Capital sono:

- Durata media dell'investimento di circa 8/10 anni, maggiore rispetto alle altre operazioni di Private Equity
- Tasso di default dell'investimento di gran lunga superiore in confronto al finanziamento di imprese mature

1.3.3 Expansion Capital

Le Expansion Capital o operazioni di sviluppo sono le operazioni di investimento nel capitale di rischio di imprese di medie dimensioni che quindi hanno già raggiunto uno stadio avanzato del ciclo di vita. Il fine di tale investimento è far fare alla società target un salto dimensionale per migliorare o consolidare la posizione di quest'ultima nel proprio ambiente competitivo.

Tale salto dimensionale può seguire due binari, i quali non si escludono a vicenda e spesso vengono percorsi contemporaneamente: ci si può concentrare sul mercato e quindi puntare ad ampliare la fetta che l'impresa occupa in esso oppure il focus può essere rivolto sull'aspetto finanziario e quindi il fine dell'operazione è quello di portare l'azienda alla quotazione in Borsa (bridge financing).

Si tratta di un fenomeno tipicamente dell'Europa continentale, che in Italia ha trovato largo consenso date le caratteristiche della nostra economia, il quale invece non ha trovato vasta applicazione nei paesi ad economia anglosassone. Questo è spiegato dal fatto che le imprese alle quali si rivolgono le operazioni di sviluppo molte delle volte sono aziende di medie dimensioni la cui proprietà è detenuta ancora dall'imprenditore fondatore o dalla seconda o terza generazione e quindi hanno un assetto di tipo familiare.

Caratteristica particolare di questo fenomeno, che può essere definito come la "via europea al Private Equity", è che solitamente gli investimenti avvengono attraverso partecipazioni di minoranza al capitale aziendale.

Le EC nel nostro continente hanno un peso rilevante come confermato da una dichiarazione del Governatore della Banca Centrale Europea: "[...] gli intermediari specializzati nel capitale di rischio possono agevolare la crescita delle medie e piccole imprese, contribuire al rafforzamento della struttura manageriale, favorire l'accesso ai mercati di borsa, accompagnare il ricambio generazionale [...]", ad oggi rappresentando la seconda categoria di operazioni di PE per volume d'affari.

Si può facilmente notare come questa terza categoria di operazioni sia molto più complessa delle altre introdotte finora infatti per la prima volta l'impresa investitrice si troverà ad affrontare una vera e propria fase di due diligence nella quale andrà a valutare sia aspetti di business, sia aspetti legali che organizzativi, essendo l'impresa target già una realtà consolidata.

1.3.4 Replacement Capital

Altra categoria di operazioni di Private Equity è costituita dal Replacement Capital ovvero il finanziamento di processi di cambiamento interni all'azienda che ha come fine quello di modificare l'assetto proprietario della stessa. Il tipo di cambiamento al quale si allude è quello che interessa le imprese nella fase di maturità della loro vita; i motivi di tale cambiamento possono essere i più vari ed avere diversa natura: finanziaria, organizzativa o dettati dal mercato. Ciò che sappiamo per certo è che, secondo

quanto sostenuto da Richard Daft, un'impresa che perdura nella fase della maturità ciclicamente (10-15 anni) necessita di interventi di rivitalizzazione.

Questa tipologia di operazioni è meglio nota come BuyOut ed il fine dell'investitore è quello di finanziare e far sì che avvenga il cambiamento.

Il buy out rappresenta la categoria principale di operazioni di PE, sia in termini di volume che di importanza, è proprio per questo che spesso ed impropriamente i due termini vengono confusi.

Per raggiungere la modifica dell'assetto proprietario dell'impresa target, diversamente da quanto avviene per le operazioni di sviluppo, solitamente l'investitore istituzionale acquisisce la quota di maggioranza dell'azienda in questione. Quindi il ruolo che l'operatore di PE è tenuto a svolgere è quello dell'azionista di maggioranza occupandosi di: fornire l'indirizzo strategico, monitorare e valutare i risultati; mentre la gestione operativa dell'attività d'impresa sarà affidata ad un management team.

Proprio in base al soggetto che assume la gestione dell'azienda possiamo distinguere diverse sottocategorie dell'operazione di Replacement Capital:

- MBO: il team management post buy-out è composto da manager interni all'azienda; il vantaggio principale del Management BuyOut è che la nuova dirigenza conosce sia l'impresa sia l'ambiente in cui opera quindi si possono fruttare economie di esperienza.
- MBI: operazione nella quale la gestione operativa dell'azienda dopo l'ingresso della società di Private Equity è affidato ad un nuovo soggetto scelto da quest'ultima. Il Management BuyIn avviene quando la nuova proprietà non ritiene adeguato l'attuale management dell'impresa acquisita e lo sostituisce con uno di propria fiducia o con soggetti che ritiene più appropriati.
- BIMBO: il BuyIn Management BuyOut è un'operazione frutto dell'unione delle due precedenti, quindi prevede che il nuovo team management sarà composto da individui che facevano parte della direzione pre-acquisizione e da nuovi soggetti nominati dall'investitore. Questa forse è la modalità di buy-out più utilizzata in quanto consente di ottenere i vantaggi di entrambe le operazioni da cui è composta; ma non bisogna trascurare che potrebbe far nascere gravi problematiche dovute alla difficile convivenza tra le due "fazioni" che compongono il team management.
- EBO: l'Employee BuyOut è l'operazione di buy out nella quale il nuovo assetto proprietario e di gestione prevede una maggior partecipazione dei dipendenti attraverso un Employees Stock Option Plan e la presenza di propri membri nel Cda.
- FBO: si ha quando il soggetto che assume il controllo gestionale dell'impresa è una parte dei componenti della famiglia, che precedentemente era proprietaria dell'azienda, e per fare ciò compra le quote degli altri familiari con l'aiuto del soggetto investitore; al fenomeno è dato il nome di Family BuyOut.

Altro tipo di operazione da sottolineare all'interno della macro-categoria del Replacement Capital, ma non rientrante nella classificazione sopra svolta, è il Reverse BuyOut (RBO) operazione con la quale l'investitore istituzionale acquista la maggioranza delle azioni di un'impresa quotata in Borsa che il

mercato azionario sottovaluta rispetto a quanto ritiene l'operatore di Private Equity. L'investitore quindi, dopo aver raggiunto la quantità di azioni tale che gli consenta il delisting ovvero la rimozione di un titolo scambiato su un mercato regolamentato da quest'ultimo, utilizza le sue competenze strategiche e gestionali per revitalizzare l'impresa e prepararla ad una nuova quotazione in borsa.

Solitamente la dottrina cita in questa categoria di operazioni anche il Leveraged BuyOut (LBO), al quale verrà successivamente dedicato un paragrafo e che qui verrà definito soltanto come un'operazione di Private Equity che lascia l'impresa target con un rapporto di indebitamento maggiore rispetto a quanto non fosse prima dell'intervento dell'investitore.

1.3.5 Late Stage Capital

In questa categoria rientrano le operazioni rivolte ad imprese che si trovano nella fase di declino le quali si trovano a fronteggiare situazioni patologiche che possono essere dovute sia alla cattiva gestione sia a cicli economici negativi dell'economia. Il fine delle operazioni di Late stage capital è di far recuperare all'impresa partecipata la posizione competitiva che questa occupava nel proprio mercato di riferimento prima della fase di declino o addirittura migliorarla.

Da questa prima introduzione si può intuire che si tratta di operazioni altamente rischiose e complesse, per questo richiedono che il soggetto investitore che le pone in essere sia un operatore specializzato, quindi non generalista.

Questo ramo delle operazioni di Private Equity storicamente non è mai stato molto sviluppato, nonostante all'interno di sistemi economici evoluti dovrebbe ricoprire un ruolo di primissimo piano. Infatti, specularmente alle operazioni di Venture Capital, c'è bisogno di operatori che si assumono il rischio d'impresa e sostengono la ristrutturazione e la ripresa di aziende in crisi.

Data la particolarità di queste operazioni all'investitore sono richiesti, oltre all'apporto di capitali, altri interventi che agli operatori generalisti che intervengono nelle altre fasi del ciclo di vita dell'azienda non sono richieste, tra le quali:

- Valutare le cause della crisi
- Formulare il piano di ristrutturazione
- Rinegoziare il debito

All'interno della categoria in esame possiamo distinguere due tipologie di operazioni in base alla gravità della crisi:

- Interventi di ristrutturazione stragiudiziale: riguardano la fase di crisi conclamata con l'impresa che si trova già in uno stato di illiquidità e/o insolvenza
- Interventi di turnaround: hanno come obiettivo imprese che registrano un calo dei profitti oppure perdite, ma ancora non si trovano in un grave stato di crisi. Queste necessitano di capitale di rischio; più "paziente" del capitale di debito, per mettere in atto gli investimenti fondamentali per la rinascita dell'azienda

1.4 Leveraged BuyOut

Secondo la dottrina maggioritaria il LBO sarebbe dovuto essere trattato come sotto-categoria delle operazioni di Replacement Capital, ma in questo lavoro se ne parlerà in un paragrafo a sè stante in quanto meritevole di maggior approfondimento.

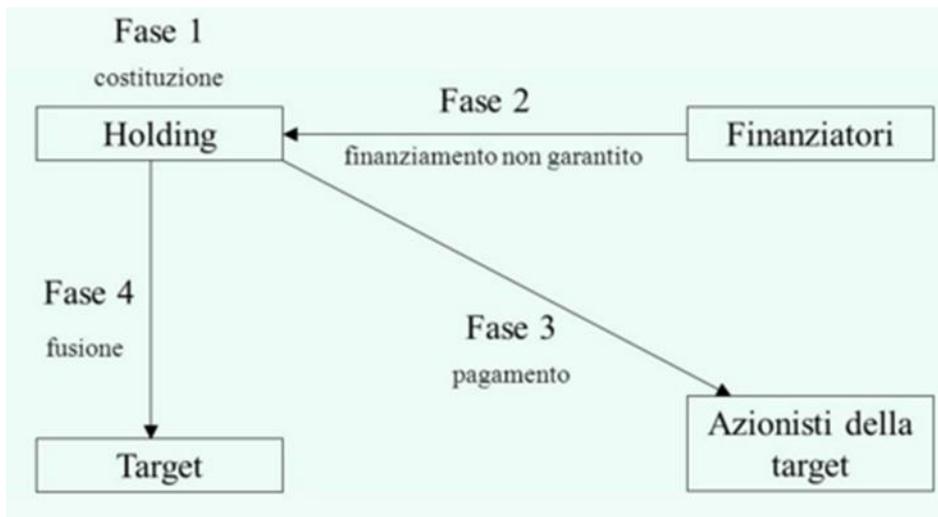
Due sono le modalità finanziarie con cui può avvenire un'operazione di Private Equity:

- La prima in cui il capitale necessario per acquisire l'impresa target proviene completamente dal soggetto investitore quindi l'operazione avviene senza impattare la struttura finanziaria dell'acquisita
- L'altra è il leveraged buy-out

Definizione generale di Leveraged buy out accettata dalla letteratura è quella fornita da Diamond nel 1985 secondo cui con tale termine ci si riferisce ad una qualsiasi operazione di acquisizione di impresa che lasci l'impresa acquisita con un rapporto di indebitamento più elevato di quanto non fosse prima dell'operazione.

Un intervento base mediante LBO si articola in 4 fasi:

Fasi del Leveraged BuyOut



Fonte: Gervasoni A., Sattin F., 2008, *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*

1. Un gruppo di imprenditori ed investitori con il fine di acquistare una società, detta target, ne crea una nuova, che chiameremo Holding, versando una certa somma a titolo di capitale sociale. Tale somma è nettamente inferiore a quella necessaria per acquistare l'impresa target.
2. La Holding ottiene un finanziamento da uno o più finanziatori, facendo sì di raggiungere la somma necessaria per l'acquisizione. Essendo la Holding una società priva di struttura operativa il finanziamento viene concesso sulla base di quasi nulle garanzie reali e perciò viene definito Unsecured Financing.
3. A questo punto la Holding è in grado di acquistare le azioni della società target.

4. Avviene ora la fusione tra acquirente ed acquisita; in questo modo la Holding avrà tra le attività le azioni della società target e tra le passività il finanziamento ricevuto nella fase 2 che però ora è un Secured Financing. Come conseguenza della fusione l'impresa target avrà un livello di leva finanziaria maggiore rispetto a quello che aveva pre-LBO.

L'operazione di Leveraged BuyOut teoricamente potrebbe interessare una qualsiasi delle cinque categorie sopra esposte, ma date alcune caratteristiche che l'impresa target deve possedere affinché il LBO abbia successo questa trova utilizzo quasi esclusivamente nelle operazioni di Replacement Capital.

Tali caratteristiche possono essere riassunti nei seguenti punti:

- L'impresa target deve avere un basso grado di sfruttamento della leva operativa
- Nell'attivo della società da acquistare devono essere iscritti beni di valore rilevante, tale da permettere il loro utilizzo come garanzie verso i creditori
- Ci deve essere l'assenza di barriere all'uscita dall'investimento che potrebbero rendere difficile la futura cessione o quotazione dell'impresa
- I cash flow della futura acquisita devono essere abbondanti e costanti, in modo da poter far fronte ai maggiori oneri finanziari post-LBO

Quindi l'impresa target deve trovarsi nella fase di maturità del proprio ciclo di vita ed operare in un settore altrettanto maturo nel quale occupa una posizione di rilievo.

1.5 Organizzazione e funzionamento di un fondo di PE

1.5.1 Struttura societaria

Data la loro particolarità i fondi di PE sono organizzati con specifiche architetture societarie. Diverse sono state le soluzioni fornite dai vari legislatori dei singoli sistemi economici mondiali, ma dato l'intento comune di tutelare il mercato, gli investitori e l'economia nazionale queste hanno alcuni aspetti comuni; è possibile quindi distinguere due modelli rappresentativi del settore:

- Modello europeo
- Modello americano

Per spiegare il modello europeo ci si può rifare alla legislazione italiana in quanto frutto del recepimento di una Direttiva Europea avente come scopo l'omologazione delle giurisdizioni delle singole nazioni in materia. Secondo quanto sancito dal Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 un fondo di investimento è un patrimonio autonomo suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti gestito a monte. In Italia il compito di promozione e gestione del fondo è affidato alle Società di Gestione del Risparmio (SGR), le quali per operare sono soggette ad autorizzazione e vigilanza della Banca d'Italia e della Consob. Le SGR devono soddisfare determinati requisiti quali³:

- Avere la forma giuridica di società per azioni

³ Decreto Legislativo 1 settembre 1993, n. 385

- Avere sede legale e direzione generale nel territorio italiano
- Essere costituite con un capitale minimo di 1 milione
- I suoi esponenti aziendali devono rispettare particolare requisiti di onorabilità
- Devono dotarsi di una struttura organizzativa che assicuri la sana e prudente gestione del capitale raccolto

Secondo il modello americano invece i fondi di PE hanno la forma di Limited Liability Partnership (LLP), assimilabile all'italiana Società in Accomandita Per Azioni, e presentano la convivenza di due categorie di soci: i Limited Partner (LP) i quali hanno responsabilità limitata al capitale conferito ed i General Partner ovvero i manager ai quali è affidata la gestione del fondo.

Caratteristiche comuni a tutti i fondi di investimento nel capitale di rischio sono:

- Durata limitata
- I soggetti investitori possono essere sia investitori istituzionali (fondi pensione, istituti bancari, fondi sovrani, fondazioni, ecc) oppure investitori individuali (ai quali sono richieste determinate caratteristiche come l'ammontare minimo di patrimonio netto da essi posseduti, con il fine di tutelarli)
- Separazione tra apportatori di capitali e gestori del fondo
- Limiti agli investimenti al fine di garantire la diversificazione del rischio

1.5.2 Ciclo di vita del fondo

Come già accennato in precedenza i fondi di Private Equity, hanno vita predefinita, da decidere in fase di costituzione, che legalmente può andare dai 5 ai 30 anni con una media di mercato di 10 anni, con un eventuale proroga biennale.

Assumendo tale media come nostro parametro, la vita di un fondo si divide in due periodi: i primi 5 anni detti di Investment Period e gli ultimi 5 noti come Divestment Period: il primo arco temporale è caratterizzato dalla raccolta e dall'investimento delle risorse a disposizione, mentre nel secondo vige il divieto di effettuare investimenti e le attività da svolgere sono quelle di monitoraggio e valorizzazione degli investimenti posti in essere e di dismissione di questi.

1.5.2.1 Organizzazione e Raccolta

La fase di organizzazione del fondo e di raccolta dei capitali è una fase molto delicata ed impegnativa, sia in termini di tempo che di risorse, specialmente in tempi di turbolenza economica come lo sono stati gli ultimi anni. Questa fase di solito dura tra i dodici ed i diciotto mesi ed essenzialmente consiste nello strutturare il fondo, determinarne la strategia operativa e trovare gli investitori.

Secondo una schematizzazione fatta dall'EVCA il processo di organizzazione e raccolta si articola in sette fasi:

- identificazione del mercato target

- pre-marketing
- strutturazione del fondo
- preparazione e distribuzione del materiale di marketing
- incontro con i potenziali investitori
- preparazione della documentazione legale
- chiusura

Momento nevralgico è costituito dal trovare e contattare i possibili investitori; questo normalmente viene svolto attraverso i network di relazioni interpersonali dei quali fanno parte i LP o i GP oppure avvalendosi di intermediari/agenti di collocamento, dato che per legge gli operatori di questo settore non possono inserire annunci su giornali, internet o qualsiasi altro mass media. Un ruolo di rilievo in questa fase lo giocano i così detti *gatekeepers*, ovvero società di consulenza e gestione di portafogli di fondi e manager di grandi investitori istituzionali, con i quali è strategico intraprendere relazioni in quanto fungono da “certificato di garanzia” per attirare altri potenziali investitori.

Ai potenziali investitori i gestori del fondo presentano il Private Placement Memorandum (PPM), una sorta di business plan, nel quale vanno indicati obiettivi, rischi, modalità e filosofia di investimento; track record del team di gestione; costi del fondo e tutte le altre informazioni necessarie.

1.5.2.2 Investimento

Data la varietà di tipologie di operazioni di Private Equity, la diversità e la specificità di queste esistono altrettanti processi di investimento.

Innanzitutto va sottolineato che sia per attenersi alla legge sia per propri vantaggi derivanti dalla diversificazione i fondi investono in una pluralità di imprese, arrivando a gestire un portafoglio di investimenti. L'attività d'investimento dell'operatore viene svolta nell'ottica di andare a massimizzare sia il singolo affare sia il portafoglio nel suo complesso.

Per quanto riguarda il singolo deal è stato comunque possibile individuare un processo tipico che caratterizza l'attività di investimento:

- individuazione dell'impresa target
- valutazione dell'azienda e della sua struttura operativa
- trattativa e definizione termini negoziali (prezzo, tempo e modalità di pagamento ecc)
- chiusura dell'affare

1.6.2.3 Gestione e valorizzazione dell'investimento

Questa è la fase *core* di tutta l'operazione di investimento nel capitale di rischio ed è finalizzata alla valorizzazione della società target per poi raggiungere un guadagno in conto capitale soddisfacente nella fase successiva.

Secondo Oliver Gottschalg l'investitore può raggiungere il suo scopo in due modi:

- *value capturing*: creare valore per il fondo senza apportare alcun contributo alla gestione operativa dell'impresa target, quindi semplicemente ottenendo un profitto da arbitraggio finanziario fruttando leve quali:
 - capacità negoziali migliori
 - migliore conoscenza del mercato
 - variazioni delle valutazioni del mercato

In questo caso si parla di investimenti *hands off*

- *value creation*: consiste in una creazione vera e propria di valore attraverso l'ingerenza dell'investitore nella gestione della società. A questa modalità di investimenti viene dato il nome di *hands on*.

Le due modalità qui riportate sono i due estremi di un *continuum* lungo il quale si collocano tutte le operazioni di Private Equity, che molto spesso sono frutto della convivenza di entrambe.

Come già emerso da ciò fin qui detto il rapporto tra investitore e impresa target non si esaurisce nel mero apporto di capitali ma riguarda svariati aspetti; secondo la dottrina sette sono le aree in cui l'operatore interviene al fine di valorizzare l'investimento⁴:

- investitore come cassa di risonanza delle idee nate in seno all'impresa
- servizi finanziari
- consulenza manageriale e apporto strategico
- gestione del management
- reti di contatti
- intervento operativo
- rapporto di "amicizia" e fiducia

1.5.2.4 Disinvestimento

L'ultima fase del ciclo di vita di un fondo di private equity e del rapporto investitore-impresa target è rappresentata dalla dismissione degli investimenti detenuti in portafoglio.

Due sono le decisioni da prendere in questa fase:

- scegliere il momento più opportuno per lo smobilizzo dei singoli investimenti
- individuare la modalità di disinvestimento più adatta per ciascuno di questi

Normalmente queste scelte non sono completamente a discrezione dell'investitore in quanto spesso la modalità di dismissione viene scelta in fase di trattativa tra le due parti ed è vincolata a variabili contingenti legate a caratteristiche dell'impresa target (dimensione, settore di appartenenza ecc) mentre per quanto riguarda il timing questo non può essere stabilito con precisione a priori ma spesso viene

⁴ Gervasoni A., Sattin F., 2008, Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio

definito un arco temporale entro il quale può avvenire, o comunque anche se viene lasciato a discrezione dell'investitore dipende da variabili quali: il mercato, i cicli economici ecc.

Cinque sono le modalità di disinvestimento:

1) vendita delle azioni sul mercato borsistico

Attraverso un'Offerta Pubblica di Vendita se l'impresa target è già quotata o mediante un IPO in caso contrario.

Vantaggi:

- spesso è l'opzione preferita dal management
- l'investitore potrebbe ottenere ulteriori guadagni dall'incremento post quotazione di eventuali azioni rimastegli in portafoglio
- viene generata ulteriore liquidità per l'impresa target

Svantaggi:

- costi maggiori rispetto alle altre modalità
- tempi lunghi
- tale opzione non può essere intrapresa da alcune imprese, ancora "piccole"

2) trade sale: vendita della partecipazione ad un soggetto di natura industriale

Soggetti di natura industriale normalmente sono competitor dell'impresa target di dimensioni maggiori che per consolidare la propria posizione nel mercato desiderano acquistarla; competitor di dimensione uguale o minore dotati di risorse finanziarie tali da acquistarla che intraprendono una strategia di espansione; oppure imprese appartenenti ad altri settori che intraprendono una strategia di diversificazione non correlata.

Vantaggi:

- l'acquirente può sopravvalutare il valore dell'impresa target, in relazione all'importanza strategica che tale acquisto ricopre
- si tratta di un'operazione più veloce, economica e semplice rispetto alla quotazione in borsa

Svantaggi:

- tale soluzione potrebbe non essere ben vista dal management o altri stakeholders
- potrebbero non esserci compratori industriali con risorse finanziarie disponibili necessarie per l'acquisto

3) secondary buy out: l'acquirente è un altro operatore di private equity

Tale tipologia di way out ha trovato larga diffusione soprattutto nell'ultimo decennio come conseguenza della difficoltà di concludere trade sale e quotazioni in borsa. Le situazioni tipiche in cui si preferisce un SBO alle altre modalità di dismissione sono le seguenti:

- si conclude la fase del ciclo di vita dell'impresa target che quindi ha bisogno di intraprendere un altro percorso con un diverso intermediario
- l'investitore in questione è un operatore specializzato in una delle tipologie di operazioni e una volta raggiunto il suo obiettivo vuole dismettere la propria partecipazione anche se c'è ancora potenziale di crescita per l'impresa

- scadenza temporale del fondo
- logoramento del rapporto tra investitore e impresa target

Quindi più generalmente si può dire che è ottimale attuare il secondary buy out quando l'investitore attuale vuole disinvestire e c'è un altro operatore disposto a prendere il suo posto in quanto ritiene che l'operazione possa ancora generare valore.

Il vantaggio principale di questa modalità per l'impresa target è che questa può proseguire il proprio processo di sviluppo, anche se cambia la controparte.

4) buy back: vendita della partecipazione al socio originario

Questo è il modo di disinvestimento meno utilizzato tra quelli presentati; una delle motivazioni è che spesso il socio originario se volesse riacquistare la proprietà non ha a disposizione risorse finanziarie a sufficienza per farlo, dato che sotto la proprietà dell'investitore istituzionale l'impresa incrementa notevolmente, o almeno dovrebbe, il proprio valore.

5) write off: azzeramento della partecipazione in caso di fallimento

Viene comunque considerato come modalità di disinvestimento perché presenta la caratteristica di determinare la fine del processo di investimento, anche se diversamente dalle altre è priva della componente discrezionale, dato che è indipendente dalla volontà delle parti.

1.6 Impatto economico sulle target delle operazioni di private equity

Nel moderno sistema economico l'investimento nel capitale di rischio ha assunto un ruolo di primissimo piano contribuendo alla modifica, avvenuta negli ultimi anni, di tali sistemi in tutto il mondo ed essendo considerato uno degli strumenti in grado di apportare significativi cambiamenti all'interno dell'economia mondiale.

Gli investimenti di private equity tramite un effetto a catena riescono ad avere importanti conseguenze sull'intera economia nazionale e globale, partendo dal diretto impatto che queste operazioni hanno sull'impresa alla quale si rivolgono.

Per l'impresa target la possibilità di poter rivolgersi ad investitori specializzati nel sostegno finanziario delle imprese finalizzato alla creazione di valore permette a questa di reperire capitale "paziente" da poter utilizzare nella messa in atto delle proprie iniziative imprenditoriali. Ulteriore vantaggio deriva dalla disponibilità di know how manageriale che il soggetto investitore mette a disposizione dell'azienda e da tutte le altre modalità di supporto precedentemente esposte.

Altro punto di forza sulla quale può puntare un'impresa partecipata da un investitore istituzionale è il prestigio di tale socio che fa sì che l'impresa goda di una migliore immagine sul mercato e di una maggiore affidabilità creditizia nei confronti delle banche.

Tutto questo permette alle imprese partecipate da fondi di Private Equity di ottenere risultati migliori dei trend nazionali e delle imprese equivalenti non partecipate, per quanto riguarda indicatori quali:

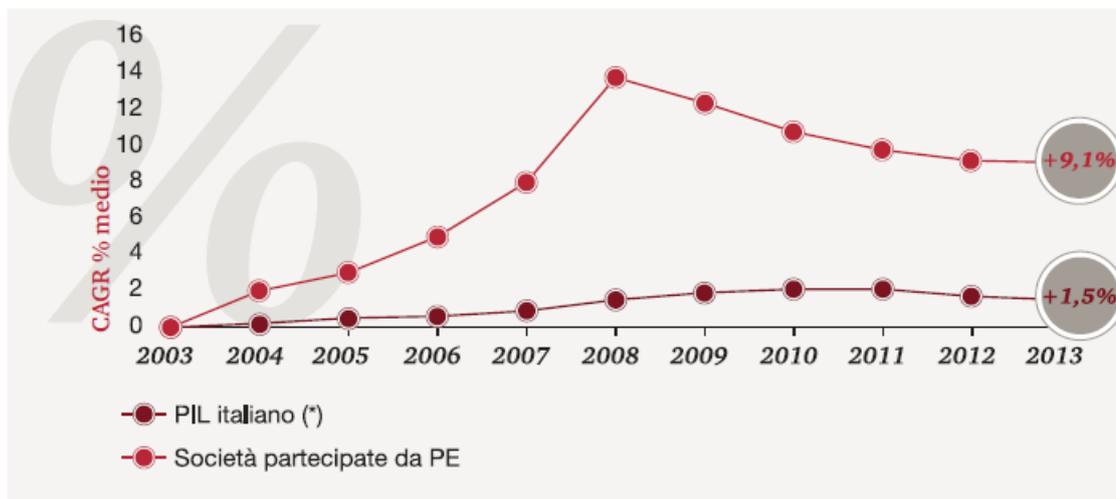
- Tasso di crescita del fatturato

- Tasso di crescita dell'occupazione
- EBIT

Tali affermazioni sono confermate dalla letteratura e da studi svolti nei vari sistemi economici del mondo; in questo elaborato ci riferiremo allo studio svolto da PriceWaterhouseCooper (Pwc) preparato sulla base di un campione di 425 disinvestimenti (224 Venture Capital e 201 Buy-out) effettuati in Italia da operatori di Private Equity nel periodo 2003-2013, con l'obiettivo di analizzare le performance delle aziende target durante il periodo di permanenza all'interno del portafoglio dell'operatore di private equity. Il benchmark selezionato è stato estrapolato dalle informazioni incluse nella ricerca "Dati cumulativi di 2050 società italiane", una ricerca svolta dall'Ufficio Studi di Mediobanca ed è basato sullo stesso periodo di possesso delle aziende incluse nel campione analizzato.

La crescita dei ricavi delle aziende in portafoglio a Private Equity e Venture Capital (+9,1%) nel 2013 rimane pressoché in linea con il 2012 evidenziando un trend di crescita significativamente più alto rispetto a quello del prodotto interno lordo italiano (+1,5%).

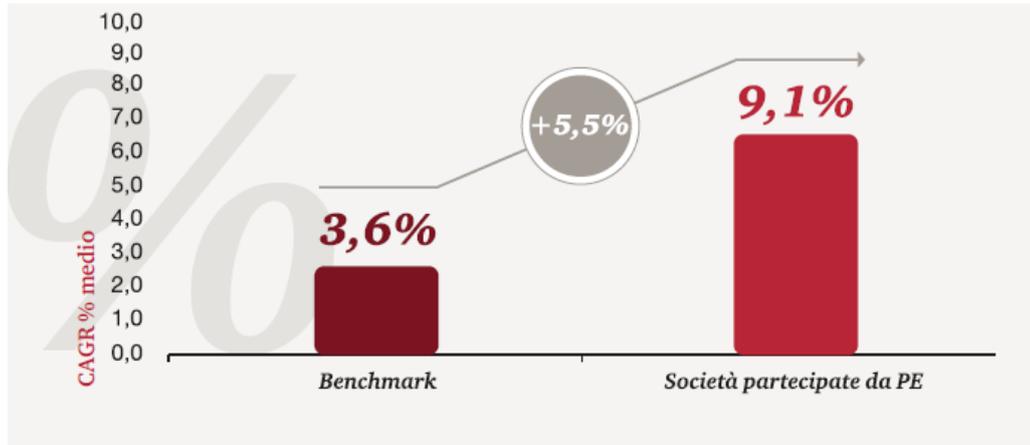
PIL italiano vs società partecipate da PE



Fonte: Pwc, *l'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*

Inoltre, come per il 2012, il tasso di crescita delle aziende possedute da investitori di Private Equity è superiore rispetto al benchmark (5,5% in più).

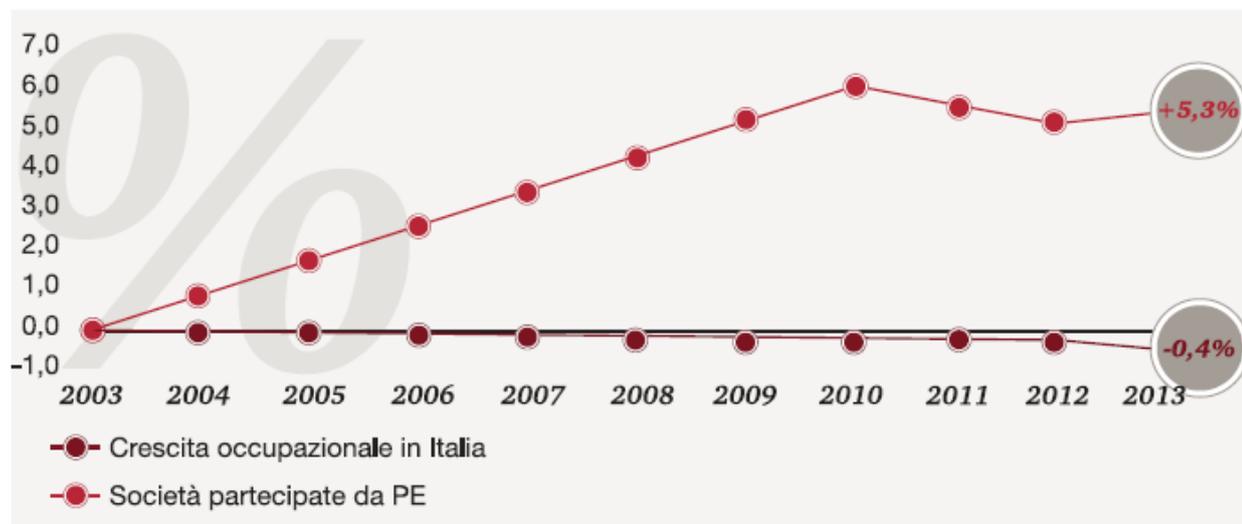
Crescita dei ricavi 2003-2013



Fonte: Pwc, *l'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*

Il tasso di crescita occupazionale delle aziende possedute da operatori di Private Equity aggiornato al 2013 (+5,3%) rimane sostanzialmente in linea con l'anno precedente e risulta decisamente superiore rispetto al tasso di crescita occupazionale italiano, ormai in continuo calo da anni.

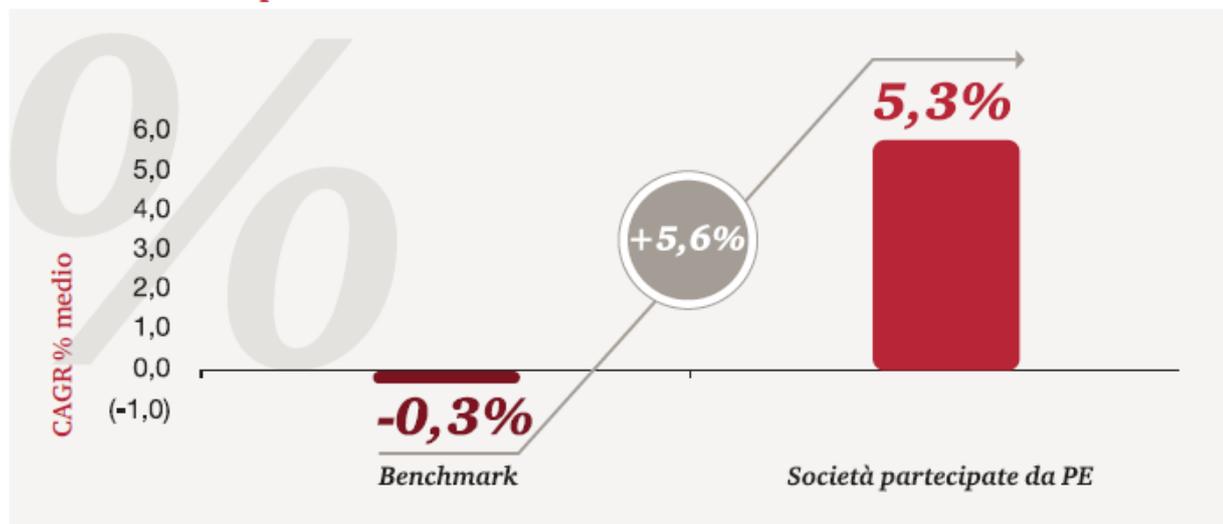
Andamento del tasso di occupazione in Italia vs crescita occupazionale del PE



Fonte: Pwc, *l'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*

Nel periodo 2003-2013 il tasso di crescita occupazionale nelle aziende detenute da operatori di Private Equity (+5,3%) è significativamente superiore rispetto al benchmark, principalmente guidato dal trend positivo delle società partecipate da Venture Capital (+5,5%).

Crescita dell'occupazione 2003-2013

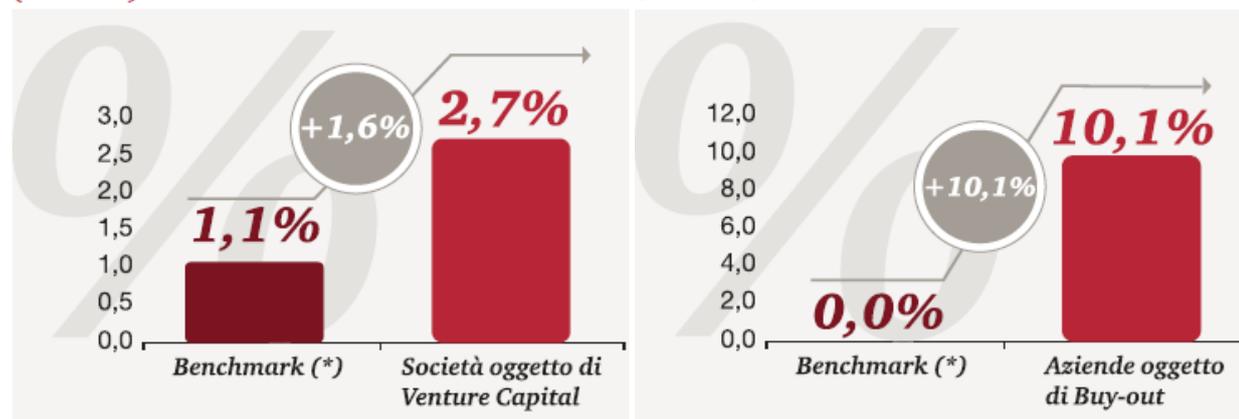


Fonte: Pwc, *l'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*

Per quanto riguarda l'ultima grandezza in esame: l'EBITDA, anche per questa si riscontrano performance positive delle imprese partecipate da società di PE.

Crescita annua del margine operativo lordo (EBITDA) 2003-2013

Crescita annua del margine operativo lordo (EBITDA) 2003-2013



Fonte: Pwc, *l'impatto economico del private equity e venture capital in Italia*

Altri aspetti sui quali impatta l'investimento nel capitale di rischio, ancora collegati all'impresa target sono:

- Aumento del fatturato prodotto all'estero, sia in termini assoluti che relativi
- Aumento del salario medio
- Aumento della spesa in formazione del personale
- Aumento degli investimenti in Ricerca & Sviluppo
- Diminuzione del tasso di default
- Diminuzione di assenteismo e turnover

Innescatasi la reazione a catena la partecipazione di investitori istituzionale in imprese genera benefici in ambiti ben lontani dall'impresa target:

- Bilancio dello stato
- Sviluppo tecnologico

- Qualità della vita

Accostando l'attività d'investimento nel capitale di rischio alla teoria sulla selezione naturale di Darwin, che in una sua pubblicazione scrive: "In un mondo di popolazioni stabili, dove ogni individuo deve lottare per sopravvivere, quelli con le *migliori* caratteristiche avranno maggiori possibilità di sopravvivenza e così di trasmettere quei tratti favorevoli ai loro discendenti. Col trascorrere delle generazioni, le caratteristiche vantaggiose diverranno dominanti nella popolazione. Questa è la selezione naturale.", si può facilmente arrivare a definire i fondi di Private Equity come motore dello sviluppo, come tra l'altro è già stato fatto in precedenza. Infatti è evidente come gli investitori andando a selezionare le imprese con le caratteristiche *migliori* aiutino il processo di selezione naturale per cui la popolazione futura sarà caratterizzata dalla presenza delle *aziende più forti* con conseguenze, come abbiamo visto, sull'intera economia nazionale e quindi globale.

1.7 Scenario attuale

Dal momento della sua comparsa fino ad oggi il settore dell'investimento nel capitale di rischio ha fatto registrare una crescita esponenziale che lo ha portato ad assumere il peso che ha oggi.

Il picco massimo di tale sviluppo lo si era raggiunto nel biennio 2006-2007 quando il settore ha fatto registrare i propri record per tutte le grandezze con il quali si è soliti analizzarlo; tale trend subisce però un arresto con la crisi scoppiata negli Stati Uniti nel Settembre 2007 e poi diffusasi in tutto il globo che ha causato enormi problemi per il settore oggetto di studio per i successivi due anni, ma che oggi sono stati ampiamente superati.⁵

Fortunatamente il corso degli eventi è cambiato ed ha riservato un futuro prospero per i fondi di Private Equity; già nel 2009 si vennero a creare le condizioni che hanno gettato le basi per la loro ripresa⁶:

- Tassi d'interesse vicini allo zero e condizioni di credito favorevoli che hanno permesso sia ai fondi di rifinanziarsi e sia di mettere in atto strategie di LBO vantaggiose
- Profitti delle imprese consistenti e condizioni per l'Ipo accomodanti che hanno permesso disinvestimenti profittevoli
- Sempre maggior disponibilità di liquidità ed interesse per gli investitori verso gli investimenti alternativi che hanno fatto aumentare la domanda da parte dei LP
- Cambiamenti normativi, volti a favorire l'attività di investimento nel capitale di rischio

Di pari passo alla crescita esponenziale il settore è stato caratterizzato da una sempre maggiore concentrazione dei fondi, il tutto accelerato dalla tendenza degli investitori a destinare le proprie risorse ai *mega-fund*. La crescita delle dimensioni dei fondi ha inevitabilmente causato l'aumento della dimensione media dei deal, essendo le due grandezze strettamente correlate. Lo sviluppo del settore è stato però

⁵ Bain & Company, Global private equity report 2015

⁶ Bain & Company, Global private equity report 2015

talmente imponente che contemporaneamente alla concentrazione del mercato si è verificato anche un aumento del numero degli operatori, fenomeni questi due inversamente correlati.

Altro evento che ha caratterizzato la storia recente degli investimenti di private equity è l'affermarsi dei mercati emergenti, sia come destinazione degli investimenti che come provenienza dei capitali.

Infatti da un lato la preoccupazione per la crisi e la paura di default dei debiti sovrani, sentimenti altamente diffusi nelle economie americana ed europea, ha fatto sì che i fondi iniziassero a rivolgersi verso le economie emergenti, caratterizzate da condizioni macroeconomiche più favorevole, come sbocco per i propri investimenti; dall'altro lato la sempre maggior disponibilità di risorse finanziarie per gli investitori provenienti da Cina, India e Brasile su tutti ha permesso che questi assumessero una posizione di rilievo anche per quanto riguarda l'apporto di capitali.

Fare previsioni sul futuro degli investimenti nel capitale di rischio abbastanza difficile, data l'instabilità che caratterizza l'economia moderna. Tuttavia per certo si può affermare che ad oggi ci si può aspettare solo che il settore continui il suo trend di crescita sia in termini economici che in termini di rilevanza all'interno dei sistemi economici.

Secondo una proiezione del Macro Trend Group della Bain & Company, la quale lega la crescita del private equity al valore degli asset finanziari globali, che nel 2010 superava di circa 10 volte il Pil reale, i financial assets continueranno a crescere del 50% entro la fine del decennio trainando gli investimenti nel capitale di rischio.

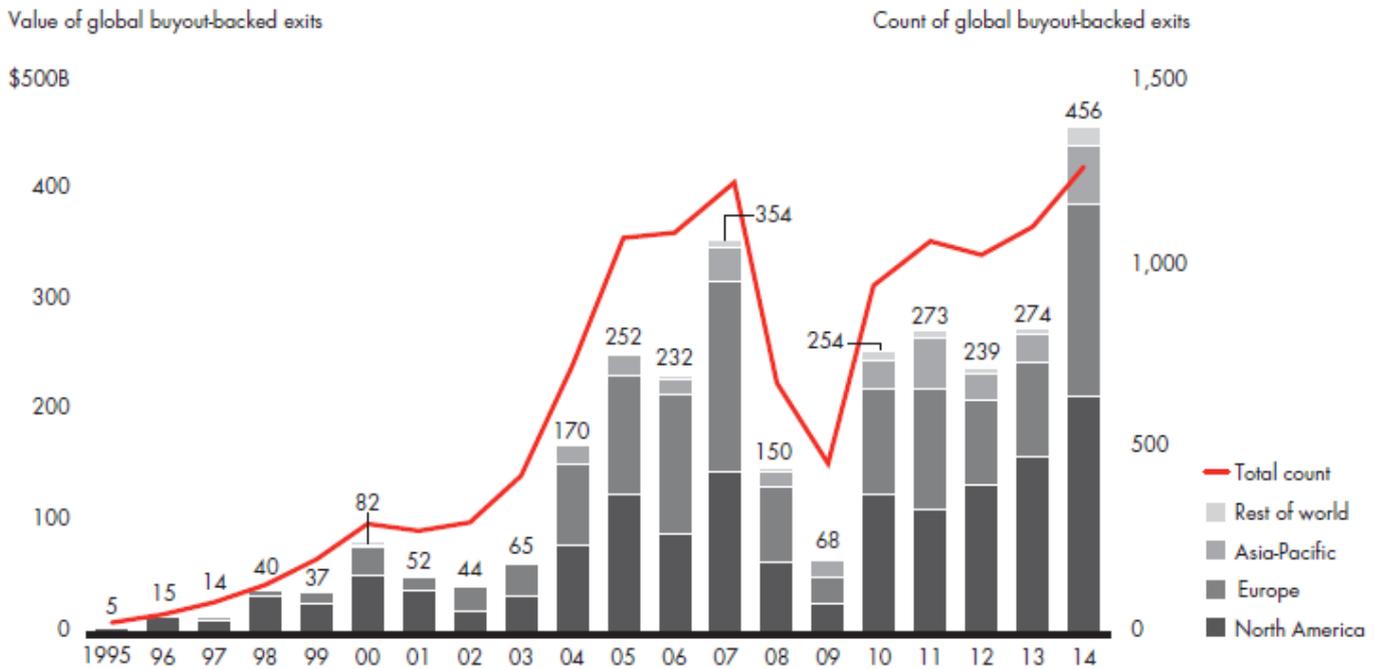
1.7.1 Disinvestimenti

N.B Alcune delle statistiche riportate di seguito si riferiscono alla sola categoria del buyout, essendo questa la più rilevante in termini di ammontare: rappresentando circa il 75% del volume totale delle operazioni di private equity.

I disinvestimenti nel 2014 hanno addirittura superato le già rosee aspettative formulate per quello che era stato annunciato come un buon anno per il settore. A livello mondiale il numero ed il valore dei disinvestimenti ha raggiunto nuovi record superando quelli del 2007 arrivando a toccare le 1250 dismissioni, superando il precedente massimo di 1219, per un valore totale di 456 miliardi di dollari, il 67% in più rispetto al precedente anno⁷.

Dato molto interessante l'ha fatto registrare il mercato Asiatico che è cresciuto del 120% in più del 2013, mentre i primi due posti per valore totale spettano a USA con 214 miliardi di dollari e all'Europa, 173 miliardi.

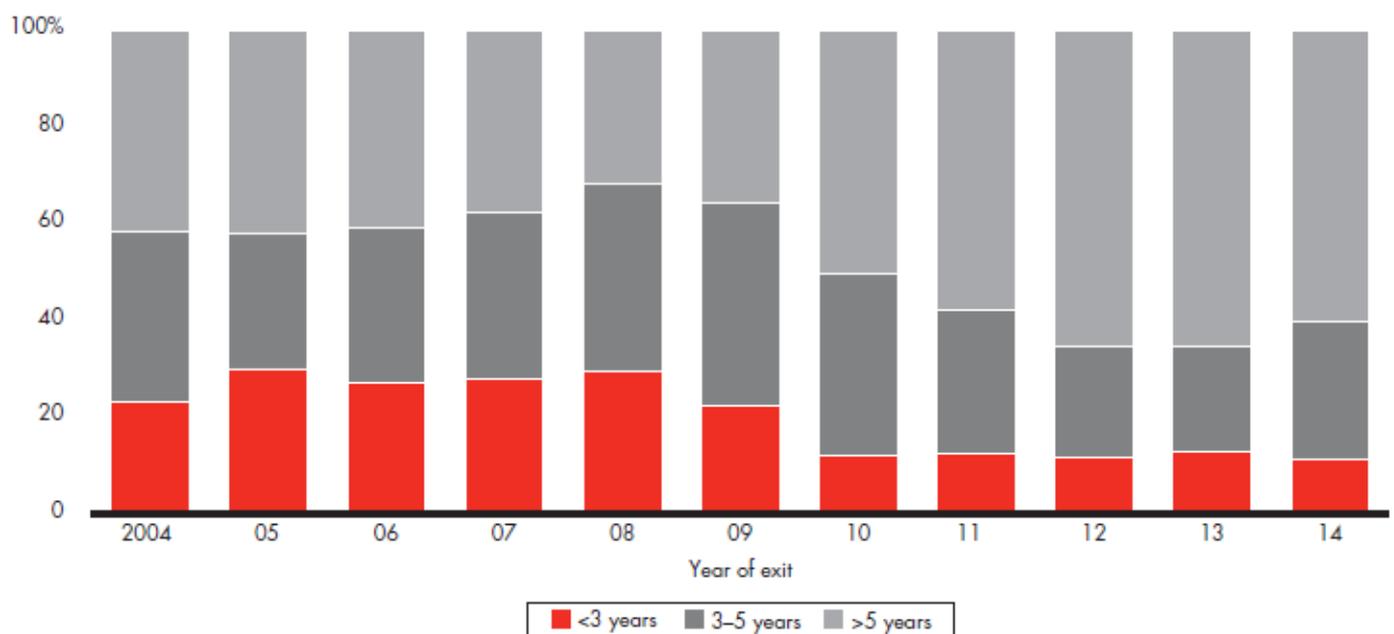
⁷ Bain & Company, Global private equity report 2015



Fonte: Bain & Company, Global private equity report 2015

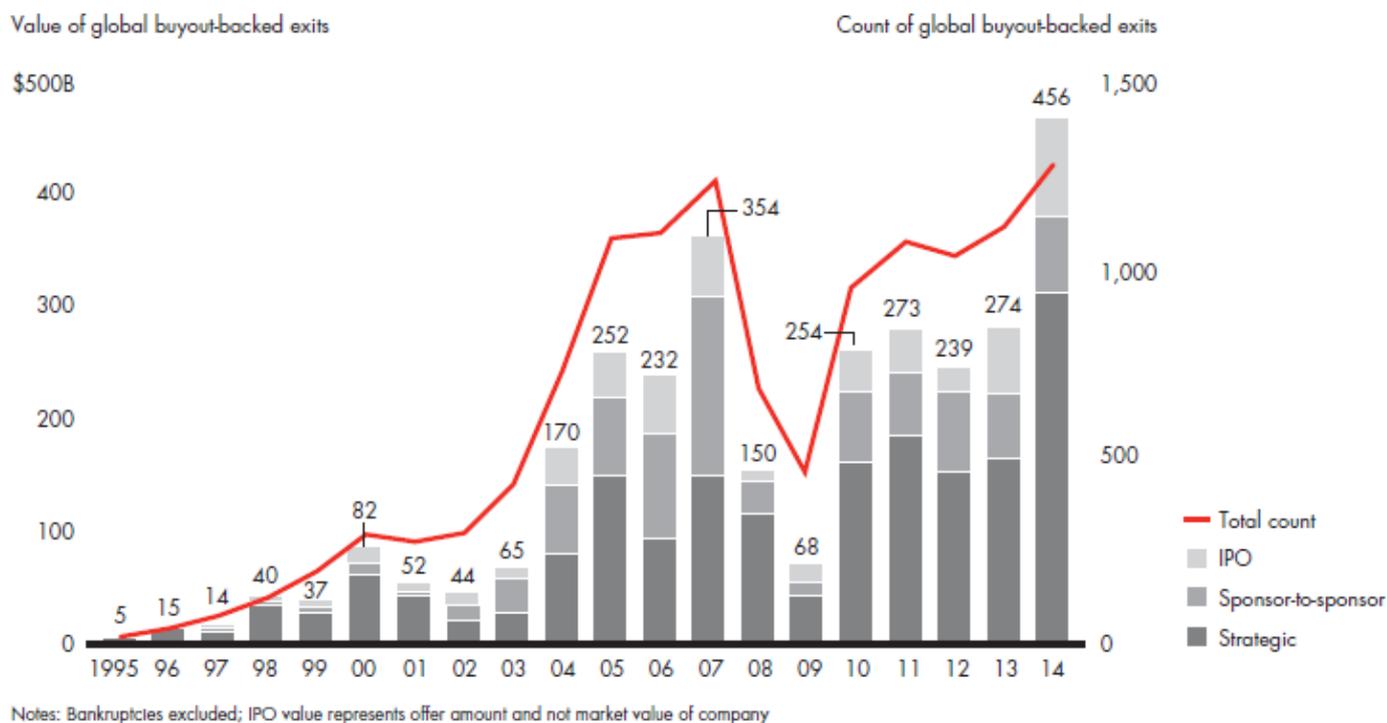
Il periodo medio di possesso dell'impresa target in portafoglio si è invece allungato, passando dai 3,4 anni del 2008 ai 5,7 del 2014, come conseguenza del fatto che alcuni degli investimenti posti in essere negli anni del boom devono ancora essere completamente dismessi, aspettando di raggiungere un soddisfacente ritorno sull'investimento; questo a discapito dei *quick flips* ovvero degli investimenti con durata inferiore ai 3 anni che rappresentano solo l'11% del totale delle dismissioni, valore nettamente inferiore a quanto erano abituati gli investitori nel decennio precedente.

Percentage of global buyout-backed investments exited (by length of time investment was held in fund portfolio)



Fonte: Bain & Company, Global private equity report 2015

Per quanto riguarda la modalità di disinvestimento a farla da padrona, sia in termini di numerosità di transazioni che per volume di affari, è come da trend sempre la vendita ad un acquirente industriale che conta poco più del 50% delle transazioni totale, seguita dalla vendita sul mercato borsistico e dalla vendita ad un altro investitore istituzionale, nell'ordine.



Fonte: Bain & Company, Global private equity report 2015

1.7.2 Raccolta

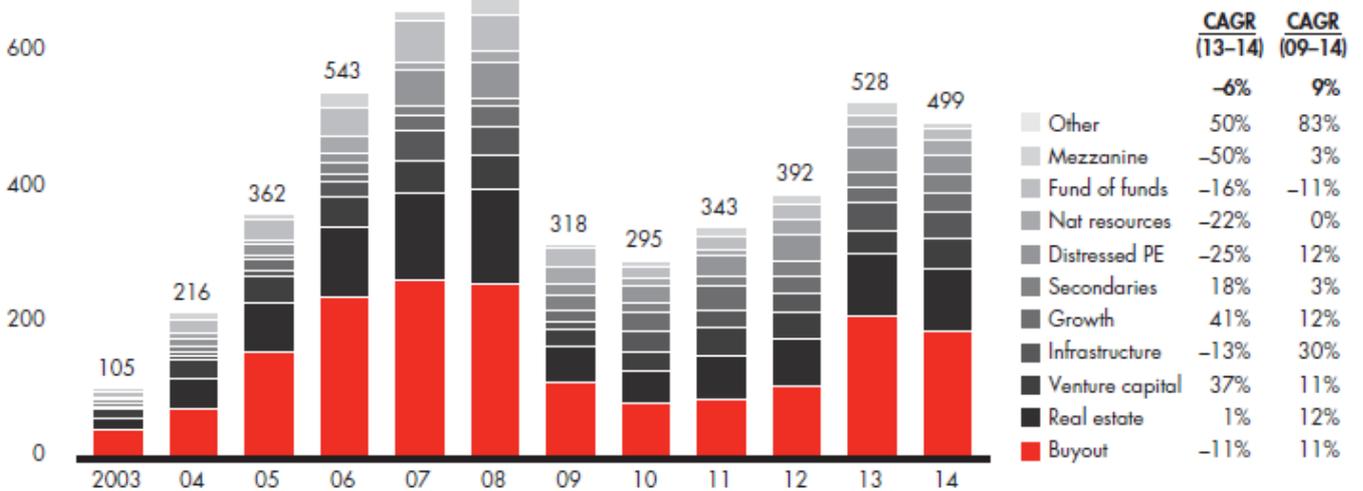
La raccolta globale dei fondi di PE è calata del 6% nel 2014, ma la caduta trova causa specificatamente in variabili esogene ai fondi presenti sul mercato più che in propri segnali di debolezza. Nonostante il lieve calo, il fund-raising fa comunque registrare un generale trend di crescita dal 2009 ad oggi.

Dato importante da registrare è che solo un mega-fund da 10 miliardi è stato costituito nel 2014, contrapposto ai 5 dell'anno precedente.

La raccolta è stata caratterizzata dall'abbondanza di liquidità a disposizione dei LP proveniente dall'incremento delle distribuzioni dei ricavi di investimenti nei fondi degli anni passati, che hanno continuato a riciclare capitale in nuovi fondi PE. Nonostante l'offerta dei GP di nuovi fondi l'anno scorso superasse la domanda dei LP in rapporto di 2 a 1, più fondi sono riusciti a raggiungere gli scopi per cui erano stati generati. Infatti con i LP in possesso di così tanta liquidità, il capitale in eccesso ovviamente non trovando spazio in un fondo offerto dalle aziende top performing si è riversato in altri fondi.

Global PE capital raised (by fund type)

\$800B



Notes: Includes funds with final close and represents year funds held their final close; distressed PE includes distressed debt, special situation and turnaround funds; other includes PIPE and hybrid funds

Fonte: Bain & Company, Global private equity report 2015

1.7.3 Investimenti

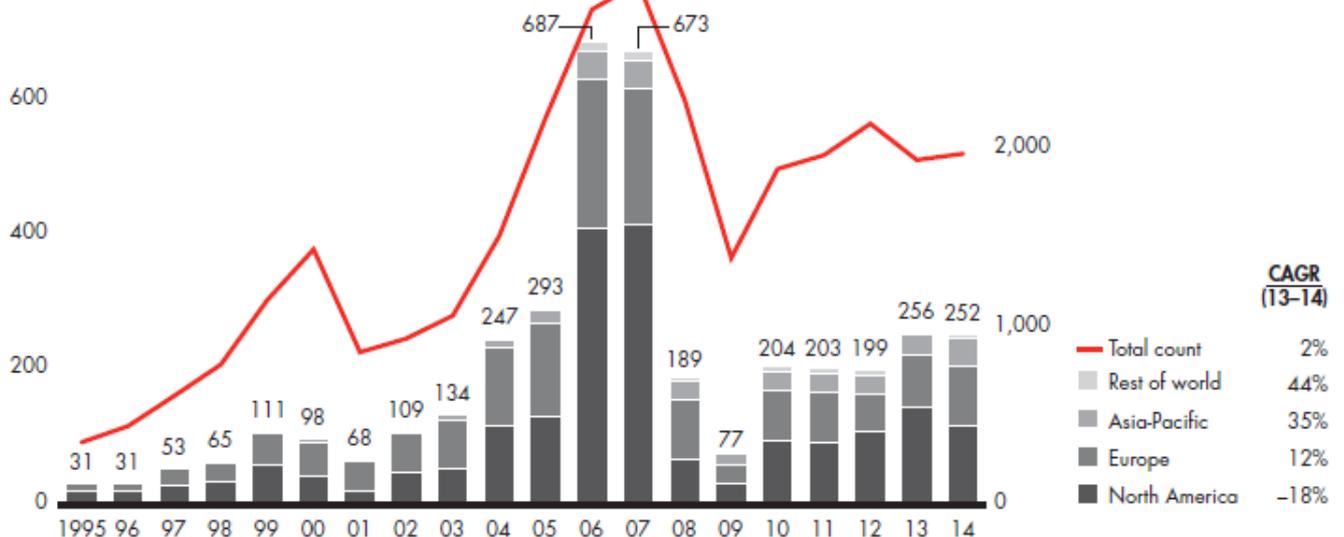
L'attività d'investimento in buyout è stata a malapena scossa nel 2014, facendo registrare un incremento del 2% nell'ammontare e in egual misura a ribasso nel valore. Una notevole crescita dei deal compresi tra il miliardo e i 5 miliardi ha fatto da controparte alla mancanza di grandi affari nell'anno in esame.

Global buyout deal value

\$800B

Deal count

3,000



Notes: Excludes add-ons, loan-to-own transactions and acquisitions of bankrupt assets; based on announcement date; includes announced deals that are completed or pending, with data subject to change; geography based on target's location

Fonte: Bain & Company, Global private equity report 2015

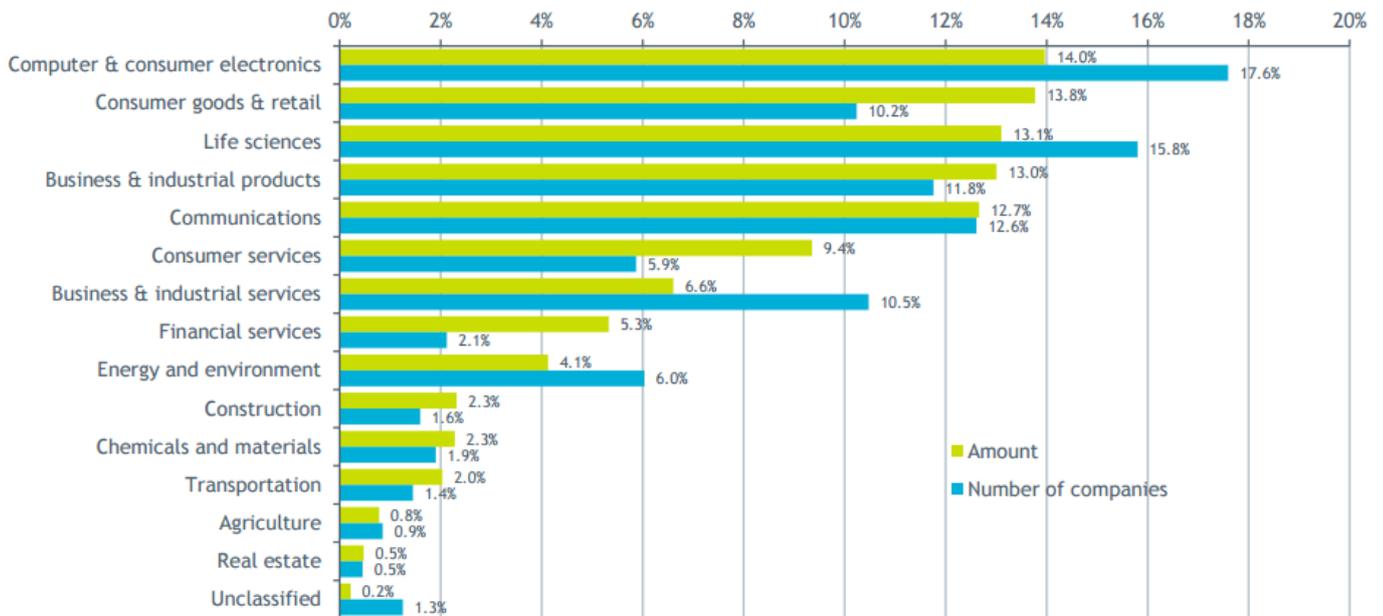
1.7.4 Principali settori di attività

Per individuare i principali settori dell'attività economica nei quali i fondi di private equity investono maggiormente verranno utilizzati i dati presenti nel report sull'anno 2014 stilato dall'EVCA, quindi riguardante l'Europa ed utilizzabile a titolo esemplificativo della situazione mondiale.

All Private Equity - Investments by sector

EVCA

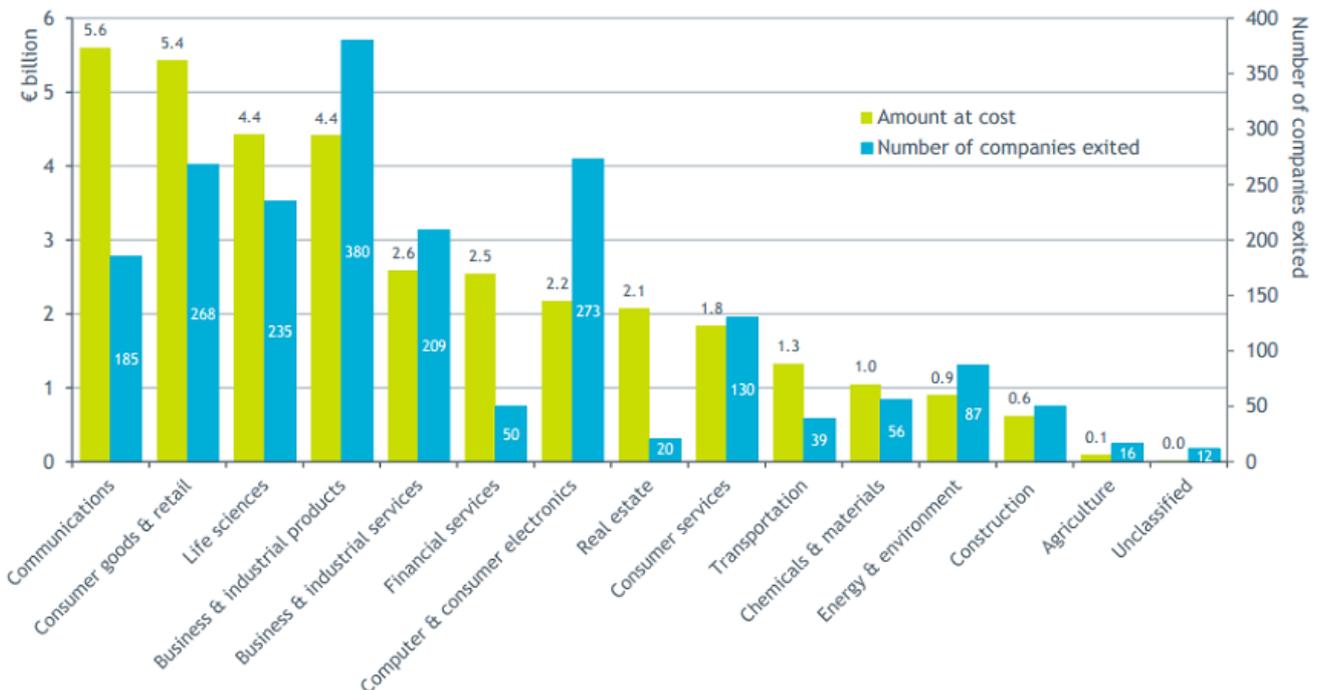
2014 - Market statistics - % of Amount & Number of companies



All Private Equity - Divestments at cost by sector

EVCA

2014 - Market statistics - Amount & Number of companies (excluding write-offs)



Fonte: ECVA, 2014 european private equity activity

1.7.5 Principali player del settore

Non si può avere una completa visione dell'attuale scenario del settore del private equity senza la conoscenza dei top player che vi operano. A tal fine di seguito viene presentata una classifica stilata dal "Private Equity International" nella pubblicazione *Showcasing the world's 300 largest private equity groups*, della quale si riporta solo una parte che comprende i primi 50 operatori del settore per raccolta di fondi negli ultimi 5 anni.

I 50 più grandi operatori del settore

2015 Rank	2014 Rank	Firm	PEI 300 Five-Year Fundraising Total (\$m)	Headquarters
1	↔ [1]	The Carlyle Group	\$31,906.72	Washington, DC
2	▲ [5]	TPG	\$30,332.95	Fort Worth
3	▼ [2]	Kohlberg Kravis Roberts	\$29,105.10	New York
4	▼ [3]	The Blackstone Group	\$25,565.89	New York
5	▼ [4]	Apollo Global Management	\$22,200.00	New York
6	↔ [6]	CVC Capital Partners	\$21,178.40	London
7	▲ [11]	EnCap Investments	\$21,147.83	Houston
8	▲ [10]	Advent International	\$15,735.37	Boston
9	▲ [14]	Warburg Pincus	\$15,243.00	New York
10	▲ [21]	Bain Capital	\$14,565.47	Boston
11	▲ [48]	Vista Equity Partners	\$11,814.00	Austin
12	▲ [53]	Partners Group	\$11,198.00	Baar-Zug
13	▲ [15]	Silver Lake	\$11,074.50	Menlo Park
14	▲ [22]	Hellman & Friedman	\$10,900.00	San Francisco
15	▲ [60]	Centerbridge Capital Partners	\$10,496.78	New York
16	▲ [37]	Energy Capital Partners	\$10,436.35	Short Hills
17	▲ [36]	Permira	\$10,412.49	London
18	▲ [26]	EQT Partners	\$10,382.96	Stockholm
19	▲ [66]	NGP Energy Capital Management	\$9,832.64	Irving
20	▼ [16]	Riverstone Holdings	\$9,164.31	New York
21	▼ [12]	Goldman Sachs Principal Investment Area	\$9,143.32	New York
22	▼ [8]	Ares Management	\$8,929.00	Los Angeles
23	▲ [68]	Neuberger Berman Group	\$8,844.00	New York
24	▼ [23]	Stone Point Capital	\$8,759.25	Greenwich
25	▲ [79]	American Securities Capital Partners	\$8,640.00	New York
26	▼ [24]	BC Partners	\$8,600.99	London
27	▼ [9]	Clayton Dubilier & Rice	\$8,539.16	New York
28	▼ [7]	General Atlantic	\$8,510.00	Greenwich
29	▼ [27]	Cinven	\$8,248.70	London
30	▲ [32]	Russian Direct Investment Fund (RDIF)	\$8,159.58	Moscow
31	▼ [18]	Onex	\$8,081.11	Toronto
32	▲ [88]	Thoma Bravo	\$8,005.59	Chicago
33	▲ [35]	HgCapital	\$7,955.59	London
34	▼ [29]	Apax Partners	\$7,815.29	London
35	▲ [57]	Insight Venture Partners	\$7,678.96	New York

35	▲ [57]	Insight Venture Partners	\$7,678.96	New York
36	▼ [30]	Triton Partners	\$7,673.48	Frankfurt
37	▲ [167]	Bridgepoint	\$7,300.47	London
38	▲ [99]	BDT Capital Partners	\$7,275.00	Chicago
39	▼ [33]	GTCR Golder Rauner	\$7,124.23	Chicago
40	▲ [104]	Pamplona Capital Management	\$6,741.57	London
41	▲ [105]	Tiger Global Management	\$6,735.00	New York
42	▼ [34]	Welsh Carson Anderson & Stowe	\$6,672.00	New York
43	◁▷ [43]	RRJ Capital	\$6,662.00	Hong Kong
44	▲ [119]	Baring Private Equity Asia	\$6,450.00	Hong Kong
45	▲ [47]	Sequoia Capital	\$6,433.06	Menlo Park
46	▲ [65]	The Energy & Minerals Group (EMG)	\$6,345.01	Houston
47	▼ [39]	Leonard Green & Partners	\$6,250.00	Los Angeles
48	▼ [17]	Oaktree Capital Management	\$6,076.87	Los Angeles
49	▲ [75]	The Abraaj Group	\$6,001.03	Dubai
50	▼ [40]	Georgian Co-investment Fund (GCF)	\$6,000.00	Tbilisi

▲ Higher rank than 2014 ▼ Lower rank than 2014 ◁▷ Same rank as 2014

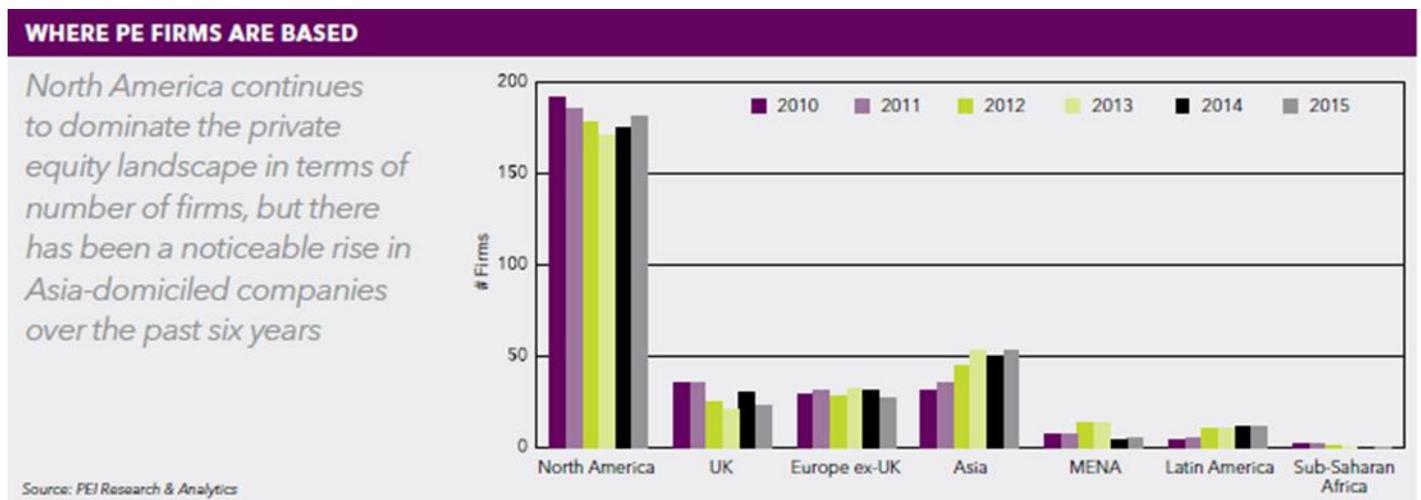
Fonte: www.privateequityinternational.com

Come facilmente si può comprendere dalla classifica qui esposta a farla da padrona sono gli Stati Uniti d'America, dove risiedono la maggior parte dei maggiori operatori del settore dell'investimento nel capitale di rischio (34 dei top 50).

Subito dopo gli USA c'è l'Europa con la sua capitale finanziaria storica, Londra, sede di 8 delle 50 più grandi società di private equity.

Gli altri 3 posti non occupati da Europa e America sono di 2 società con sede ad Hong Kong e 1 di Dubai. Il resto delle 250 posizioni, meno rilevanti per quanto riguarda la grandezza dei fondi, segue il trend delle prime 50 posizioni: USA e Londra su tutti, con la comparsa di fondi aventi sedi nelle capitali economiche del Sud America, Europa e Sudest Asiatico.

Localizzazione dei leader del settore del private equity



Fonte: Private Equity International

Di seguito verranno presentate alcune delle più grandi operazioni di private equity di sempre:

- RJR Nabisco

RJR Nabisco è un produttore americano di biscotti e snacks, oggi sussidiaria del gigante Mondelez International, tra i suoi prodotti più conosciuti annoveriamo: Oreo, Ritz Crackers e Oro Saiwa.

Nel 1989 viene acquisita per 25 miliardi di dollari dalla Kohlberg Kravis Roberts (KKR).

L'affare è passato alla storia, oltre che per essere uno dei più grandi deal in termini di valore di acquisizione, per aver generato alla società di investimento un ritorno quasi nullo.

- TXU Corp (oggi Energy Future Holdings Corp)

Nel 2007 il titolo di “più grande investimento di private equity della storia” passa dall'affare precedentemente presentato all'acquisizione della TXU Corp da parte di Kohlberg Kravis Roberts, Texas Pacific Group (TPG Capital) e Goldman Sachs per 31.8 miliardi di dollari.

- Hospital Corporation of America (HCA)

Nello stesso anno fu poi realizzata un'altra operazione record che ha interessato il colosso della sanità americano HCA, acquistato da Bain Capital, KKR e Merrill Lynch per 33 miliardi di dollari.

- Harrah's Entertainment

Oggi conosciuta come Caesars Entertainment Corporation è una delle più grandi catene di hotel casinò del mondo. Nel 2006 fu acquisita dall' Apollo Global Management and Texas Pacific Group (TPG Capital) per 27.4 miliardi di dollari.

Queste sono solo quattro dei mega-deal conclusi nel settore del private equity. Ora verranno brevemente elencate alcune delle operazioni, anche se di dimensioni meno notevoli, concluse nell'ultimo decennio al fine di sottolineare la diversità dei campi di investimento dei fondi di private equity e la rilevanza che queste hanno assunto nell'odierno sistema economico.

- The Bank of N.T. Butterfield & Son Limited: la più grande banca indipendente delle Bermuda (The Carlyle Group)

- Burger King: catena internazionale di ristoranti fast food (TPG)

- Private Networks Nigeria Ltd: operatore nel settore delle telecomunicazioni nell' Africa subsahariana (The Abraaj Group)

- CITIC Envirotech Ltd: compagnia cinese leader nel trattamento e riciclaggio dell'acqua (KKR)

- Airbnb: portale online che mette in contatto persone in cerca di un alloggio o di una camera per brevi periodi con persone che dispongono uno spazio extra da affittare, generalmente privati (TPG)

- Privalia: online fashion retailer spagnolo operante in Europa e Sud America (General Atlantic)

- Beats Electronics LLC: designer e produttore di cuffie premium, casse acustiche e accessori audio (The Carlyle Group)

- KUE LLC: il più grande operatore nell'istruzione per bambini negli Stati Uniti (Partners Group)

Capitolo 2: Private equity goes fashion

2.1 Fashion

Parlare di moda non è mai semplice sia per la complessità del fenomeno stesso sia per la pluralità dei significati che a questo termine vengono accostati.

Il termine deriva dalla parola latina *mos* della quale si riporta la traduzione dal vocabolario “IL”:

1. Maniera di comportarsi, modo di agire, costume, usanza, tradizione
2. Buoni costumi, moralità
3. Mal costume, corruzione
4. Carattere
5. Volontà, desiderio, capriccio
6. Legge, regola, norma

Oggi invece la definizione riportata dal dizionario di lingua italiana Garzanti è duale:

1. Usanza che, diventata gusto prevalente, s'impone nelle abitudini, nei modi di vivere e nelle forme di vestire
2. L'industria, il commercio dell'abbigliamento

In questo lavoro con la parola moda, o con il suo equivalente inglese fashion, ci si riferirà al segmento del settore manifatturiero che si occupa della produzione di abbigliamento e accessori (intesi nel senso più ampio possibile di oggetti per vestirsi ed adornarsi).

Il settore moda è un sistema particolare e non molto studiato, infatti per lungo tempo non è stato considerato un vero e proprio fenomeno economico, ma un ramo appannaggio esclusivo di stilisti e creativi.

Questa è una visione errata, ma non completamente, infatti sia le imprese che operano in tale settore sia il loro output è un mix di due componenti: una emozionale, l'altra razionale. La prima ha a che fare con estro e creatività, mentre la seconda con organizzazione aziendale e management; due componenti per loro natura discordanti ma che in questo settore non solo devono andare d'accordo, ma devono essere di supporto e creare valore l'un l'altra per raggiungere il fine ultimo dell'impresa: vantaggio competitivo sostenibile.

Altra peculiarità delle imprese della moda è la stagionalità di tale attività, che a sua volta implica che il settore sia caratterizzato da un time to market breve rispetto agli altri settori manifatturieri; tali fattori lo rendono ancor di più fenomeno interessante e di difficile interpretazione.

Ultimo aspetto fondamentale della fashion industry è la componente psico-sociologica che esercita sugli individui, infatti l'abbigliamento già nelle antiche civiltà del Mediterraneo non era più considerato semplice elemento di prima necessità da utilizzare per motivi igienici o per ripararsi dal clima ostile, ma aveva assunto già significato di distinzione e differenziazione tra le classi sociali. Nel corso del tempo tale

componente si è arricchita con la funzione di segnalazione di appartenenza a determinati gruppi e di segnalazione di proprie caratteristiche personali.

All'interno del sistema moda oggi sono riscontrabili 4 fasce di prodotti:

- Bassa: definita anche mass market, caratterizzata da prodotti altamente standardizzati venduti ad un prezzo contenuto ed offerti ad una massa di clienti indistinta
- Media
- Medio-alta
- Alta: distinguibile in Couture e Prêt-à-porter. Il primo è il filone dell'alta moda dove lo stilista-sarto realizza personalmente e su misura l'abito per il cliente; questa rappresenta una porzione esigua del settore, infatti ad oggi si contano circa 200 clienti in tutto il mondo ma è forse quella che per gli appassionati suscita maggior interesse in quanto questi capi sono delle vere e proprie opere d'arte.

Il secondo è il filone caratterizzato da prodotti con elevato contenuto stilistico, creativi ma non unici venduti a prezzi elevati.

Le due fasce qui descritte rappresentano i poli opposti della segmentazione dell'industria della moda, passando dalla fascia bassa a quella alta: aumentano i prezzi, il contenuto creativo, l'unicità e variano le occasioni d'uso dei capi.

2.2 Luxury

Due sono le ipotesi prevalenti sull'origine etimologica della parola lusso:

- 1) Deriva dal latino *luxus*, termine che in origine stava a significare esuberanza di vegetazione e abbondanza di cose buone
- 2) Deriva dal greco *loxos*, che letteralmente sta per obliquo, piegato, ma al quale veniva attribuito il significato di eccesso, smoderatezza

Questo dualismo ha sempre accompagnato il termine *luxury*, nel quale convivono allo stesso tempo accezioni positive e negative; da qui la difficoltà di poter dare una definizione chiara e univoca di tale parola.

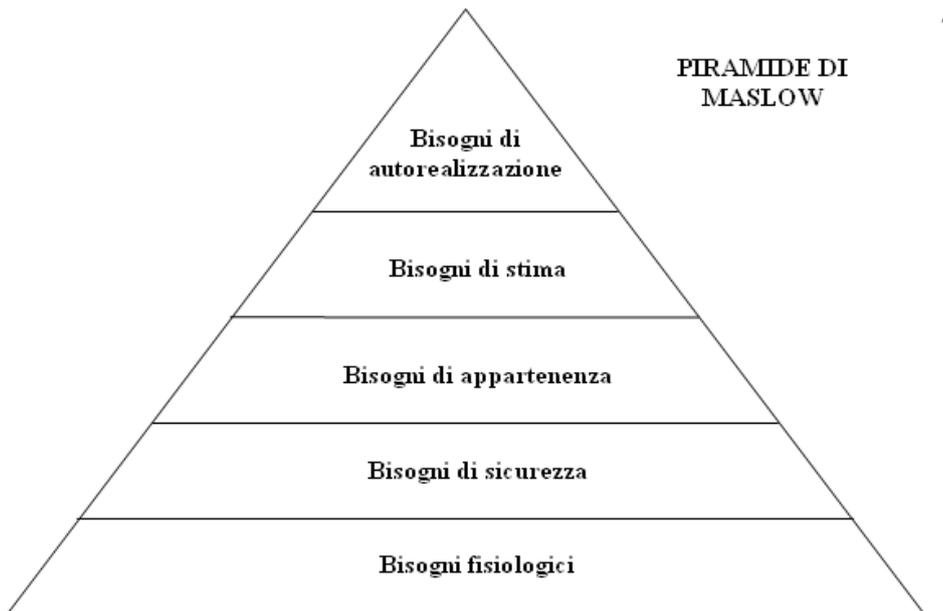
Definizione usata dagli economisti è quella secondo cui i beni di lusso sono beni per i quali la domanda aumenta più che proporzionalmente al reddito. Altra definizione ai quali vengono accostati i beni di lusso, intesi non in senso economico, sono i beni di Giffen: beni caratterizzati dalla diminuzione della domanda al diminuire del prezzo⁸.

Secondo ambito nel quale si sono avuti molti contributi sull'argomento in questione è quello socio-psicologico, per il quale a titolo esemplificativo verrà riportata la teoria dei bisogni di Maslow. Secondo lo psicologo statunitense i bisogni degli esseri umani sono classificabili in una piramide alla quale base vi

⁸ Varian R Hal, "Microeconomia", settima edizione, Cafoscarina, 2010

sono i bisogni più pressanti (bisogni fisiologici), mentre alla sommità della gerarchia vi sono i bisogni di autorealizzazione, meno urgenti.

Piramide di Maslow



Fonte: elaborazione propria

L'individuo cercherà di soddisfare per primi i bisogni di base e solo successivamente quelli più in alto in gerarchia. Secondo questa impostazione quindi i beni di lusso sono quei beni che vanno a soddisfare i bisogni non fisiologici; tale approccio al lusso trova sostegno da uno degli aforismi più celebri di Coco Chanel, non una sprovvista in materia, che recita: "il lusso comincia dove finisce la necessità".

Altra visione del lusso è quella degli aziendalisti, enunciabile analizzando alcune caratteristiche legate alle imprese ed ai prodotti del settore:

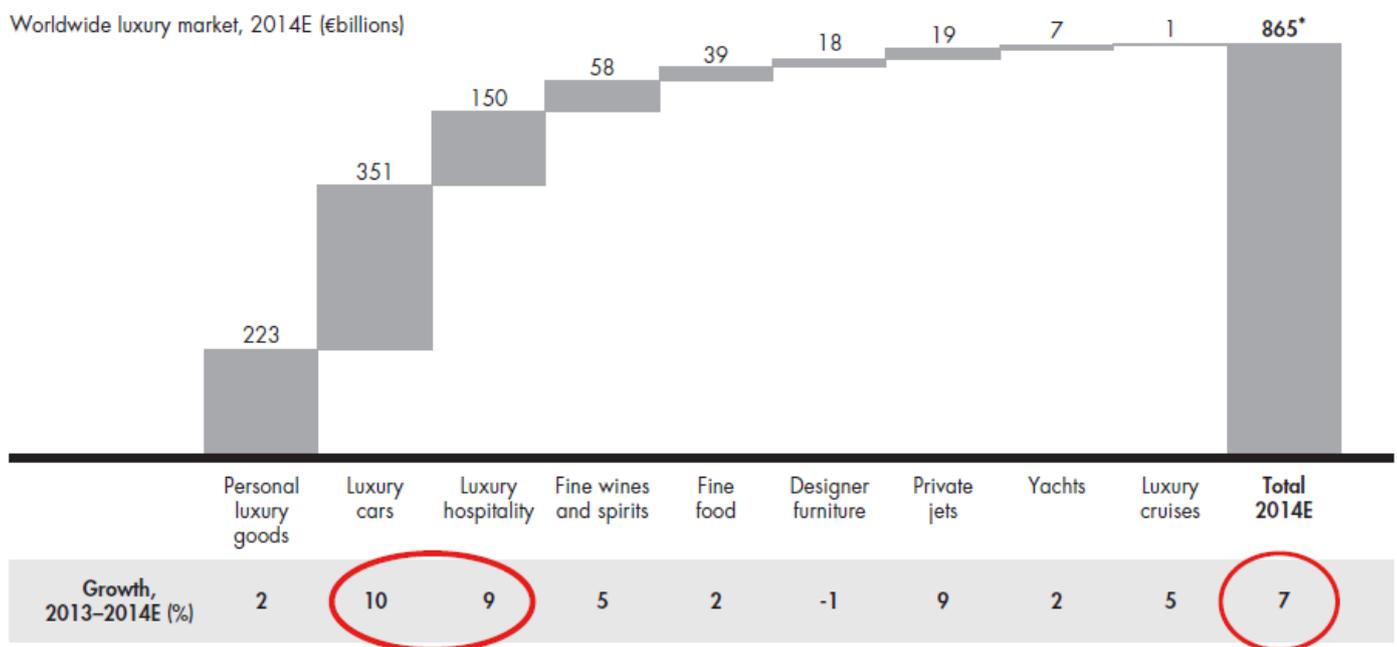
- Elevato livello qualitativo dei prodotti, dovuto ad artigianalità, creatività ed innovazione
- Scarsità del bene, dovuto ad una distribuzione ed un'attività promozionale selettiva
- Prezzo elevato
- Aspetto edonistico ed emozionale del consumo del bene
- Capacità comunicativa del prodotto, che funge da indice di status sociale ed appartenenza ad una determina elite
- Tradizione e patrimonio culturale legati al brand

Oggi il lusso è un aspetto multisetoriale dell'economia infatti tocca svariati settori; normalmente si usa segmentarlo in:

- Personal luxury goods
- Luxury cars
- Luxury hospitality

- Fine wines and spirits
- Fine food
- Designer furniture
- Private jets
- Yachts
- Luxury cruises

Nel 2014 il mercato globale del lusso, che ha superato gli 850 miliardi a seguito di una crescita sostenuta del 7% sull'anno precedente guidata soprattutto dal mercato delle automobili e delle hospitality, era così diviso:



*Discrepancy in total is due to rounding

Fonte: Bain & Company, Worldwide luxury goods report 2014

2.3 Fashion & Luxury

Dopo questa breve overview dei due settori un dubbio sorge spontaneo: il “fashion & luxury”, di seguito abbreviato F&L, è una sottocategoria di uno o dell'altro, oppure un perfetto incontro tra i due?

Risposta a tale quesito forse non c'è; fatto sta che oggi quando si parla di F&L tutti sanno a cosa ci si riferisce: fenomeno che sia o non sia evoluzione di uno dei due o matching tra questi, è caratterizzato dai tratti salienti di entrambi.

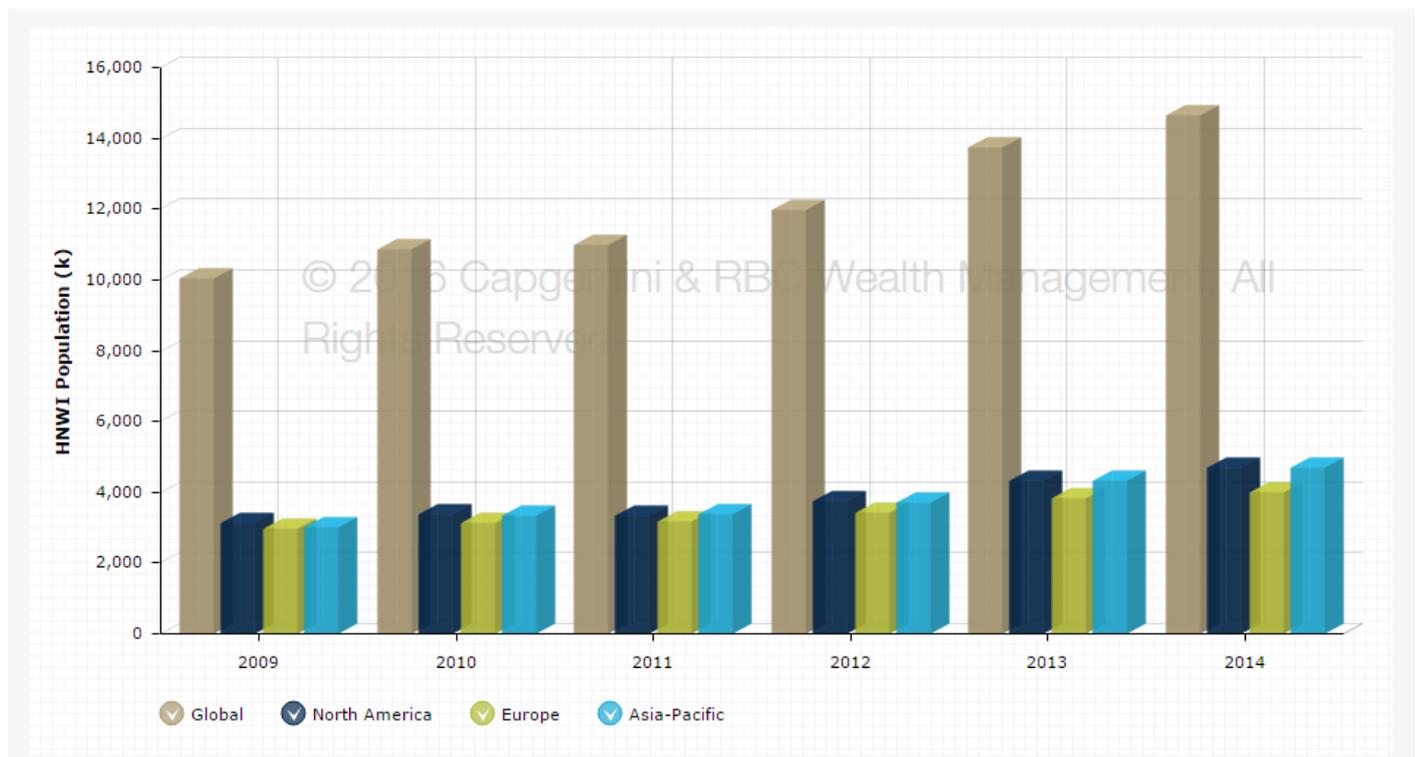
In questo lavoro con il termine F&L ci si riferirà alla categoria personal luxury goods che comprende gli oggetti di lusso per uso personale ovvero: abbigliamento e calzature, borse ed accessori (compreso occhiali), gioielli e orologi, prodotti di bellezza e profumi.

2.4 Analisi del settore

L'economia globale tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015 ha offerto alle imprese operanti nel F&L motivi per celebrare e motivi per preoccuparsi.

Da un lato alcuni mercati chiave hanno mostrato segni di grande forza: l'economia degli Stati Uniti sta andando chiaramente meglio degli ultimi anni precedenti facendo registrare dati sull'occupazione in crescita ed i prezzi degli asset che si sono rafforzati notevolmente; in Europa ed in Giappone una più aggressiva politica monetaria ha sostenuto la crescita, in aggiunta anche qui alla performance positiva dei prezzi degli asset. Questi ultimi hanno fatto notevolmente incrementare il potere d'acquisto dei consumatori di fascia alta, che contemporaneamente alla crescita del numero di questi sono indici di buon auspicio per il settore del lusso. Infatti il numero degli High Net Worth Individuals (HNWI) ovvero degli individui che dispongono di risorse private superiori ad 1 milione di dollari fa registrare una continua crescita ormai da anni.

Crescita degli High Net Worth Individuals



Fonte: Capgemini Consulting

Dall'altro lato però a far preoccupare l'industria del F&L è il rallentamento o la fase di stallo fatta registrare dalle economie dei paesi del BRIC nell'ultimo periodo eccetto l'India, i quali nell'ultimo decennio avevano giocato un ruolo fondamentale nell'economia mondiale. Altro fenomeno che invece desta preoccupazione per le imprese del settore è l'alta incertezza della volatilità della valuta, la quale rende difficile per le imprese la pianificazione del futuro.

Complessivamente il clima economico per le imprese del F&L è positivo ed il futuro appare roseo in quanto dopo anni di recessione o crescita stagnante l'economia globale mostra i primi segni di ripresa.

2.4.1 Top 100 imprese del F&L

Per analizzare il settore riportiamo la classifica delle migliori 100 imprese che vi operano elaborata da uno studio svolto da Deloitte nel 2015, attinente all'anno 2013.

Top 100 imprese del F&L

Luxury goods sales rank FY13	Company name	Selection of luxury brands	Country of origin	FY13 luxury goods sales (US\$mil)	FY13 total revenue (US\$mil)	FY13 luxury goods sales growth	FY13 net profit margin ¹	FY11-13 luxury goods sales CAGR ²
1	LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SA	Louis Vuitton, Fendi, Bulgari, Loro Piana, Emilio Pucci, Acqua di Parma, Donna Karan, Loewe, Marc Jacobs, TAG Heuer, Benefit Cosmetics	France	21,761	38,717	0.0%	13.5%	8.7%
2	Compagnie Financiere Richemont SA	Cartier, Van Cleef & Arpels, Montblanc, Jaeger-LeCoultre, Vacheron Constantin, IWC, Piaget, Chloé	Switzerland	13,429	14,275	4.2%	19.4%	8.9%
3	The Estée Lauder Companies Inc.	Estée Lauder, M.A.C., Aramis, Clinique, Aveda, Jo Malone; Licensed fragrance brands	United States	10,969	10,969	7.7%	11.0%	6.3%
4	Chow Tai Fook Jewellery Group Limited 周大福珠宝集团有限公司	Chow Tai Fook	Hong Kong	9,979	9,979	34.8%	9.6%	17.0%
5	Luxottica Group SpA	Ray-Ban, Oakley, Vogue Eyewear, Persol, Oliver Peoples; Licensed eyewear brands	Italy	9,713	9,713	3.2%	7.5%	8.4%
6	The Swatch Group Ltd.	Breguet, Harry Winston, Blancpain, Longines, Omega, Rado; Licensed watch brands	Switzerland	8,822	9,128	8.8%	22.8%	9.9%
7	Kering SA	Gucci, Bottega Veneta, Saint Laurent, Balenciaga, Brioni, Sergio Rossi, Pomellato, Girard-Perregaux	France	8,594	12,948	4.2%	0.4% ^e	14.7%
8	L'Oréal Luxe	Lancôme, Biotherm, Helena Rubinstein, Urban Decay, Kieh'l's; Licensed brands	France	7,791	7,791	5.3%	14.7%	10.5%
9	Ralph Lauren Corporation	Ralph Lauren, Polo Ralph Lauren, Purple Label, Blue Label, Black Label, RLX Ralph Lauren	United States	7,450	7,450	7.3%	10.4%	4.2%
10	PVH Corp.	Calvin Klein, Tommy Hilfiger	United States	6,200	8,186	42.0%	1.8%	22.7%
11	Shiseido Company, Limited	SHISEIDO, clé de peau BEAUTÉ, bareMinerals, NARS, ISSEY MIYAKE, ELIXIR, Benefique	Japan	5,404 ^e	7,659 ^e	17.8% ^f	3.8%	8.2% ^f
12	Rolex SA	Rolex, Tudor	Switzerland	5,398	5,398	2.0%	n/a	3.1%
13	Hermès International SCA	Hermès, John Lobb	France	4,975	4,975	7.5%	21.3%	14.8%
14	Coach, Inc.	Coach	United States	4,806	4,806	-5.3%	16.3%	0.5%
15	Prada Group	Prada, Church's, Car Shoe	Italy	4,776	4,776	8.8%	17.8%	18.5%
16	Lao Feng Xiang Co., Ltd. 老凤祥股份有限公司	Lao Feng Xiang	China	4,175	5,329	17.6%	2.7%	15.1%
17	Tiffany & Co.	Tiffany & Co., Tiffany	United States	4,031	4,031	6.2%	4.5%	5.2%
18	Burberry Group plc	Burberry, Burberry Brit, Burberry London, Burberry Prorsum	United Kingdom	3,704	3,704	16.6%	14.3%	12.0%
19	Michael Kors Holdings Limited 迈克高仕控股有限公司	Michael Kors, MICHAEL Michael Kors	Hong Kong	3,311	3,311	51.8%	20.0%	59.4%
20	Hugo Boss AG	BOSS, HUGO, BOSS Green, BOSS Orange	Germany	3,231	3,231	3.7%	13.7%	8.7%
21	Coty Inc.	Lancaster, Calvin Klein fragrance; Licensed fragrance brands: Marc Jacobs, Chloé	United States	3,186	4,552	0.2%	-1.4%	0.1%
22	Swarovski Crystal Business	Swarovski	Austria	3,095	3,894	-2.1%	n/a	2.4%
23	Giorgio Armani SpA	Giorgio Armani, Emporio Armani, Armani, A/X Armani Exchange	Italy	2,904	2,904	4.5%	1.1%	10.1%
24	Chow Sang Sang Holdings International Limited 周生生集团国际有限公司	Chow Sang Sang	Hong Kong	2,571	3,242	34.2%	4.9%	25.6%
25	Luk Fook Holdings (International) Limited 六福集团(国际)有限公司	Luk Fook	Hong Kong	2,420	2,477	46.6%	9.7%	29.6%
26	OTB SpA (formerly Only The Brave Srl)	Diesel, Maison Martin Margiela, Viktor&Rolf, Marni	Italy	2,061 ^e	2,061 ^e	4.8% ^e	0.1%	7.2% ^e
27	Christian Dior Couture	Christian Dior	France	2,042	2,042	5.8%	7.3%	16.3%
28	Puig, S.L.	Carolina Herrera, Nina Ricci, Paco Rabanne, Jean Paul Gaultier; Licensed fragrance brands	Spain	1,991	1,995	0.7%	11.7%	5.6%
29	Clarins SA	Clarins, My Blend, Thierry Mugler, Azzaro	France	1,979	1,979	2.8%	n/a	7.9%
30	Fossil Group, Inc.	Fossil, Michele, Relic, Skagen, Zodiac; Licensed brands	United States	1,757	3,260	22.9%	11.9%	19.6%
31	Titan Company Limited (formerly TITAN INDUSTRIES LIMITED)	Tanishq, Titan, Zoya, Nebula, Xyllys	India	1,733	1,838	7.4%	6.7%	10.6%
32	Max Mara Fashion Group Srl	MaxMara, SportMax, Marina Rinaldi, Max & Co, PennyBlack	Italy	1,712	1,712	-0.4%	5.0%	0.9%
33	Ermenegildo Zegna Holditalia SpA	Ermenegildo Zegna, Z Zegna, Zegna Sport	Italy	1,687	1,687	0.7%	9.2%	6.2%
34	Salvatore Ferragamo SpA	Salvatore Ferragamo	Italy	1,657	1,671	9.0%	12.7%	12.6%
35	Pandora A/S	Pandora	Denmark	1,605	1,605	35.4%	24.6%	16.3%
36	Safilo Group SpA	Safilo, Carrera, Oxydo, Smith Optics; Licensed eyewear brands	Italy	1,490	1,490	-4.6%	1.4%	0.9%
37	Zhejiang Ming Jewelry Co., Ltd. 浙江明牌珠宝股份有限公司	MINGR	China	1,382 ^e	1,383 ^e	28.6% ^e	1.0%	20.6% ^e

38	TOD'S SpA	Tod's, Hogan, Fay	Italy	1,306	1,306	-0.2%	13.6%	4.0%
39	Dolce & Gabbana Srl	Dolce&Gabbana	Italy	1,273	1,273	0.5%	6.0%	-6.6%
40	Patek Philippe SA	Patek Philippe	Switzerland	1,187	1,187	2.8%	n/a	3.8%
41	Elizabeth Arden, Inc.	Elizabeth Arden; Licensed fragrance brands	United States	1,164	1,164	-13.4%	-12.6%	-3.0%
42	Gitanjali Gems Ltd.	Nakshatra, Gili, asmi, D'damas, Maya, Passion Stone	India	1,097	2,069	-35.4%	0.3%	-3.3%
43	Tory Burch LLC	Tory Burch	United States	900 ^e	900 ^e	18.4% ^e	n/a	35.5% ^e
44	PC Jeweller Ltd.	PC Jeweller	India	886	898	32.5%	6.6%	32.3%
45	Le Petit-Fils de L.-U. Chopard & Cie SA	Chopard	Switzerland	864 ^e	864 ^e	6.7% ^e	n/a	10.9% ^e
46	CFEB Sisley SA	Sisley, Hubert, Isabelle d'Ornano	France	809 ^e	809 ^e	5.0% ^e	n/a	5.1% ^e
47	Moncler SpA	Moncler	Italy	771	771	18.7%	13.5%	6.4%
48	Renown Incorporated	C'est Privee, D'Urban, Intermezzo	Japan	762	762	-0.4%	-0.2%	0.8%
49	Kate Spade & Company (formerly Kate Spade LLC)	Kate Spade, Kate Spade Saturday, Jack Spade; Licensed brands	United States	743	743	60.9%	n/a	54.1%
50	Valentino Fashion Group SpA	Valentino, RedValentino	Italy	733	733	26.0%	3.2%	3.0%
51	Audemars Piguet & Cie	Audemars Piguet	Switzerland	691 ^e	691 ^e	6.7% ^e	n/a	7.9% ^e
52	Gianni Versace SpA	Versace Collection, Versus, Palazzo Versace	Italy	636	636	17.2%	2.3%	18.7%
53	Graff Diamonds International Limited	Graff	United Kingdom	631	631	-1.2%	14.1%	-0.7%
54	Longchamp SAS	Longchamp, Le Pliage	France	614	614	1.8%	n/a	8.8%
55	Christian Louboutin SA	Christian Louboutin	France	611 ^e	611 ^e	15.0% ^e	n/a	23.8% ^e
56	Cole Haan LLC	Cole Haan	United States	610 ^e	610 ^e	n/a	n/a	6.8% ^e
57	Gerhard D. Wempe KG	Wempe, By Kim	Germany	601 ^e	601 ^e	2.7% ^e	n/a	11.2% ^e
58	Movado Group, Inc.	Concord, EBEL, Movado; Licensed watch brands	United States	570	570	12.8%	9.0%	10.4%
59	Inter Parfums, Inc.	Lanvin, Intimate, Aziza; Licensed fragrance brands	United States	564	564	-13.8%	9.0%	-4.3%
60	Aurum Group Limited (formerly Aurum Holdings Limited)	Mappin & Webb, Watches of Switzerland, Goldsmiths	United Kingdom	516 ^e	516 ^e	2.3%	0.7% ^e	3.9% ^e
61	True Religion Apparel, Inc.	True Religion	United States	490 ^e	490 ^e	4.9% ^e	n/a	8.0% ^e
62	De Rigo SpA	Police, Lozza, Sting; Licensed eyewear brands	Italy	477	477	-2.5%	-0.1%	-1.3%
63	Tumi Holdings, Inc.	Tumi	United States	467	467	17.3%	11.7%	19.0%
64	Jimmy Choo plc	Jimmy Choo	United Kingdom	441	441	15.9%	7.5%	15.6%
65	Brunello Cucinelli SpA	Brunello Cucinelli	Italy	428	428	14.6%	9.2%	15.3%
66	Sungjoo D&D Inc (formerly Sungjoo Group)	MCM	South Korea	405	405 ^e	21.5% ^e	14.2%	14.6% ^e
67	Gefin SpA (formerly Etro SpA)	Etro	Italy	402	402	-3.2%	1.4%	2.7%
68	Bally International AG	Bally	Switzerland	398 ^e	398 ^e	n/a	n/a	n/a
69	Sociedad Textil Lonia SA	Purificación García; Licensed brand : CH Carolina Herrera	Spain	389	389	3.9%	9.6%	7.6%
70	Liu.Jo SpA	Liu.Jo, Rebel Queen by Liu.Jo	Italy	369 ^e	369 ^e	1.9% ^e	9.3%	3.4% ^e
71	Trinity Limited (replaces owned co. Cerruti 1881 SA) 利邦控股有限公司	Cerruti 1881, Kent & Curwen, Gieves & Hawkes	Hong Kong	348	348	-3.7%	11.4%	1.7%
72	Aeffe SpA	Moschino, Moschino Cheap and Chic, Love Moschino, Alberta Ferretti, Philosophy	Italy	333	333	-1.2%	-0.8%	1.0%
73	Paul Smith Group Holdings Limited	Paul Smith	United Kingdom	330	330	0.1%	8.0%	0.2%
74	Joyeria Tous SA	Tous	Spain	324 ^e	324 ^e	-1.3% ^e	11.5% ^e	6.5% ^e
75	Willy Bogner GmbH & Co. KGaA	Bogner, Sônia Bogner, Bogner Fire + Ice	Germany	317	317	3.2%	n/a	6.3%
76	Euroitalia Srl	Licensed Fragrance brands: Naj-Oleari, Moschino, Versace	Italy	303	303	20.7%	5.7%	9.1%
77	Furla SpA	Furla	Italy	303	303	7.0%	6.6%	14.5%
78	Falke KGaA	Falke, Burlington	Germany	300	300	18.4%	n/a	7.0%
79	Frédérique Constant SA	Frédérique Constant, Alpina, Ateliers deMonaco	Switzerland	291 ^e	291 ^e	8.0% ^e	n/a	9.1% ^e
80	Marcolin SpA	Marcolin; Licensed eyewear brands	Italy	282	282	-0.8%	-5.7%	-2.7%
81	Festina Lotus SA	Festina, Jaguar, Calypso, Candino, Lotus	Spain	272	274	-6.2%	1.3%	-6.3%
82	Fashion Box SpA	Replay	Italy	271 ^e	271 ^e	-6.6% ^e	-3.0%	-5.1% ^e
83	Roberto Cavalli SpA	Roberto Cavalli, Just Cavalli, Cavalli Class	Italy	267	267	9.3%	-0.3%	6.3%
84	K.Mikimoto & Co., Ltd.	Mikimoto	Japan	262	262	16.6%	n/a	8.3%
85	Mulberry Group plc	Mulberry	United Kingdom	260	261	-1.0%	5.2%	-1.5%
86	Ulysse Nardin SA	Ulysse Nardin	Switzerland	259 ^e	259 ^e	14.3% ^e	n/a	9.5% ^e
87	Canali SpA	Canali	Italy	256	256	-0.6%	6.6%	7.1%
88	Jeanne Lanvin SA	Lanvin	France	247	247	-6.3%	3.0%	1.1%
89	TWIN SET—Simona Barbieri SpA	Twin Set, SCEE, Le Coeur	Italy	236	257	22.8%	1.7%	22.7%
90	Laboratoire Nuxe SA	Nuxe, BIO-BEAUTÉ by Nuxe	France	226	226	16.1%	n/a	18.1%
91	Raymond Weil SA	Raymond Weil	Switzerland	216 ^e	216 ^e	11.1% ^e	n/a	11.8% ^e
92	Wolford AG	Wolford	Austria	210	210	-0.4%	-1.8%	0.5%
93	San Patrick S.L.	Pronovias, St Patrick, La Sposa	Spain	210 ^e	210 ^e	-2.0% ^e	n/a	-2.6% ^e
94	H. Stern Comercio e Indústria SA	H. Stern	Brazil	210 ^e	210 ^e	0.0% ^e	n/a	0.0% ^e
95	DAMA SpA	Paul & Shark	Italy	208	210	-3.0% ^e	19.4%	-1.3% ^e
96	Finos SpA	Trussardi	Italy	205	211	-8.7% ^e	-4.2%	-4.6% ^e
97	Damiani SpA	Damiani, Salvini, Alfieri & St. John, bliss, Calderoni	Italy	193	193	4.8%	-5.9%	-2.4%
98	Forall Confezioni SpA	Pal Zileri	Italy	177	177	-11.6%	-2.6%	-5.0%
99	Tasaki & Co Ltd	Tasaki	Japan	177	177	10.7%	2.6%	7.7%
100	Richard Mille SA	Richard Mille	Switzerland	142	142	17.9%	n/a	19.1% ^e

Fonte: Deloitte, Global powers of luxury goods 2015

Innanzitutto va chiarito quando un'impresa può essere considerata un'impresa del F&L: la soglia da rispettare è quella che almeno il 50% dei suoi ricavi dalle vendite derivino da prodotti che rientrano nella categoria F&L. Occorre fare questa precisazione in quanto ci sono imprese che non competono esclusivamente nel settore F&L e quindi ottengono una parte del fatturato da altri ambiti competitivi; la classifica qui riportata elenca le imprese in base all'ammontare del totale delle vendite esclusivamente dei prodotti del settore in questione.

Da un'analisi di questa classifica si può evincere che in generale le imprese operanti in tale settore continuano a crescere anche se lentamente, ma comunque performando meglio del trend economico e delle altre imprese operanti nei settori dei beni di consumo. Infatti queste esposte in classifica hanno fatto registrare in media una crescita del volume delle vendite dell'8,2% nell'anno in esame in confronto al 5,6% delle migliori 250 imprese produttrici di beni di consumo, ma comunque inferiore al 12,6% di crescita fatto registrate dalle top 100 luxury goods companies l'anno precedente.

Le prime 100 imprese hanno raggiunto nel loro complesso vendite, derivanti solo dalla vendita di beni rientranti in quelli prima indicati come prodotti del F&L, per circa 214.2 miliardi di dollari con una media per impresa di 2.1 miliardi con l'ultima classificata che ha fatto registrare vendite per 142 milioni.

Le migliori performance di questo settore rispetto al resto dell'industria della produzione di beni di consumo si evince anche dall'analisi del ROS infatti nel 2013 le imprese del F&L hanno registrato un ROS del 10,3% contro uno di 9,6% delle altre.

Facendo invece un'analisi sulle top 10 di questo settore si evince che queste detengono circa il 50% del volume delle vendite, riguardanti solo i beni di lusso, delle imprese elencate in classifica e circa il 30% di fatturato complessivo.

2.4.2 Analisi Geografica

Analisi grafica delle top 100 imprese

Country profiles

	 Number of companies	 Average luxury goods size (US\$mil)	 Share of top 100 companies	 Share of top 100 luxury goods sales
 China/Hong Kong	7	\$3,455	7.0%	11.3%
 France	11	\$4,513	11.0%	23.2%
 Italy	29	\$1,222	29.0%	16.5%
 Spain	5	\$637	5.0%	1.5%
 Switzerland	11	\$2,882	11.0%	14.8%
 United Kingdom	6	\$980	6.0%	2.7%
 United States	15	\$2,927	15.0%	20.5%
Other countries	16	\$1,268	16.0%	9.5%
Top 100	100	\$2,142	100.0%	100.0%

Fonte: Deloitte, Global powers of luxury goods 2015

Cina/Hong Kong

Questa è l'area geografica che nel 2013 ha fatto registrare il maggior tasso di crescita delle vendite, che ha raggiunto il 33.4%, di circa tre volte superiore di quello della seconda classificata per questo indice.

Stati Uniti

All'interno del settore, peso rilevante è attribuito agli Stati Uniti d'America i quali raggiungono il secondo posto in due parametri: il primo è il numero di imprese nelle top 100, che è di 15, mentre il secondo è la quota delle vendite totali di queste, che per le imprese a stelle e strisce in aggregato si aggira sul 20,5%.

Francia

Per quanto riguarda la Francia, al contrario di quello che si possa pensare, questa detiene solo 11 imprese nelle top 100 ma ben 3 di queste, LVMH, Kering e l'Oréal, si classificano tra le prime dieci. Questo fa sì

che la dimensione media delle compagnie francesi sia più del doppio di quella media, aggirandosi sui 4.5 miliardi di dollari.

Altro dato rilevante per la Francia è che questa nazione detiene il 23,2 % delle vendite totali delle prime 100 imprese operanti nel settore del F&L, primato assoluto; questo insieme alla sua radicata tradizione nel settore fa sì che spesso il primo accostamento che si fa alle parole fashion e luxury è “Francia”.

Italia

L'Italia è la nazione leader per numero di imprese, con 29 su 100, ma con solo il 16,5% delle vendite totali; ciò si riflette nella grandezza media delle imprese italiane del F&L che in termini di fatturato è di 1.2 miliardi, ovvero circa la metà della media delle top 100. Inoltre se alle 29 imprese su 100 andiamo ad aggiungere le altre molte imprese italiane che fanno parte di gruppi stranieri (Fendi, Bulgari, Gucci, solo per fare alcuni nomi) è facilmente intuibile il peso sia in termini economici sia in termini di rilevanza che l'Italia ha per il F&L, e viceversa.

Il settore italiano del F&L è guidato dal “Made in Italy”: sinonimo di qualità, design e innovazione che porta con sé un enorme bagaglio culturale e tradizionale. La potenza del Made in Italy è enorme, come testimonia un articolo comparso su *Il sole 24 ore*, il quale riprendendo uno studio di mercato svolto da Kpmg, il 27 agosto 2014 riporta: “Se il made in Italy fosse un brand sarebbe il terzo al mondo” che per notorietà sarebbe stato preceduto solo da CocaCola e Visa.

Altro punto di forza delle imprese italiane è il business model, che un po' permea tutte le imprese operanti nel F&L ma che in Italia trova origine e la sua massima espressione, radicato su una forte impronta familiare.

2.4.3 Analisi per settore di prodotto

Il settore del F&L classicamente viene suddiviso in 4 sottocategorie:

- Abbigliamento e calzature
- Borse e accessori
- Prodotti di bellezza e profumi
- Gioielli ed orologi

Un'impresa si ritiene di appartenenza ad una categoria se un'alta percentuale del suo fatturato deriva da prodotti rientranti in tale categoria.

Svolgendo un'analisi analoga a quella precedente ma questa volta utilizzando come criterio di suddivisione non la nazionalità delle imprese ma la sottocategoria di appartenenza delle imprese è sorto un problema: alcune imprese, precisamente 10, non rientravano in nessuna categoria. Questo non perché trattassero beni diversi da quelli indicati ma perché non vi era una categoria che prevalessesse sulle altre in termini di partecipazione al fatturato. Per ovviare a questo problema è stata creata una categoria residuale: Imprese multi-categoria.

Come si evince dal grafico sottostante, pur essendo in numero minore, le imprese appartenenti a questa non-categoria sono quelle che nel loro insieme pesano di più nel settore, occupando circa il 32% del mercato.

Per quanto riguarda le categorie classiche, per numero di imprese e quota di mercato, primeggiano come da trend storico le imprese di abbigliamento e calzature e quelle di gioielli e orologi.

Analisi per settore di prodotto delle top 100 imprese

Product sector profiles

	 Number of companies	 Average luxury goods size (US\$mil)	 Share of top 100 companies	 Share of top 100 luxury goods sales
 Apparel & footwear	36	\$1,095	36.0%	18.4%
 Bags & accessories	12	\$1,311	12.0%	7.3%
 Cosmetics & fragrances	11	\$3,126	11.0%	16.1%
 Jewelry & watches	31	\$1,818	31.0%	26.3%
 Multiple LG categories	10	\$6,832	10.0%	31.9%
Top 100	100	\$2,142	100.0%	100.0%

Fonte: Deloitte, Global powers of luxury goods 2015

2.5 Fenomeno del private equity goes fashion

Negli ultimi anni lo scenario dell'attività di M&A è notevolmente cambiato, infatti se prima a farla da padrona erano le operazioni in cui l'acquirente era un investitore industriale oggi hanno assunto sempre più peso gli investitori finanziari, in particolare i fondi di private equity.

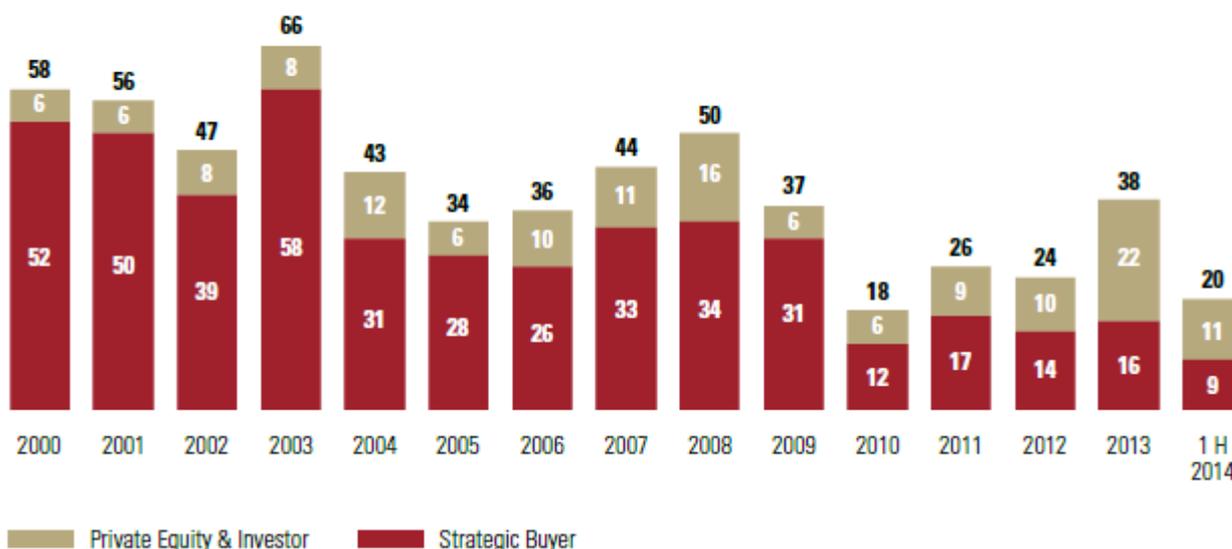
Infatti se si prendono le top 23 acquisizioni del settore, ovvero quelle per un valore uguale o maggiore a 100 milioni, nel periodo che va dal 2013, compreso, fino all' Aprile 2015 ben 9 sono state effettuate da un operatore di private equity⁹.

Dati altrettanto interessanti sul fenomeno sono quelli relativi all'Italia della quale è già stata ribadita l'importanza nel settore del F&L, del quale rappresenta il principale mercato per l'attività di M&A.

⁹ Deloitte, Global powers of luxury goods 2015

Dal 2000 al 2014 le operazioni che interessavano fondi di private equity hanno rappresentato in media circa il 25% delle operazioni totali; considerando però l'ultimo periodo di questo orizzonte temporale, dal 2010 in poi, tale percentuale quasi raddoppia arrivando al 46%, è perciò facilmente intuibile l'importanza che hanno assunto questi acquirenti considerando che ci troviamo in un periodo di diminuzione di numero di deal rispetto agli anni della M&A mania.

Numero deal in Italia – Dettaglio PE



Fonte: KPMG, *Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury, 2014*

Ma come sostenuto da Marco De Benedetti, Managing Director and Co-head della divisione europea di The Carlyle Group, al Financial Times: “il lusso è ancora un settore insolito per il Private Equity, perché gli elementi soft e l'aspetto creativo non sono le sue competenze core”. Se a questo aggiungiamo il già sopra citato fattore tempo: nel settore del F&L caratteristica necessaria è la pazienza in quanto per vedersi risultati ci vogliono tempi spesso più lunghi di quelli degli altri settori, sembra che il Private Equity ed il F&L siano incompatibili.

Se queste sono le problematiche che un investitore istituzionale affronta investendo in un'impresa del settore, dall'altro lato anche le imprese potrebbero mostrare riluttanza a partnership con fondi di private equity, oltre a quelli sopra esposti. Come denunciato da Tamara Mellon, co-fondatrice di Jimmy Choo, dopo un'esperienza sotto 3 diverse proprietà di società di private equity: “Affidarsi ad un fondo non è il veicolo giusto da scegliere per fare moda: se tornassi indietro non lo farei per Jimmy Choo [...] I fondi non sono adatti alla moda a causa della loro visione a breve termine, mentre questo mondo necessita di orizzonti più ampi [...] Sono troppo concentrati sull'Ebitda piuttosto che sul marchio [...] Una volta entrati il loro solo focus è il disinvestimento, all'uscita l'impresa viene data in pasto ai lupi”

Ma allora cosa spinge gli operatori di private equity ad investire in imprese del F&L? E viceversa, cosa spinge le imprese del F&L a partecipazioni con fondi di private equity?

Perché i fondi di private equity investono nelle imprese del F&L?

- Si tratta di un settore ad alti tassi di crescita, che resiste meglio di altri anche a periodi di recessione economica
- È un settore caratterizzato da elevati margini operativi
- Spesso l'impresa target è un'impresa medio-piccola, ma con potenziali globali
- Questo settore presenta la caratteristica di salvaguardia dall'inflazione, dovuta al potere di prezzo dei marchi¹⁰
- I multipli di acquisizione sono scesi notevolmente rispetto a quelli fatti registrare negli anni d'oro 1999 - 2000¹¹

Quali sono i vantaggi per l'impresa target peculiari alla partnership con un fondo di private equity?

Oltre a quelli esposti in precedenza va anche considerato quanto segue:

- Internazionalizzazione ed espansione in mercati diversi da quelli tipici dell'impresa
- Espansione della rete dei rivenditori al dettaglio di proprietà dell'impresa
- Gli operatori di private equity, diversamente da altri investitori, potrebbero non ingerire con gli aspetti creativi dell'impresa, occupandosi degli altri aspetti
- I fondi sono più pazienti di eventuali altri apportatori di capitale (ad esempio gli shareholders)

Come praticamente possono risolversi i problemi apparenti, o meno, che nascono dall'interazione tra operatori di private equity ed imprese del F&L:

- Disallineamento tra gli orizzonti temporali

Può essere risolto attraverso una gestione da parte dell'operatore di private equity in un'ottica di lungo periodo, ma che nel breve-medio periodo (in sede di dismissione) può essere comunque valutata positivamente e quindi creare valore economico per il fondo; la modalità di way out che meglio supporta tale strategia è il secondary buy out. Per questo non sono rari i casi in cui nella proprietà di un'impresa del F&L si avvicendano due o più società d'investimento nel capitale di rischio, come ad esempio successo in Jimmy Choo o Valentino.

- Disallineamento tra gli obiettivi operativi

Normalmente tra la famiglia o chi si occupa dell'aspetto creativo di una impresa del F&L e l'operatore di private equity c'è un disallineamento tra gli obiettivi operativi: il focus principale dei secondi è su obiettivi economici e finanziari, mentre gli obiettivi che stanno più a cuore ai primi riguardano l'aspetto "fashion" dell'impresa.

Questo può essere risolto, come già accennato in precedenza, con un oculato bilanciamento tra le due dimensioni che compongono un'impresa del F&L, che anzi dovrebbero essere strategiche l'una per l'altra e viceversa.

¹⁰ Financial Lounge, *Settore del lusso, approfittare del potere di prezzo dei marchi*, 2015

¹¹ Savigny Partners LLP

Capitolo 3: Caso Hugo Boss

3.1 Storia dell'azienda

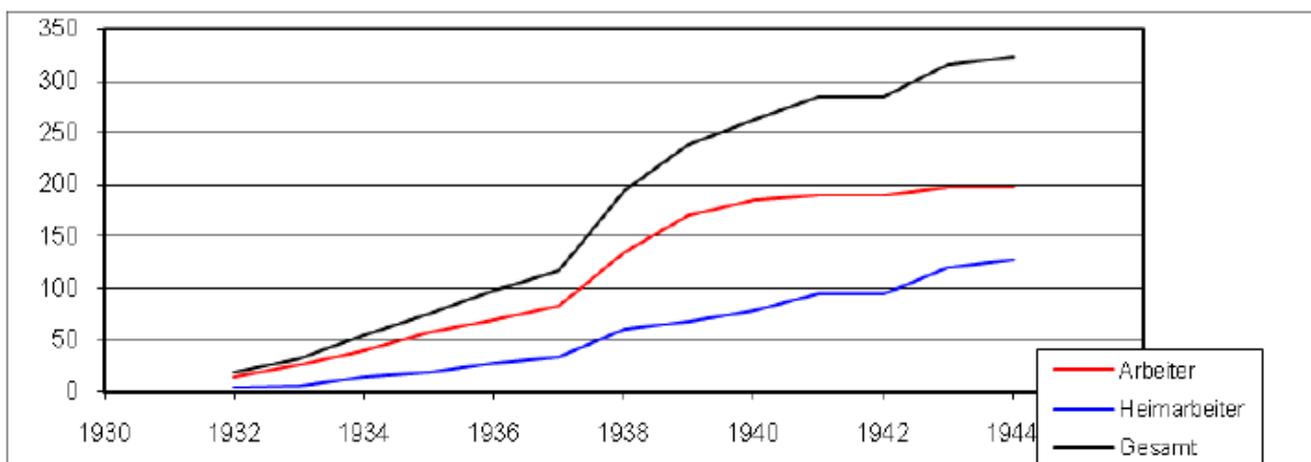
Nel 1924 Hugo F. Boss apre la sua fabbrica tessile a Metzingen, poco distante da Stoccarda. Durante i primi anni nell'attività sono impiegate tra le 20 e le 30 sarte, le quali producono tutti i capi rigorosamente a mano.

Con l'arrivo del 1929 e della profonda crisi che segna la fine di quest'anno, l'industria tessile affronta una profonda recessione e con essa anche la fabbrica di Hugo Boss, che nel 1931 fu molto vicino alla bancarotta; nonostante la situazione economica non fosse delle migliori l'imprenditore tedesco riesce ad ottenere un accordo con i creditori così da poter continuare la produzione.

Nello stesso anno Hugo Boss diviene membro del Partito Nazionalsocialista Tedesco, del quale diviene fornitore ufficiale delle divise militari; grazie a questo accordo le finanze della sua piccola fabbrica migliorano notevolmente e con esse cresce anche la dimensione dell'attività.

Tale situazione si accentuò con lo scoppio della Seconda Guerra Mondiale: periodo durante il quale diminuisce notevolmente la vendita di abbigliamento, ma aumenta esponenzialmente la domanda di divise militari e uniformi da lavoro.

Numero di impiegati negli anni 1932-1944



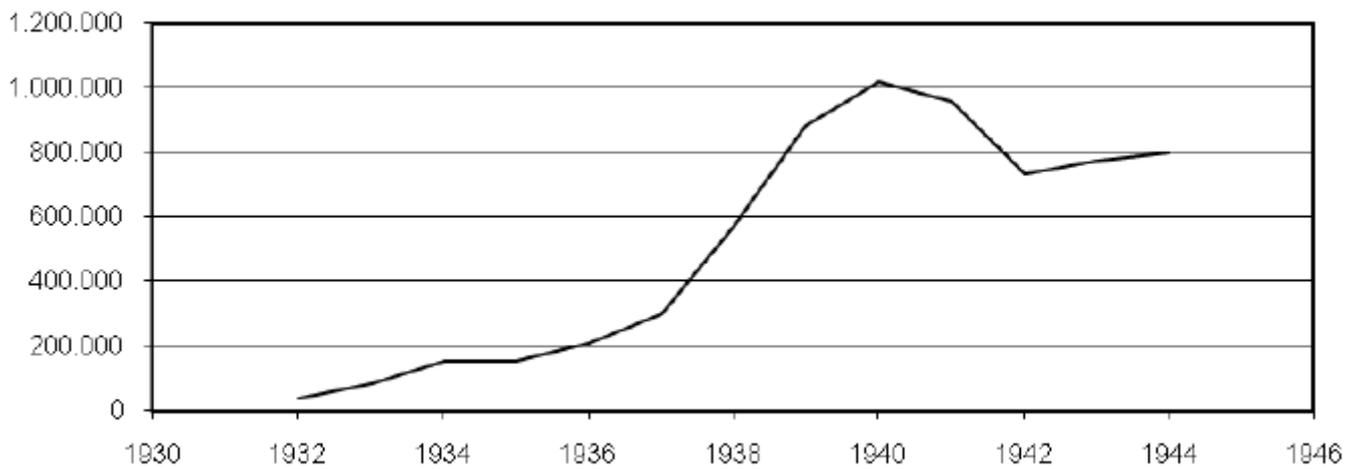
Arbeiter = workers

Heimarbeiter = homeworkers

Gesamt = total

Fonte: Koster R., *Hugo Boss, 1924–1945. The History of a Clothing Factory During the Weimar Republic and Third Reich*, 2011

Fatturato in reichsmarks negli anni 1932-1944



Fonte: Koster R., *Hugo Boss, 1924–1945. The History of a Clothing Factory During the Weimar Republic and Third Reich*, 2011

Quando nel 1948 Hugo F. Boss muore la proprietà e la gestione dell'impresa passa a suo genero Eugen Holy. Inizialmente la produzione si concentra ancora su uniformi e divise, questa volta però per l'esercito francese e per la Croce Rossa che occupavano il territorio durante il periodo della denazificazione. Una prima svolta avviene nel 1950, anno che la società riporta come data del primo ordine di un completo da uomo, che inizia gradualmente a diventare la produzione tipica dell'azienda attraverso la standardizzazione del processo produttivo. Nella prima metà degli anni '60 l'impresa inizia a guadagnare quote nel mercato tedesco degli abiti da uomo, approfittando del boom economico post guerra della nazione.

Cambiamento radicale per la storia della casa si ha nel 1969 quando Eugen si ritira lasciando quella che ancora si può chiamare fabbrica nelle mani dei suoi due figli, nipoti del fondatore Hugo Boss, Ochen e Uwe Holy sotto la cui egida inizia l'internazionalizzazione dell'azienda che la porterà a diventare la multinazionale che è oggi. In meno di un decennio gli abiti firmati con il nuovo brand "Boss" sbaragliano la concorrenza affermandosi in Germania e nell'Europa Occidentale puntando su design e colori innovativi ispirati allo stile italiano e confezionando abiti con tessuti leggeri, a differenza dei completi in circolazione all'epoca fatti di tessuti rigidi e pesanti.

Le caratteristiche qualitative degli abiti insieme ad imponenti campagne pubblicitarie e ad un oculato posizionamento del prodotto resero Hugo Boss trend setter per una nuova generazione di giovani e ambiziosi businessmen che si stava affermando in quegli anni.

Dopo aver conquistato metà Europa i due fratelli Holy decidono di espandersi oltreoceano; nel 1976 il primo abito Hugo Boss da uomo approda in un negozio negli Stati Uniti accolto con particolare scetticismo dal mercato americano, completamente diverso da quello europeo. Ancora una volta un'accurata strategia di marketing fa acquistare fama al brand attraverso testimonial come Sylvester Stallone e Bjorn Borg. Così il marchio riesce ad abbattere l'iniziale diffidenza degli U.S.A affermando il suo stile, come riportato da Joshua Levine alla rivista Forbes: "[...] il look di Hugo Boss rappresenta l'immagine del successo

professionale con una traccia di *macho* [...]”; introducendo una linea casual da uomo ad un prezzo più accessibile dei precedenti completi.

Nel 1980 il volume delle vendite supera per la prima volta 100 milioni di marchi tedeschi. L’azienda continua a crescere sia in termini di fatturato, sia in termini di business in portafoglio: commercializzando anche profumi e occhiali.

L’enorme crescita porta alla quotazione in borsa del Gruppo Hugo Boss alla German Stock Exchange di Francoforte. Dopo l’Ipo il fatturato continua ad aumentare fino ad arrivare a 500 milioni nel 1987 ed al miliardo per la fine del decennio.

All’apice del successo della società, nel 1989, i fratelli Holy vendono la maggioranza delle azioni al giapponese Leyton House Group, che acquistando il 54,5% delle azioni della società diviene il maggiore azionista di questa, rimanendo però coinvolti operativamente nella gestione dell’impresa¹².

La proprietà giapponese durò poco, infatti nel 1991 il gigante italiano della moda e del tessile Marzotto acquista il 77.5% delle azioni per 165 milioni di dollari.

La nuova proprietà si trova subito a fronteggiare una difficoltà infatti, per la prima volta dopo la Seconda Guerra Mondiale, la crescita dell’azienda si arresta; l’industria tedesca della moda fu gravemente colpita dalla crisi economica del 1992. Come conseguenza i consumi per l’abbigliamento di alta gamma si ridussero ed in particolare le vendite al dettaglio nel segmento maschile. Ad aggravare la situazione è stata la svalutazione della lira italiana che diede alle case di moda italiane un vantaggio di prezzo su Hugo Boss. Contemporaneamente vi fu un importante cambiamento che riguarda la società: si passa dall’epoca degli Yuppie, abbreviazione di Young Urban Professional, caratterizzata dal consumismo di giovani professionisti “rampanti” espressione del capitalismo ad un’epoca di ritrovata modestia. Di tutto ciò ne risentì il valore delle azioni della società che era sceso a meno della metà di quanto i fratelli Holy avevano precedentemente venduto ai giapponesi.

Nel 1993 per interrompere il trend negativo il Gruppo Marzotto prese una coraggiosa decisione rivoluzionando il vertice della società e nominando un nuovo Ceo: Peter Littmann, il quale riporta la società sulla strada della crescita in tempi record.

La strategia di Littman ebbe come prima mossa quella di affiancare allo storico Boss altri due brand: Hugo, 10% più economico della marca madre e Baldessarini, rivolta alla nicchia amante del lusso. Per ridurre i costi di produzione il nuovo Ceo delocalizza circa metà della produzione verso paesi dell’Europa dell’Est quali Romania, Repubblica Ceca e Slovenia dove il lavoro costa 70-90% in meno alla Germania. Terzo punto della strategia di Littman fu quello di espandere geograficamente la società, in particolare nel Sudest Asiatico stabilendovi una società sussidiaria e aprendo negozi a Tokyo, Pechino e Shanghai. La strada intrapresa in questi anni fu giusta, infatti nonostante inizialmente le vendite totali diminuirono, i profitti crebbero fino al 74% del 1994.

Nel 1998 alla direzione della società successe Werner Baldessarini, il quale in passato era stato Direttore Designer e Marketing Manager, dal quale prende il nome uno dei brand dell’azienda. Sotto la guida del

¹² Con il cambio di proprietà la società resta quotata in borsa

nuovo manager Hugo Boss espande ulteriormente i propri business dedicandosi anche all'abbigliamento sportivo, biancheria intima, licenze per cravatte ed orologi e presentando la prima collezione da donna. Nel 2005 il Gruppo Marzotto annuncia lo scorporo dei fashion brands che da ora faranno capo alla Valentino Fashion Group Spa.

3.2 Permira

Permira è una società europea di private equity, con sede centrale a Londra. Fondata nel 1985 da Nicholas Ferguson allora operava sotto il nome di Schroder Venture. Dopo la costituzione del primo fondo pan-europeo nel 1997, seguito da un notevole sviluppo della società, a questa nel 2001, a seguito di una politica di rebranding, viene dato il nome con il quale è oggi conosciuta.

Nel corso della sua storia la società ha gestito in totale circa 25 miliardi di Euro investendo in poco più di 200 operazioni, riuscendo ad ottenere un tasso interno di rendimento (TIR) del 23%.

Fin dall'inizio ha rivolto i suoi investimenti prevalentemente in 5 settori, nei quali ha ormai raggiunto una notevole specializzazione:

- Consumer
- Healthcare
- Servizi finanziari
- Industrials
- TMT (Tecnologia, Media, Telecomunicazioni)

Ad oggi, secondo i dati riportati dal sito aziendale, la società ha in portafoglio 25 investimenti.

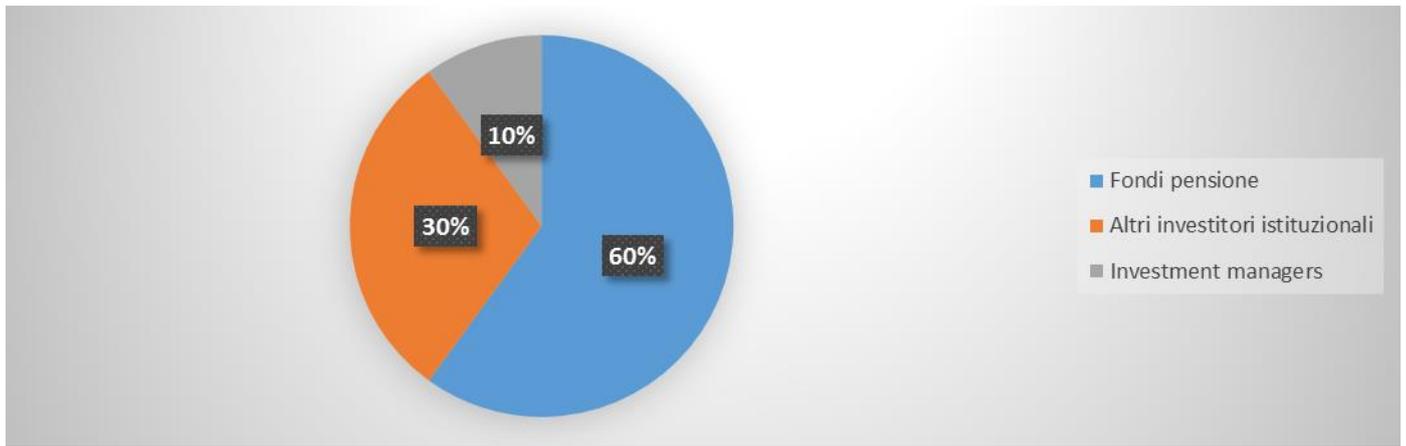
Nella tabella che segue sono riportati gli investimenti più rilevanti oggi posseduti in portafoglio da Permira:

IMPRESA TARGET	SETTORE	NAZIONE	ANNO DI ACQUISIZIONE	VALORE DI ACQUISTO
Saga	Servizi finanziari	UK	2007	€ 9685 milioni
Informatica	TMT	USA	2015	€ 4700 milioni
Cortefil	Consumer	Spagna	2005	€ 1802 milioni
Sisal	Consumer	Italia	2006	€ 1348 milioni
Ancestry.com	TMT	USA	2012	€ 1266 milioni

Fonte: Elaborazione propria utilizzando dati disponibili sul sito aziendale

Gli investitori in Permira sono così divisi:

I capitali provengono per la maggior parte da Stati Uniti e Canada, in misura del 43%, ed Europa con il 31%. Il resto dei capitali investiti nei fondi che fanno capo alla società britannica provengono dall'Asia per il 25%, mentre il resto (1%) in via residuale dal resto del mondo.



Fonte: Elaborazione propria utilizzando dati disponibili sul sito aziendale

3.3 Situazione finanziaria, patrimoniale e valutazione dei principali indicatori della gestione

3.3.1 2006

Nel 2006 la società tedesca era controllata da Valentino Fashion Group S.p.a il quale deteneva il 78,8% delle azioni con diritto di voto.

Prima dell'entrata di Permira nella società, il Gruppo Hugo Boss era soprattutto un fornitore di abbigliamento all'ingrosso per grandi magazzini e dettaglianti individuali, con un fatturato di circa 1.5 miliardi (14% di crescita rispetto all'anno precedente) e poco più di 8400 dipendenti.

Come per sua storia si trattava di una società il quale mercato target era principalmente l'Europa infatti la provenienza del suo fatturato era così divisa:

- 23% dalla Germania
- 46% dal resto dell'Europa
- 18% dalle Americhe
- 10% dall'Asia e altri continenti
- 3% da royalty

Per quanto riguarda la segmentazione dell'offerta tra menswear e womenswear Hugo Boss era spropositatamente orientata all'abbigliamento maschile, infatti circa l'90% del fatturato dell'impresa proveniva da questo mentre solo il 10% dal segmento femminile.

La maggior parte delle vendite derivavano dalla vendita della merce all'ingrosso, mentre il canale di vendita al dettaglio era molto poco sviluppato: i DOS (Directly Operated Stores), ovvero i punti vendita gestiti direttamente, erano 249 e concorrevano in misura del 13% al fatturato totale.

Di seguito verrà riportata una tabella sintetizzante i principali indici della performance e indicatori chiave relativi all'anno in questione.

KEY PERFORMANCE INDICATORS AND KEY FIGURES

		2006
Net sales	in € million	1,495.5
Gross margin ratio	in %	57.1
EBITDA	in € million	233.4
EBIT	in € million	184.4
EBIT margin	in %	12.3
Return on sales	in %	8.6
Net working capital ¹	in € million	298.7
Return on investment ²	in %	29.4

¹ Net current assets.

² EBIT/Net capital invested (average).

Fonte: Hugo Boss AG Annual Report 2006

L'aspetto più interessante della società, come riportato dall'Annual Report dell'anno in questione, sono le previsioni di crescita e miglioramento che questa si aspettava di registrare per l'anno successivo e per quelli a venire.

Previsioni per gli anni 2007/2008

SALES TRENDS

in € million	2007/2008	2006
Germany	↗	346.9
Other European countries	↗	681.9
Americas	↗	273.6
Asia/other regions	↗	150.1
Royalties	↗	43.0
Total	↗	1,495.5

EARNINGS TRENDS

in € million	2007/2008	2006
Sales	↗	1,495.5
Gross margin	↗	854.5
in % of sales	↗	57.1
EBIT	↗	184.4
Earnings before taxes	↗	179.9
Net income	↗	128.7
Earnings per share (EUR)		
Common share	↗	1.84
Preferred share	↗	1.86

OTHER DEVELOPMENTS

	2007/2008	2006
Number of employees (Full-time equivalents)	↗	8,441
Net current assets (EUR million)	↗	298.7
Capital expenditure (EUR million)	→	98.5

Fonte: Hugo Boss AG Annual Report 2006

3.3.2 2007

Il 17 maggio 2007 la società britannica Permira ufficializza l'acquisto della proprietà di Valentino Fashion Group, l'azionista di maggioranza del Gruppo Hugo Boss, diventando anche il principale azionista di quest'ultimo controllando circa il 72% della società.

La nuova proprietà della società tedesca dichiara immediatamente di sostenere a pieno la strategia intrapresa dal management attuale di Hugo Boss, non apportando nessuna modifica alla strategia né alla struttura aziendale.

La strategia perseguita dalla casa di moda all'epoca si basava su:

- miglioramento della linea femminile
- espansione della distribuzione di scarpe e accessori in pelle
- aumento della gamma di prodotti offerti
- aumentare il numero di DOS
- espansione in America e Asia

L'anno in questione è un anno eccezionale, definito dal managing board "the most successful year in the Company's history", per la società che riesce a performare meglio delle già rosee aspettative.

Di seguito una tabella riportante i principali risultati raggiunti dal Gruppo nell'anno in esame:

	2007	VARIAZIONE RISPETTO AL 2006
Fatturato	1632.0 in milioni di Euro	9%
Fatturato del Womenswear	208.8 in milioni di Euro	29%
EBITDA	287.7 in milioni di Euro	23.2%
Impiegati	9123.0	8%
ROE	29.2%	11%

Fonte: Elaborazione propria utilizzando dati dell' Hugo Boss AG annual report 2007

3.3.3 2008 – 2010

Dopo un primo anno in cui l'operatore di private equity sembra non interferire con la gestione operativa della società, dal 2008 in poi le cose cambiano. Come spesso accade il cambiamento parte proprio dal

vertice, così dopo più nomine e sostituzioni nel 2010 si stabilisce quello che sarà il managing board voluto da Permira che guiderà Hugo Boss per i seguenti 5 anni, e la guida tutt'ora.

Il management è stato così composto:

- Claus-Dietrich Lahrs (CEO)
- Mark Langer (CFO)
- Christoph Aughagen (CBO)

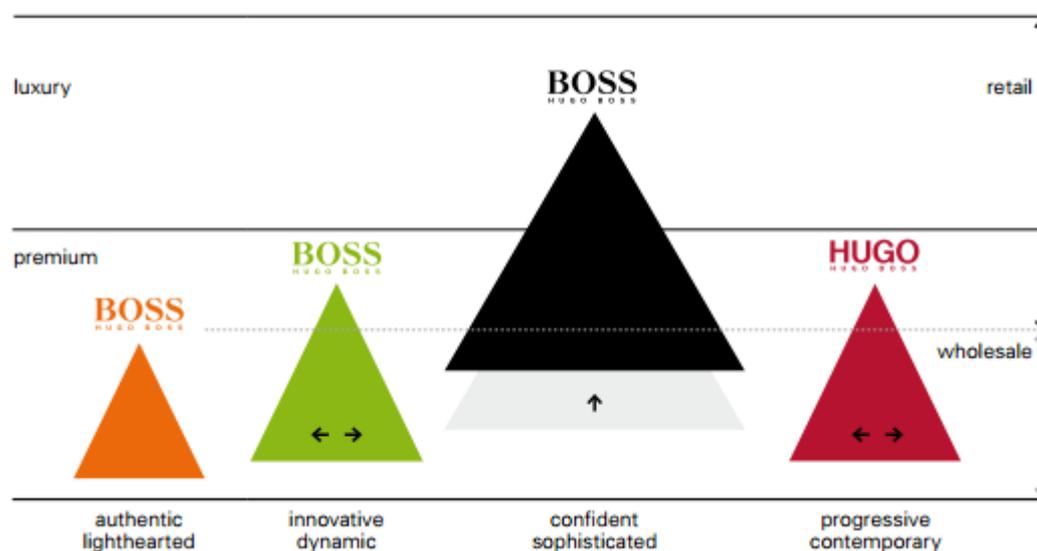
Con il nuovo comitato direttivo Permira mette in atto quella che sarà la sua strategia, rivelatasi poi vincente, per trasformare la casa di moda tedesca nel colosso del F&L che è oggi.

La strategia del nuovo management si è concentrata su 5 punti:

- Espansione nel segmento del lusso non accessibile

Avendo ormai raggiunto nel corso degli anni un solido posizionamento nel segmento premium, il Gruppo Hugo Boss vedendo importanti segnali di crescita potenziale nell'espansione della sua offerta nel lusso non accessibile, intende migliorare il posizionamento del core brand BOSS in questo segmento. A tale proposito viene eliminato il brand BOSS Selection i quali capi vengono integrati a BOSS. La strategia di elevazione del brand BOSS viene perseguita anche attraverso una modifica dell'attività di distribuzione: infatti al brand verrà dato più spazio, che agli altri brand, nei DOS; per quanto riguarda la vendita all'ingrosso il Gruppo intensificherà il controllo del brand, chiedendo ai suoi partner di distribuirlo unicamente in negozi mono-brand.

Posizionamento dei brand del Gruppo hugo Boss



Fonte: Hugo Boss AG Annual Report 2012

- Rafforzamento del womenswear

Come già esposto in precedenza il segmento womenswear al momento dell'ingresso di Permira in Hugo Boss rappresentava solo il 10% del totale del fatturato, l'intento del nuovo management è quello di migliorare tale percentuale e fornire una forte identità all'abbigliamento femminile firmato Hugo Boss.

A tale scopo verrà separata la struttura organizzativa dei segmenti maschili e femminili, e come Art Director della divisione womenswear verrà assunto Jason Wu, uno dei più talentuosi designer nell'abbigliamento da donna.

Contemporaneamente si punterà sul rafforzamento della visibilità dei brand femminili, concedendogli più spazio nei nuovi store, e intensificando le attività di comunicazione al fine di aumentare l'attrattività per i consumatori fashion-conscious.

Traguardo che il Gruppo si è prefissato è quello di arrivare al 2020 con un peso del womenswear di circa il 15%.

- Crescita del business gestito direttamente

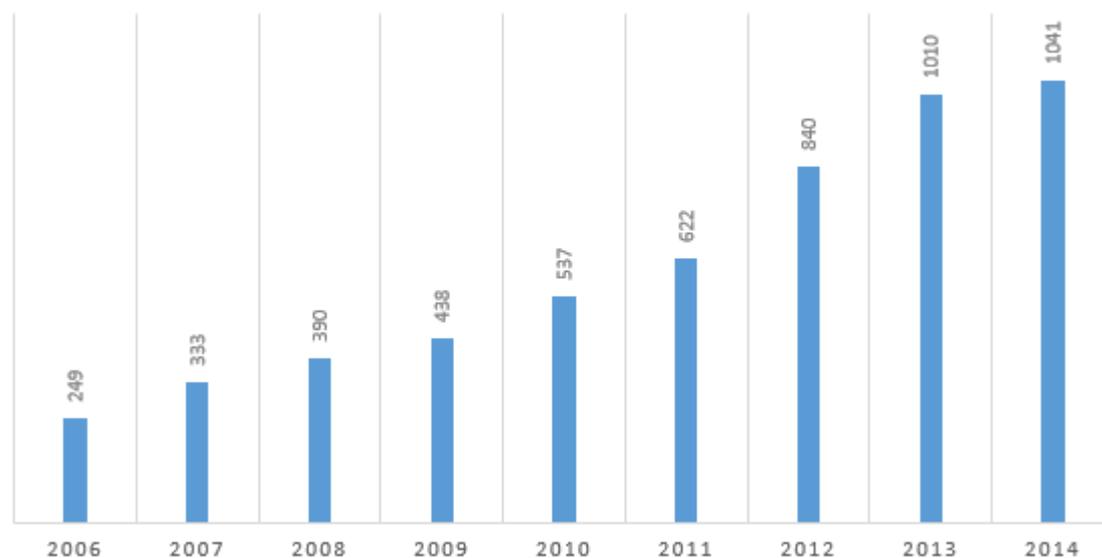
Uno degli obiettivi principali che Permira si era prefissata per Hugo Boss era il raggiungimento di una prevalenza di fatturato proveniente dalla vendita al dettaglio tramite propri punti vendita, al contrario di quanto era nel 2006 quando la maggioranza del fatturato proveniva dalla vendita all'ingrosso. L'intento della società è quello di arrivare al 2020 con una percentuale del 75% del fatturato proveniente da vendite retail.

I vantaggi collegati alla vendita nei DOS sono molteplici:

- Controllo diretto del rapporto con la clientela
- Maggiore margine sulle vendite
- Maggiore facilità nel recepire feedback da parte dei consumatori

Crescita degli own retail stores

OWN RETAIL STORES



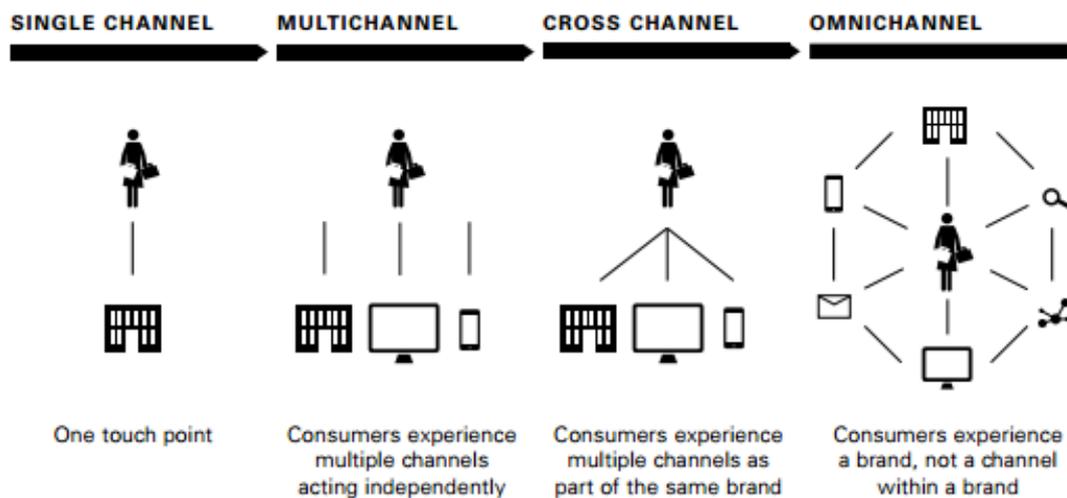
Fonte: elaborazione propria utilizzando dati societari

- Omnicanalità

L'esigenza di rispondere ad una sempre crescente aspettativa dei consumatori di uno shopping cross-channel e ad una sempre più complessa brand experience, ha creato la necessità per le imprese di dover cambiare approccio al business.

Consapevole di ciò il Gruppo Hugo Boss ha deciso di intraprendere la strada dell'omnichannel, con lo scopo di integrare i canali fisici con i canali digitali per permettere al consumatore una shopping experience a 360°, creando link tra i vari canali e ampliando il canale online nato nel 2008.

Approccio dell'omnicanalità

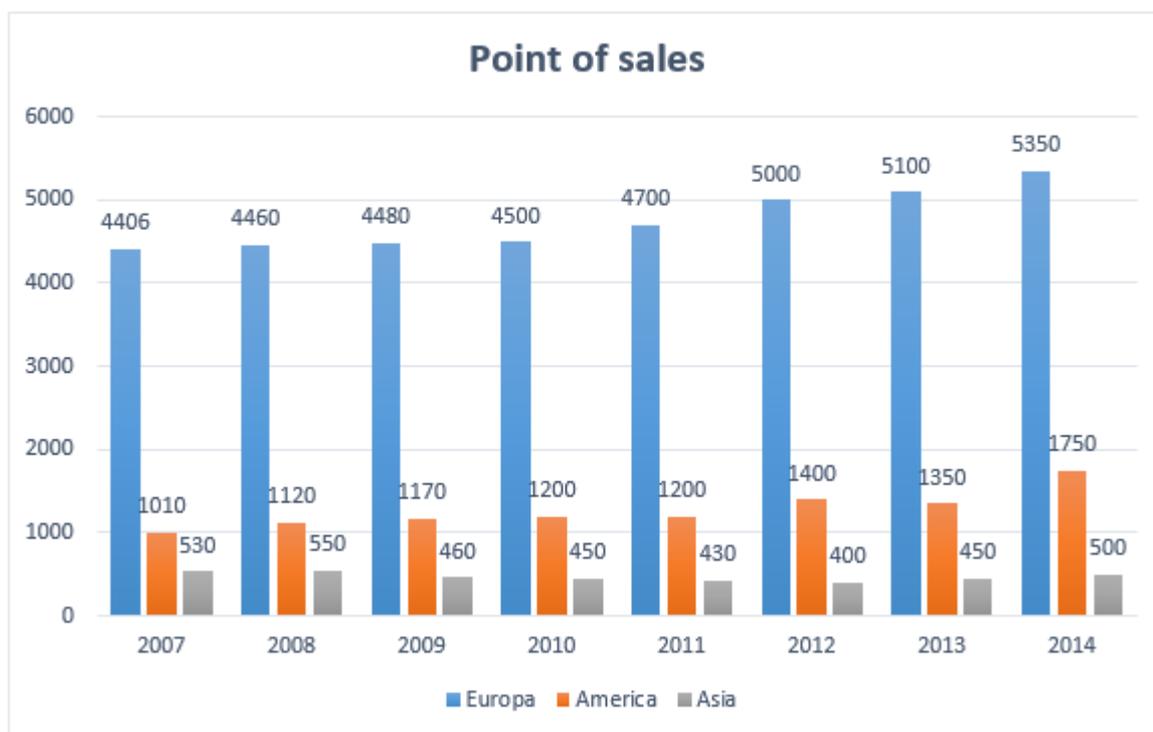


Fonte: Hugo Boss AG Annual Report 2014

- Espansione globale

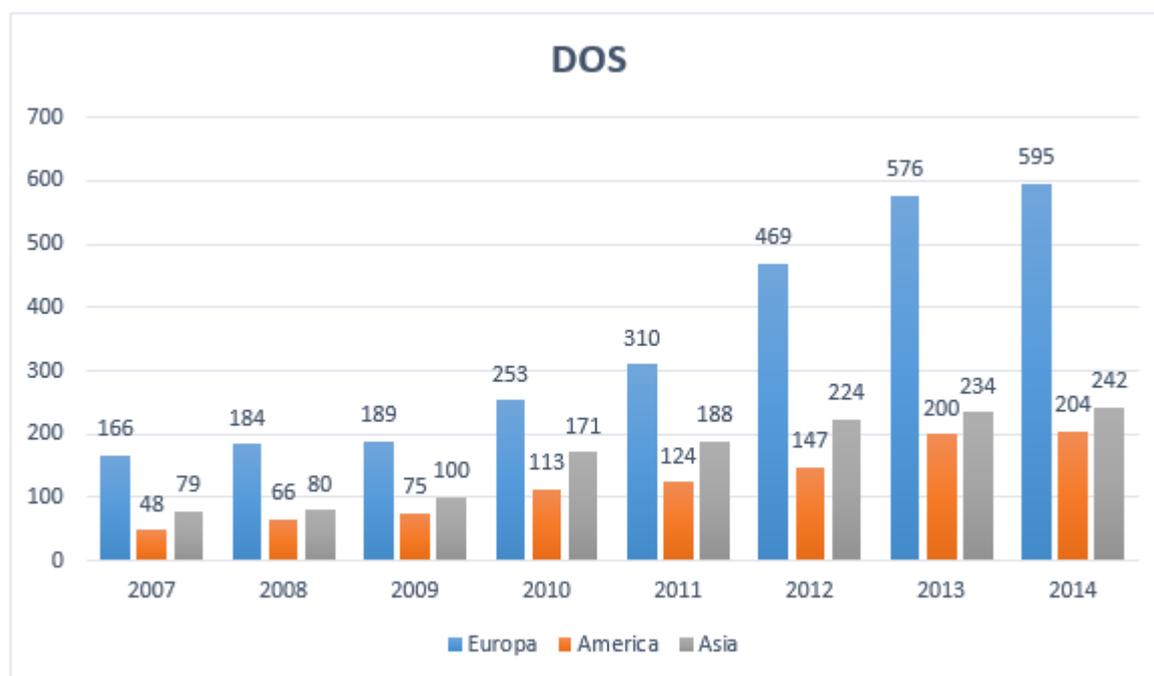
Con l'intenzione sia di diminuire la dipendenza da un singolo mercato (quello Europeo) sia di aumentare il numero totale delle vendite Hugo Boss punta ad espandersi in mercati inesplorati e ad aumentare la sua presenza in mercati ancora non sfruttati a pieno (Usa e Asia).

Diffusione geografica dei punti vendita



Fonte: Elaborazione propria, utilizzando dati estrapolati dagli annual report della società degli anni in questione

Diffusione geografica dei DOS



Fonte: Elaborazione propria, utilizzando dati estrapolati dagli annual report della società degli anni in questione

- Miglioramento dei processi operativi

Altro obiettivo dichiarato della società è quello di migliorare le performance dell'impresa nei processi operativi con lo scopo duale di: diminuire i costi operativi e così ottenere un più alto margine, e ridurre i tempi del time to market ovvero il tempo che intercorre tra l'inizio dello sviluppo della collezione e la

consegna al consumatore finale così da poter fronteggiare al meglio i mercati sempre meno stabili e le sempre più complesse esigenze dei consumatori.

Sotto la proprietà di Permira è stato infatti portato a termine il Progetto Columbus il quale, attraverso il software SAP AFS, mira alla modernizzazione dei processi della value chain.

Sempre in questo ambito la società costruirà nel corso della partnership un nuovo centro di distribuzione merci in Germania, vicino l'headquarter, che permetterà di velocizzare il processo di fornitura della merce e migliorare l'efficienza dei processi critici della logistica attraverso una vasta automatizzazione.

Ultima iniziativa di rilevante importanza è il progetto D.R.I.V.E il quale scopo è snellire e standardizzare i processi di sviluppo del prodotto, vendita e produzione, puntando su una forte interconnessione delle varie componenti della value chain.

3.3.4 2014

Alla fine dell'anno fiscale 2014, pochi mesi prima dell'uscita del fondo dalla società, Hugo Boss era ormai passato dall'essere un produttore di abbigliamento da vendere all'ingrosso ad un retailer concentrato sul cliente.¹³ Il brand Hugo Boss era diventato uno dei più importanti brand del panorama del F&L come testimoniato dal piazzamento al 20° posto nella classifica delle Top 100 Luxury Companies stilata da Deloitte¹⁴.

I principali goal raggiunti dalla società sono:

- 2.6 miliardi di Euro di fatturato, un aumento di circa il 73% rispetto agli 1.5 miliardi del 2006
- 57% del fatturato proveniente dai DOS e il 41% dalla vendita all'ingrosso, mentre nel 2006 la percentuale era dell'85% contro 13% a favore della vendita all'ingrosso; con i DOS moltiplicatisi dai 210 ai 1041 del 2014
- Numero di impiegati cresciuti dai poco più di 8400 ai 12990 dell'anno dell'uscita
- Time to market ridotto da 50 a 38 settimane
- Da 2 collezioni principali e 2 pre-collezioni all'anno, a 4 collezioni intere all'anno
- Gross profit margin aumentato da 57.1% a 66.1%
- Aumento delle vendite in Paesi non appartenenti all'Europa, arrivando ad ottenere il 40% del fatturato generato in Asia e Stati Uniti
- Percentuale del fatturato proveniente dal womenswear aumentata dal 10 al 13%

Di seguito segue una tabella che riassume i principali indicatori chiave dell'anno in questione, confrontati con quelli dell'anno precedente:

¹³ Martin Weckwert, *Hugo Boss \$2.7 Billion Return is the Biggest for Permira*, www.businessoffashion.com

¹⁴ Vedi paragrafo 2.4.1

	2014	2013	Change in %
Sales	2,571.6	2,432.1	6
EBITDA before special items	590.8	564.7	5
Trade net working capital	503.0	431.8	16
Capital expenditure	134.7	185.3	(27)
Free cash flow	268.4	230.0	17

Fonte: Hugo Boss AG Annual Report 2014

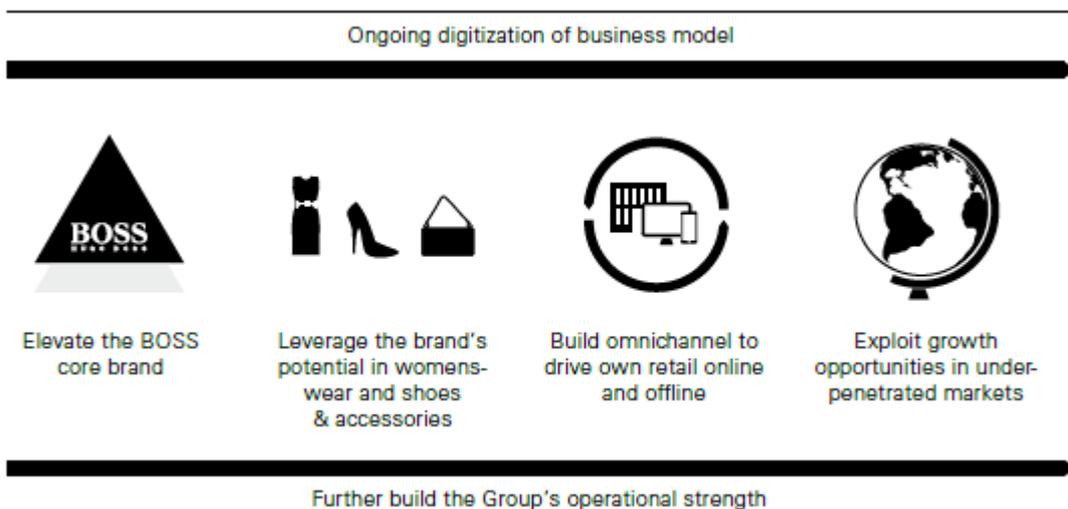
3.3.5 2015

L'uscita della società di private equity britannica dalla casa di moda tedesca è avvenuta nel marzo 2015 dopo 7 anni di partecipazione. Dopo l'exit di Permira il capitale sociale era così diviso, dati aggiornati al 31 dicembre 2015:

- 90% flottante, in aumento rispetto al 66% dell'anno precedente
- 8% appartenente a PFC S.r.l, Zingao Holding S.p.a, Tamburi Investment Partners S.p.a, tutte società controllate dalla famiglia Marzotto
- 2% azioni proprie

Nonostante l'assenza del partner istituzionale il 2015 è stato il sesto anno di crescita consecutivo per il Gruppo Hugo Boss che continuando a implementare la strategia formulata sotto la guida di Permira ha raggiunto notevoli risultati economici e non, in particolare puntando su:

Strategia attuale del Gruppo



Fonte: Hugo Boss AG annual report 2015

Nell'anno in questione la società ha raggiunto un fatturato di 2.8 miliardi di Euro di cui il 60% proveniente dalla vendita al dettaglio gestita direttamente dal Gruppo.

Per quanto riguarda l'espansione nei mercati non europei va sottolineato l'accordo raggiunto con Macy's, per il mercato americano, il quale permetterà nel medio-lungo termine a Hugo Boss di aumentare le vendite nel mercato USA, sia in termini assoluti che relativi.

3.4 Considerazioni finali sull'operazione

Nel valutare il successo del deal va tenuto presente che a distanza di pochi mesi dall'entrata dell'operatore di private equity nella società si è verificata la catastrofica crisi del 2008.

L'operazione si è conclusa il 17 marzo 2015, quando Permira vende la quota di titoli della società tedesca che le erano rimasti in portafoglio, collocando i titoli a 113 euro¹⁵.

La Borsa ha riconosciuto a pieno il successo di tale operazione, infatti va ricordato che quando nel 2007 la società inglese ha acquistato il controllo del Gruppo Hugo Boss le sue azioni avevano un valore di mercato di 48.33 euro.

L'operazione ha fruttato a Permira un ritorno di 2.7 miliardi di dollari, il più grande mai ottenuto dal fondo in termini assoluti; mentre nel suo complesso ha garantito alla società un ROI del 2.3%¹⁶.

Verrà riportata di seguito una tabella riassuntiva di alcuni degli investimenti fatti dalla società britannica negli ultimi anni:

IMPRESA TARGET	SETTORE	DURATA OPERAZIONE (ANNI)	MODALITA DI EXIT	ROI (%)
Ferretti Group	Yachts di lusso	5	Secondary Buy Out	2.3
Galaxy Entertainment Group	Casino & Hotel	5	Quotazione in borsa	2.8
Homebase	Grande distribuzione	1	Quotazione in borsa	6.1
New Look	Fashion	11	Secondary Buy Out	4.8
Takko ModeMarkt	Fashion	7	Secondary Buy Out	2.5

Fonte: Elaborazione propria utilizzando dati da <http://www.permira.com/consumer>

Il segno che l'operazione ha lasciato nella casa di moda tedesca è indelebile: come già ampiamente discusso in precedenza l'ha trasformata da un wholesale in un consumer-oriented retailer, portandolo ad essere uno dei brand più rinomati del F&L e spianandogli la strada per un futuro di altrettanti successi.

¹⁵ La società è rimasta quotata sulla Borsa di Francoforte durante tutto il periodo dell'operazione

¹⁶ <http://www.permira.com/consumer/investments/hugo-boss>

Conclusione

Con l'analisi del caso Hugo Boss si conclude la trattazione.

Ciò che mi preme sottolineare in fase di conclusione è quanto sia strano pensare che dietro The Scent¹⁷ ci siano degli “squali” della finanza come i fondi di private equity.

Questa è una delle cose più importanti che ho imparato durante il mio percorso universitario: non fermarsi a ciò che si vede, ma cercare di capire cosa c'è dietro... che molto spesso è più interessante.

¹⁷ Ultima fragranza maschile lanciata dalla casa di moda tedesca

Bibliografia

Cendrowski H. *Private Equity: history, governance and operation*
Corbellini E., Saviolo S. 2009 *Managing Fashion and Luxury companies*. Etas
Forestieri G. *Corporate e investment banking, 4 edizione*
Gervasoni A., Sattin F. 2008 *Private equity e venture capital: manuale d'investimento nel capitale di rischio*
Köster R. *Hugo Boss, 1924-1945. A Clothing Factory During the Weimar Republic and Third Reich*

Bain & Company, *Global private equity report 2015*
Bain & Company, *Luxury goods worldwide market study, fall-winter 2014*
Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza numero 4*, Febbraio 2009
Deloitte, *Global Powers of Luxury Goods 2015*
Evca, *2014 European Private Equity Activity*
Hugo Boss, *Annual Report dal 2006 al 2015*
KPMG, *Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury, 2014*
Private Equity International, *Showcasing the world's 300 largest private equity groups*
Pwc, *L'impatto economico del Private Equity e del Venture Capital in Italia*

www.aifi.it

www.capgemini.com

www.encyclopedia.com

www.hugoboss.com

www.ilsole24ore.com

www.investopedia.com

www.privateequityinternational.com