

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

CATTEDRA DI DIRITTO DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

*L'IPO e il caso Brunello Cucinelli*

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Gianluca Ciammetti

Matricola 672011

CORRELATORE

Prof.ssa Paola Lucantoni

ANNO ACCADEMICO 2016/2017

# INDICE

INTRODUZIONE.....	4
-------------------	---

## CAPITOLO I: IL FENOMENO DELLA QUOTAZIONE

1.1 La definizione del fenomeno.....	8
1.2 Il processo di quotazione.....	16
1.3 Pricing and Allocation.....	25
1.4 Valutazione del valore aziendale.....	31

## CAPITOLO II: L'UNDERPRICING

2.1 L'evoluzione della quotazione in termini di underpricing.....	39
2.2 Teorie basate sulle asimmetrie informative.....	46
2.3 Teorie istituzionali.....	56
2.4 Teorie basate sull'assetto proprietario.....	61
2.5 Teorie comportamentali.....	65

## CAPITOLO III: CARATTERISTICHE E PECULIARITA' DEI MERCATI DEL LUSO E DELLA MODA

3.1 Il settore lusso.....	71
3.2 Analisi della domanda.....	73
3.3 Analisi dell'offerta.....	76
3.4 La moda: un concetto complesso e in continua evoluzione.....	80
3.5 La segmentazione del mercato e i fattori distintivi.....	85
3.6 La complessità della filiera.....	88
3.7 L'industria della moda nel settore manifatturiero italiano.....	93

## CAPITOLO IV: LA QUOTAZIONE IN BORSA DEL GRUPPO CUCINELLI S.P.A.

4.1 La struttura del mercato finanziario italiano.....	98
4.2 Motivazioni alla quotazione per i brand di moda di lusso italiani.....	102

4.3 La rilevanza dei requisiti sostanziali alla decisione di quotazione.....	107
4.4 Presentazione del caso aziendale.....	111
4.5 Un'organizzazione peculiare.....	114
4.6 Politiche distributive, esperienza e reti di vendita.....	117
4.7 Brunello Cucinelli entra in Borsa. Motivazioni strategiche e lancio IPO.....	120
4.8 Ipotesi di underpricing del titolo.....	126
4.9 Analisi economico-finanziaria aziendale.....	127
CONCLUSIONI.....	141
BIBLIOGRAFIA.....	144
SITOGRAFIA.....	150

## INTRODUZIONE

L'obiettivo dello studio in essere è analizzare l'*Initial Public Offering* ("IPO"), ossia l'offerta dei titoli azionari di una società che intende quotarsi nel mercato regolamentato, in modo da raccogliere capitale sull'*equity market*. L'analisi è ampiamente descrittiva nei primi capitoli con susseguente connotazione pratica, caso aziendale Brunello Cucinelli. La trattazione approfondisce l'aspetto dell'*underpricing* legato alla quotazione, con l'intento di capire le ragioni che spingono una società a sotto-prezzare i propri titoli. Pertanto partendo dalle teorie esaminate nel corso degli anni su tale fenomeno si cerca di attribuirne una al caso analizzato.

Nel primo capitolo, viene data inizialmente la definizione di IPO, da qui poi viene fatta una classificazione delle IPO – distinzione tra Offerta Pubbliche di Acquisto e Offerte Pubbliche di Sottoscrizione. Gettate le basi, si procede con le motivazioni che spingono una società a quotarsi in un mercato regolamentato e i relativi effetti controproducenti che possono pervenire durante la quotazione. Il capitolo procede spiegando il processo di quotazione: si analizzano innanzitutto i vari soggetti coinvolti: l'*advisor*, il consulente legale, l'*underwriter*, lo *sponsor*, lo *specialist* e via via dicendo in base alla complessità dell'operazione. Definiti i soggetti coinvolti si entra nel vivo del processo, definendo tutte le fasi che una società deve affrontare prima di emettere le proprie azioni. Viene dato un maggior approfondimento ai tre metodi di fissazione del prezzo definitivo di offerta: *Fixed price regime*, *Bookbuilding Approach* e *Auction Method*.

Nel secondo capitolo, l'analisi si sofferma sul fenomeno dell'*underpricing*, fenomeno sempre più diffuso nelle IPO, tant'è che è stato oggetto di numerosi studi. L'obiettivo del capitolo è quello di affrontare tutte le principali teorie incentrate sull'*underpricing*. L'analisi parte da uno studio risalente alla prima metà degli anni Settanta effettuato da Logue. Logue fu uno dei primi a focalizzare l'attenzione sulla notevole mole di denaro perso dalle società che si stavano quotando nel periodo sul mercato americano. Dall'analisi di Logue poi

susseguirono numerosi altri studi/analisi atti ad approfondire il fenomeno in esame. Dai risultati emerse che la perdita di denaro per le società quotate negli anni Settanta è stata stimata in un 19% rispetto alle negoziazioni successive alla quotazione. Percentuale, si può dire confermata, se si estende il periodo anche per gli anni Ottanta in cui la perdita si attestava al 18%. La frequenza con cui il fenomeno si manifestava in quegli anni e si manifesta tuttora ha portato a considerare l'*underpricing* non come un'anomalia, bensì come un andamento normale proposto dal mercato. Da queste considerazioni è scaturita la necessità da parte di molti autori di capire le cause di questo fenomeno. Il capitolo proseguirà dettagliando le varie teorie, di seguito elencate: Teorie basate sulle asimmetrie informative, Teorie istituzionali, Teorie sull'assetto proprietario e Teorie comportamentali.

Il terzo capitolo si può considerare come un'introduzione al caso aziendale che sarà esaminato nel capitolo successivo. Il capitolo in questione sarà diviso sostanzialmente in due parti: (i) studio del settore del lusso e (ii) studio del settore della moda, settori attinenti al mercato di riferimento della società in esame. Quanto al primo punto, inizialmente viene data una definizione di lusso, quindi sostanzialmente che cosa si intende per lusso. Data una definizione più o meno esaustiva di concetto di "lusso", si analizza il comportamento del consumatore, quindi sostanzialmente la domanda del lusso. Sinteticamente si può cennare, che, le caratteristiche del consumatore possono racchiudersi in quattro filoni principali: consumo ostentativo, consumo edonistico, democratizzazione del lusso e *trading up*. Analizzata la domanda si passa ad analizzare l'offerta; nel capitolo si seguiranno alcune linee guida teorizzate da Dubois, Laurent e Czellar volte a identificare un *brand* come *luxury brand*, a cui verranno aggiunte da Chevalier e Mazzalovo altre due caratteristiche, in relazione alla sempre maggiore globalizzazione e velocità di trasmissione delle informazioni. La seconda parte del capitolo, come cennato, farà riferimento al settore moda. Anche qui verrà data una definizione di moda, o meglio più definizioni di moda, in base all'ottica analizzata, per poi passare all'analisi del ciclo di vita del prodotto. Il ciclo di vita di un prodotto nel settore moda si può definire come il lasso temporale che

intercorre dall'introduzione di una moda fino alla sua sostituzione da parte di una moda successiva, e si articola in quattro fasi: (i) introduzione; (ii) crescita o sviluppo; (iii) maturità e (iv) declino o rivitalizzazione. La trattazione segue analizzando la segmentazione dei consumatori in diverse categorie in base a delle caratteristiche distintive e infine la mutazione del settore in seguito alla crisi economico finanziaria del 2008. Il quadro proposto è quello presentato da Bain & Company, in cui al vertice della piramide si trova il lusso, che viene a sua volta suddiviso in: lusso assoluto, aspirazionale e accessibile, fino ad arrivare alla base della piramide in cui si trova il mercato di massa (a basso costo). A conclusione si introduce il concetto di filiera, quindi tutta la serie di imprese che apportano un contributo alla creazione del valore aggiunto di un prodotto finale. Ovviamente tra queste rientrano anche le imprese fornitrici di beni intermedi o servizi essenziali alla trasformazione e vendita del prodotto. È bene sottolineare che la filiera produttiva per l'abbigliamento è estesa e articolata, e pertanto l'integrazione e un buon coordinamento delle diverse componenti della filiera possono garantire un vantaggio competitivo duraturo alla società in questione. Vantaggio di cui gode certamente Brunello Cucinelli, che sarà oggetto di studio nel capitolo successivo.

Il quarto capitolo inizia con una piccola descrizione del mercato finanziario italiano (oggetto di quotazione di Cucinelli) per poi passare ad analizzare le motivazioni che spingono i brand di moda di lusso alla quotazione. Quest'ultimo è senz'altro un argomento molto interessante, basti pensare come le aziende stanno mutando il proprio modello di *business* (dalla centralità della funzione produttiva alla centralità del marchio). Questo nuovo modello di *business* fa leva su alcune scelte strategiche, tra cui, accentramento della distribuzione (*retail* diretto) e internazionalizzazione del *brand*, *target* che possono esser raggiunti mediante una struttura finanziaria solida nonché un *top management* di livello, ed ecco appunto che negli ultimi anni molte società italiane di moda si sono affacciate sull'*equity market*. Entrando nel merito della quotazione di Cucinelli verranno analizzate inizialmente le motivazioni a supporto della quotazione; il capitale sarà utilizzato per favorire la crescita e lo sviluppo del marchio, come si evince dal prospetto informativo presentato in sede di

quotazione. Si parlerà della quotazione e del suo successo, basti pensare che in una sola giornata tutte le azioni sono state vendute al prezzo più della forchetta prevista, ed in particolare si parlerà dell'*underpricing* verificatosi appena conclusa la quotazione. *Underpricing* che sembra rientrare nella categoria delle “Teorie Comportamentali” analizzate nel secondo capitolo. Infine il capitolo si concluderà con un’analisi economico-finanziaria aziendale che suddivide l’andamento azionario del titolo in tre macro aree: (i) una fase di crescita costante del titolo che va dall’IPO a dicembre 2014; (ii) una fase di stabilizzazione che va da gennaio 2015 a dicembre 2016 e (iii) una nuova fase di crescita che si protrae da gennaio 2017 fino a oggi.

## CAPITOLO I

### IL FENOMENO DELLA QUOTAZIONE

#### 1.1 La definizione del fenomeno

Tra le decisioni strategiche che può adottare e mettere in atto un'azienda, soprattutto per ottenere un nuovo canale di finanziamento, c'è sicuramente quella della quotazione di mercato.

È ciò che si sottende con la locuzione anglosassone *Going Public Process*: scelta che apporta sicuramente capitale e liquidità, ma che, come ogni decisione, non ha soltanto aspetti unicamente positivi, in quanto implica anche la modifica dell'assetto proprietario e, eventualmente, anche del controllo della società stessa.

In particolare, la Borsa Italiana S.p.A. ha focalizzato l'attenzione più volte sugli aspetti positivi e negativi delle operazioni di quotazione, sostenendo che le stesse possono considerarsi di grande successo, come anche di potenziale fallimento, qualora non gestite e governate correttamente<sup>1</sup>.

La gestione della quotazione, infatti, deve considerare tanti fattori, tra i quali, quelli già menzionati della modifica dell'assetto societario e del controllo, come anche i cambiamenti che si andranno a delineare in seguito alla quotazione con tutti gli *stakeholders* aziendali. Oltre a questi fattori sicuramente presenti, inoltre, la società deve anche fare i conti sul valore che andrà a configurarsi durante ed in seguito alla quotazione. Quest'ultimo è proprio l'argomento che sarà approfondito in questo primo capitolo, esaminando il processo della quotazione ed i suoi attori e le inefficienze del mercato di capitali nel quale la procedura si svolge, oltre alle scelte predeterminate dalla società ed a come queste influenzano il mercato stesso.

---

<sup>1</sup> BORSA ITALIANA SPA, “*Quotarsi in Borsa. La nuova segmentazione dei mercati di Borsa Italiana*”, Milano, gennaio 2001.

In particolare, l'analisi sarà svolta per comprendere il fenomeno della quotazione in vista del secondo capitolo, nel quale sarà approfondito il fenomeno dell'*underpricing* al momento della quotazione, considerata da alcuni un'anomalia del mercato dei capitali e da altri una mera conseguenza del modello di *pricing* scelto dalla società che intende quotarsi.

In particolare, con il termine anglosassone *underpricing* si intende la differenza positiva tra il prezzo di chiusura registrato al termine della prima giornata di negoziazione del titolo ed il prezzo a cui tale titolo è stato offerto a coloro che investono nel mercato primario<sup>2</sup>.

Sebbene, infatti, non è detto che tale differenza sia positiva, moltissimi studi hanno dimostrato come essa sia praticamente sempre positiva nel caso di strumenti finanziari di prima immissione. Per comprendere la portata del fenomeno, infatti, la maggior parte della letteratura sull'argomento calcola la predetta differenza prendendo a parametro l'*offering price*, ossia il prezzo a cui i titoli vengono collocati ed il *closing price*, ossia la quotazione registrata al momento della chiusura del primo giorno di contrattazione, al netto delle variazioni del relativo indice di Borsa. Tuttavia, finanziariamente parlando, è intuitivo comprendere che si tratta di una sorta di convenzione matematica, in quanto la differenza con il prezzo di collocazione si ha subito all'inizio delle contrattazioni, senza dover attendere il prezzo registrato al termine della prima giornata. Pertanto, si potrebbe calcolare anche la differenza tra l'*offering price*, determinato in sede di IPO e l'*opening price*, ossia il prezzo che si determina all'apertura delle contrattazioni di Borsa, differenza anche nota come *offer to opening return*<sup>3</sup>.

Nel prosieguo del presente approfondimento e, in particolare, nel secondo capitolo, il *focus* sarà sul concetto di magnitudo dell'*underpricing*, ossia degli effetti che esso comporta nella società che viene quotata, siano essi positivi che negativi. L'immagine evocata dal termine è quella di un vero e proprio terremoto, che dipende molto dalla portata ed ampiezza della quotazione, in relazione al capitale che si intende introitare con la quotazione stessa rispetto alla vecchia proprietà azionaria. Tuttavia, molte teorie approfondite meglio in seguito, pur nelle

---

<sup>2</sup> FAZIOLI R., "Economia delle public utilities", Webster, Padova, 2013.

<sup>3</sup> BARRY B.C., JENNINGS R.H., "The opening price performance of Initial Public Offerings of Commons stocks", in *Financial Management*, 22, 1993, pp. 54-63.

loro differenze interpretative, sono concordi nel sostenere che non si tratta di un fenomeno alla portata di tutte le società, per gli impatti finanziari, economici e persino geo-politici che comporta, soprattutto per le imprese più deboli.

Il presente approfondimento, infatti, è volto a comprendere proprio le ragioni che spingono le società a decidere di sotto-prezzare i propri titoli ed a spingere le società a perdere parte dei loro ipotetici profitti, emettendo azioni di valore inferiore al *fair value*, in un mercato che si considera perfetto ed efficiente.

Tale scelta di perdita è individuata dalla letteratura anglosassone con la locuzione “*to leave the money on the table*”, stando ad indicare con una sorta di similitudine la possibilità di lasciare i soldi su un tavolo in modo che chi passi e li veda sia attratto dal prenderli. Mai locuzione è risultata più indicativa rispetto a quello che accade nel fenomeno in esame, dato che, nonostante alcuni pareri non concordi, il fenomeno stesso non si classifica come una inefficienza del mercato, quanto piuttosto come una scelta deliberatamente presa, in modo da incrementare il numero delle azioni acquistate e contrattate sul mercato, in modo che il loro prezzo salga, ottenendo un *initial positive return*<sup>4</sup>.

Pertanto, il fenomeno dell’*underpricing* non è un’anomalia di per sé, sebbene nella sua conformazioni alcune anomalie si incontrano, individuate da altrettante locuzioni anglosassoni: *Hot-cold issue market* e *long run underperformance*<sup>5</sup>.

Si tratta di fenomeni ciclici individuati grazie ad uno studio di osservazione su larga scala delle IPO registrate in tutto il mondo. In particolare, il primo sta ad indicare il fatto che ci sono momenti in cui le IPO, sia in termini assoluti di operazioni concluse, sia in termini di fenomeni di *underpricing* rilevati, sono molto numerose e momenti in cui, al contrario, si registra una sorta di calma piatta. Nei periodi in cui si verificano numerose IPO, infatti, queste fanno anche registrare livelli di *underpricing* superiori ai valori medi. La seconda anomalia, invece, riguarda il fatto che i titoli neo quotati, nel lungo termine, tendono a far registrare andamenti di *performance* inferiori a quelli del relativo indice di mercato, o, in altri

---

<sup>4</sup> ROMANO G., “*Strategie aziendali e quotazione in borsa*”, Giuffrè, Milano, 2012, pp. 95 e ss.

<sup>5</sup> IBBOTSON R.G., “*Price performance of Common Stock New Issue*”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, 3, 1975, pp. 235-272.

termini, in un arco temporale di lunga gittata, il rendimento medio del titolo risulta inferiore all'andamento medio del mercato.

Non è stato semplice dimostrare la presenza nel mercato di queste due particolari anomalie, in quanto, mentre il valore e gli effetti dell'*underpricing* possono essere calcolati come differenziale in un arco temporale quasi immediato, per esaminare l'andamento ciclico dei fenomeni appena descritti occorre una quantità elevata di rilevazioni ed osservazioni un lungo arco temporale.

Tuttavia, avere contezza della presenza di questi fenomeni ed anomalie del mercato finanziario è molto importante, in quanto dietro a tali fenomeni si possono nascondere opportunità di arbitraggi, che, secondo la teoria economica del mercato perfetto, non dovrebbero essere possibili.

Se si considera, infatti, che titoli inizialmente sotto-prezzati in sede di IPO, poi acquistano immediatamente un valore più elevato, anche al termine o durante il primo giorno di contrattazioni borsistiche, mentre, nel lungo periodo tenderanno a contrarre il proprio rendimento per effetto del riposizionamento del mercato, un operatore che volesse massimizzare i propri guadagni, dovrebbe acquistare i titoli in sede di quotazione, per poi rivenderli quasi immediatamente, prima che il mercato si riposizioni naturalmente iniziando a far diminuire il valore ed il rendimento degli stessi<sup>6</sup>.

Questa pratica di arbitraggio esiste veramente e prende nomi diversi in funzione del luogo geografico in cui ci si trovi: ad esempio, nel Regno Unito prende il nome di *staggering*, mentre in America viene denominata *flipping*<sup>7</sup>.

Tali fenomeni si possono riscontrare, come detto, esaminando una grande quantità di dati relativi alle IPO avvenute in diversi Paesi del mondo, sebbene ognuno di questi Paesi abbia una propria specifica normativa in materia di quotazioni. Tuttavia, l'analisi che è stata svolta soprattutto nel lasso temporale che va dagli anni Settanta a quelli Novanta, è stata molto standardizzata, appiattita, sul modello statunitense, dato che è proprio in America che si è diffusa la pratica dei fenomeni in questione.

---

<sup>6</sup> LOMBARDO S., "Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni", Giuffrè, Milano, 2011, p. 46.

<sup>7</sup> AA. VV., "Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore, Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto", Franco Angeli, Milano, 2013.

La predetta standardizzazione, sebbene da un lato positiva, come inquadramento dei fenomeni, ha comportato anche alcuni lati negativi, tra i quali principalmente il fatto che i modelli esaminati e le conclusioni a cui i studiosi sono giunti ha fatto sì che non tutte le teorie possano essere globalmente applicate, proprio a causa della mancanza di una visione internazionale<sup>8</sup>.

L'acronimo IPO sta per *Initial Public Offering* e rappresenta l'offerta dei propri titoli azionari effettuata per la prima volta da un'impresa che intende quotarsi nel mercato regolamentato, in modo da raccogliere capitale sull'*equity market*.

Lombardo, in particolare, definisce l'offerta pubblica iniziale come “*la procedura tramite la quale le azioni vengono quotate sul mercato regolamentato primario al fine della loro negoziazione sul mercato regolamentato secondario*”<sup>9</sup>.

Entrambi i mercati, infatti, sia primario che secondario, sono regolamentati, ma il primo è il luogo nel quale si realizzano le contrattazioni dei titoli azionari delle società che si quotano e scambiano i propri strumenti finanziari per la prima volta in assoluto, mentre il secondo realizza le contrattazioni di titoli di aziende già precedentemente quotate.

A tal proposito, pertanto, è utile effettuare una appropriata distinzione, al fine di evitare confusioni terminologiche. La prima quotazione, o offerta primaria, può riguardare anche la vendita di azioni di vecchi soci che intendono dismettere le proprie proprietà azionarie attraverso la quotazione nel mercato primario della parte di capitale sociale da questi detenuta. Questa operazione, rientrando a pieno titolo nelle IPO, non va confusa con quella individuata con l'acronimo SEO, *Seasoned Equity Offering* o *Seasoned Public Offering* come può essere anche chiamata l'offerta secondaria, costituita dall'emissione successiva di una società già quotata, per la quale non si verificano le condizioni di incertezza tipiche delle prime quotazioni, per le quali non esiste un pregresso prezzo di mercato, con il suo andamento e le nozioni sul valore del capitale sociale<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> LJUNGVIST A., JENKINSON T., WILHELM W., “*Global integration in primary equity markets: the role of U.S. banks and U.S. investors*”, in *Review of Financial Studies*, 16, 2003, pp. 63-99.

<sup>9</sup> LOMBARDO S., “*Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*”, Giuffrè, Milano, 2011, p. 20.

<sup>10</sup> AA. VV., “*Istituzioni e mercati finanziari*”, Pearson, Bologna, 2007, pp. 622-629.

La confusione, infatti, si può generare a causa delle diverse tipologie di IPO presenti nel mercato, che possono essere Offerte Pubbliche di Sottoscrizione o OPS, Offerte Pubbliche di Vendita, o OPV o offerte miste tra queste due fattispecie. In particolare, la differenza tra queste fattispecie di offerte primarie sta nel fatto che nelle prime si realizza un vero e proprio incremento del capitale sociale, in quanto la società emette nel mercato nuovi titoli azionari sui quali i vecchi soci non hanno esercitato il diritto di opzione, lasciandone l'acquisto a nuovi soci dell'impresa; caso nel quale tutti i guadagni ottenuti con la vendita dei nuovi titoli vanno integralmente ad incrementare il capitale sociale già esistente. Nel caso delle Offerte Pubbliche di Vendita, invece, le contrattazioni non generano un incremento di capitale immediato dell'impresa, in quanto avvengono su titoli azionari già esistenti e di proprietà, come cennato, di vecchi soci che intendono uscire dalla compagine sociale o dismettere una parte dei propri *asset* proprietari. Anche in questo caso, a differenza delle operazioni SEO, le contrattazioni avvengono nel mercato primario, in quanto la società non è mai stata precedentemente quotata, ma i guadagni della vendita non incrementano il capitale sociale, ma ne cambiano soltanto la composizione proprietaria, andando ai vecchi soci che hanno messo in contrattazione tutti o parte dei propri titoli azionari<sup>11</sup>.

Diversi studi sia di autori specializzati nel settore<sup>12</sup>, sia di istituzioni come la Borsa Italiana<sup>13</sup> o il London Stock Exchange<sup>14</sup>, hanno dimostrato sia benefici che svantaggi derivanti dal processo di quotazione di un'impresa.

Tra i vantaggi è stata già menzionata l'acquisizione di una ingente quantità di capitale, che, oltretutto, è capitale di rischio e non di debito, come nel caso delle obbligazioni e, pertanto, ha un rendimento legato alle sorti finanziarie della società. Grazie a questa iniezione di capitale, l'impresa potrà potenziarsi, divenendo più solida e articolata e, volendo, riducendo la propria dipendenza dai finanziamenti bancari.

---

<sup>11</sup> AA.VV., *“Dalla strategia al piano. Elementi informativi e di supporto”*, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 282-286.

<sup>12</sup> MYERS S.C., *“The capital structure puzzle, in Journal of Finance”*, 39 (3), 1984, pp. 575-592.

<sup>13</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), *“Guida alla quotazione”*, 2001.

<sup>14</sup> [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com), *“A practical guide to listing”*, 2002.

A seguire, nella lista dei benefici, troviamo sicuramente il rafforzamento dell'immagine sociale, in quanto la quotazione e, in particolare, il complesso percorso che l'impresa deve affrontare per arrivare alla quotazione è molto complesso e prevede anche l'obbligo di rendere pubblici alcuni documenti, oltre a far revisionare i propri bilanci da Organismi di *audit* appositamente previsti dalla normativa. L'assolvimento di questi obblighi conferisce alla società una qualifica di trasparenza e solidità anche agli occhi degli investitori e potrebbe far godere all'azienda anche un migliore *standing* creditizio, ossia un costo minore per l'accesso ai finanziamenti bancari.

Anche gli azionisti possono guadagnare dal processo di quotazione e non soltanto nel momento della stessa, ma anche in quanto beneficeranno di un'azienda e di una gestione maggiormente strutturata, più pronta ad ottenere un migliore vantaggio competitivo, oltre a rappresentare anche, sempre i vecchi azionisti, una via di uscita, in quanto, grazie alla quotazione, quote di proprietà che prima erano legate unicamente al valore aziendale, ora assumono un prezzo e possono essere scambiate su un mercato regolamentato, nel quale sicuramente poter essere vendute ad un maggior numero di potenziali acquirenti.

L'ingresso nel mercato regolamentato, inoltre, potrebbe attirare anche *manager* e personale dirigenziale maggiormente qualificato, il quale, a sua volta, potrebbe anche essere remunerato con piani di *stock option*, legandone la fedeltà operativa al futuro dell'azienda, in quanto, migliore sarà la loro efficienza professionale, maggiore sarà il profitto aziendale ed il valore delle azioni e, quindi, maggiore sarà anche la loro remunerazione. Questa opportunità, in particolare, è rilevante in quanto consentirebbe di riavvicinare le finalità della proprietà a quelle del controllo, soprattutto in aziende di grandi dimensioni, ove queste finalità non collimano affatto in modo naturale.

La quotazione, infine, conferisce forza e solidità all'azienda anche nei confronti dei fornitori e dei clienti, oltre ad avere, in determinati Stati, tra i quali l'Italia, anche positivi risvolti economici, grazie a quello che nel nostro Paese è noto come *Super dual income tax*, ossia l'abbattimento temporaneo, per i primi tre anni dalla quotazione, dell'aliquota fiscale.

I benefici appena descritti, tuttavia, hanno anche risvolti poco piacevoli per l'azienda che decide di quotarsi. Ad esempio, l'incremento del capitale e la via d'uscita dei vecchi azionisti che hanno un mercato nel quale scambiare le proprie azioni, sconta la sottomissione della redditività della società proprio agli andamenti del mercato, ossia alle attività di speculazione ed alla fluttuazione che lo stesso spesso registra, del tutto indipendenti alla capacità di gestione dell'azienda quotata, la quale, quindi, viene sottoposta ad eventi esogeni alla propria gestione, tra l'altro, con un mutato assetto proprietario, nel quale il nuovo capitale può aver modificato gli equilibri esistenti tra i vecchi azionisti, molto importanti soprattutto per i fatti straordinari di gestione. La perdita di controllo e la diluizione della proprietà potrebbero lasciare campo libero ai manager che potrebbero, a loro volta, mettere in atto strategie che portino maggiore liquidità immediata alla società, attuando strategie ottime nel breve periodo, ma, magari del tutto dannose in lungo arco temporale.

Inoltre, le attività speculative del mercato appena menzionate, potrebbero anche essere facilitate dall'obbligo della società quotata di divulgare - inizialmente, al momento della quotazione e successivamente, per mantenere lo status di quotata - informazioni contabili, finanziarie e di controllo della conformità normativa o *compliance*. Un meccanismo di *disclosure* e perdita della *privacy* che, tra l'altro, per essere correttamente attuato porta via risorse sia umane che finanziarie alla società, che sarebbero potute essere direttamente investite nella produzione aziendale.

Uno dei fattori altamente negativi nel momento della quotazione e nella gestione futura di un'azienda quotata, infatti, è proprio la necessità di sostenere elevati livelli di costi relativi, appunto, alle attività necessarie, sia interne, che esterne all'azienda, come il pagamento delle società che si occuperanno della certificazione dei bilanci sociali. Si tratta, infatti, di costi diretti, come quelli menzionati, nonché come le retribuzioni di tutti coloro che, dipendenti aziendali, distoglieranno la propria attenzione dalle attività ordinarie, per dedicare il proprio tempo alla fase della quotazione, ma anche indiretti, come quelli legati all'*underpricing*, che sarà oggetto di analisi nel secondo capitolo del presente lavoro.

Alcuni sono costi fissi e, pertanto, come nel caso dei costi di *audit e marketing* presentano enormi economie di scala e possono essere facilmente quantificati ed ammortizzati, altri, come quelli legati al personale o al fenomeno di che trattasi, sono anche di difficile quantificazione.

## 1.2 Il processo di quotazione

Il processo di quotazione è un processo molto complesso. Nel presente paragrafo si cercherà di analizzare le varie fasi di questo processo e gli attori che ne restano coinvolti, in modo da comprendere quali siano le principali difficoltà che possono determinare il successo o il fallimento di un'impresa dopo la sua quotazione.

Si tratta, infatti, di un processo a più fasi o *steps* volti ad identificare i passaggi della catena di creazione del valore, in quanto è proprio quest'ultimo l'obiettivo di una società che si intende quotare nel mercato regolamentato: accrescere il proprio valore, facendo fruttare il capitale acquisito con l'operazione.

Nel paragrafo precedente si è vista la necessità di una notevole preparazione, che comporta sia sacrifici economici, finanziari che in termini di personale da dedicare alle diverse fasi del processo. Per questo motivo, dalla letteratura il processo di quotazione è definito *time-consuming*<sup>15</sup>.

Un'azienda, per poter entrare nel mercato regolamentato, infatti, deve possedere una serie di requisiti e superare, quindi, una serie di controlli, sia interni che esterni alla sua struttura, subendo un contestuale processo di professionalizzazione. Infatti, tra le principali attività propedeutiche alla quotazione, si annovera la ristrutturazione dell'organizzazione aziendale, in modo che la sua struttura divenga potenzialmente competitiva nei mercati borsistici: opera di riorganizzazione che, usualmente, spetta al *senior management*. Inoltre, si deve dotare di un efficiente sistema di controllo contabile, in modo da poter prontamente

---

<sup>15</sup> DRAHO J., "The IPO decision. Why and How companies go public", Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2004.

fornire a tutti coloro che ne sono interessati, legalmente o personalmente, i documenti contabili e tutte le certificazioni necessarie per dimostrare il proprio stato di solidità.

Inoltre, data la necessaria partecipazione di diverse tipologie di dipendenti al processo, questo dovrà anche prevedere sistemi di incentivazione in modo da garantirsi la massima fidelizzazione e professionalità da essi, sia in termini lavorativi, di massima efficienza del proprio lavoro, sia in termini di mantenimento della *privacy* aziendale, già messa a dura prova dai documenti obbligatori che si devono produrre, per evitare attività speculative, oltre a quelle naturalmente presenti nel mercato.

Infine, è fondamentale che l'azienda assuma e formi professionisti in grado di affrontare il processo di quotazione, magari preferendo coloro che hanno già avuto esperienze in *Going Public*. Data la complessità del processo, l'azienda non opera mai da sola, unicamente con i propri professionisti, ma coinvolge nel procedimento tutta una serie di altri attori protagonisti che possono aiutare il management nelle principali decisioni strategiche. Le figure principali in questo procedimento sono denominate in gergo tecnico *advisor*<sup>16</sup>. Tra questi, i più importanti e ricorrenti sono sicuramente l'*advisor*, il consulente legale e l'*underwriter*. Il primo si occupa della verifica della veridicità e dell'attendibilità delle informazioni finanziarie veicolate dall'azienda nella fase della quotazione e nelle periodiche e ricorrenti certificazioni successive dello stato di quotata. Il secondo, il consulente legale, guida il management aziendale lungo tutto il processo di quotazione, mentre l'ultimo si occupa del collocamento dei titoli della società nell'IPO<sup>17</sup>. In particolare, si tratta usualmente di un istituto di credito, ossia di una banca d'investimento o di un consulente finanziario, che dirige la fase del piazzamento dei titoli di prima emissione a diversi investitori di varie tipologie, sia istituzionali, che *retail*. Tale figura, infatti, si occupa della predisposizione di un progetto in grado di far comprendere la fattibilità dell'operazione, indicando anche, quindi, la quantità e la tipologia di azioni che intende emettere, legando il proprio

---

<sup>16</sup> AMOROSINO S., "Manuale di diritto del mercato finanziario", Giuffrè, Milano, 2008, pp. 252 e ss.

<sup>17</sup> MAZZOLENI A., "Il finanziamento all'impresa. La scelta tra debito e capitale", Franco Angeli, Milano, 2016.

compenso al successo della quotazione. Quest'ultimo, pertanto, rientrerà tra i costi diretti che l'azienda andrà a sostenere nel processo di quotazione. L'*underwriter* è appellato anche con altre locuzioni anglosassoni dalla letteratura, tra le quali *lead manager o lead underwriter*<sup>18</sup>. Inoltre, lo stesso attore può diventare anche *global coordinator*, nel momento in cui l'azienda decida di quotarsi in diversi mercati regolamentati, indipendentemente dalla nazionalità della propria sede imprenditoriale. A questi tre attori principali si possono affiancare anche altre figure specializzate, come lo *sponsor*, i *brokers* e lo *specialist*<sup>19</sup>.

Lo *sponsor* è impersonato da una SIM o da una banca e fornisce un supporto tecnico specifico alla società per tutta la durata del processo di quotazione, occupandosi sostanzialmente dalla promozione dell'operazione presso gli investitori, in modo che questi possano venirne a conoscenza e possano apprezzarla, decidendo di investire i propri capitali nei nuovi titoli azionari piazzati nel mercato, sebbene l'allocatione vera e propria delle azioni presso gli acquirenti è compito dei *brokers*.

Lo *sponsor* può rivestire anche il ruolo dello *specialist*, ossia dell'intermediario finanziario impegnato nell'assicurare liquidità al titolo una volta quotato, garantendo un efficiente meccanismo di formazione dei prezzi e direzionando anche contestualmente l'attenzione degli investitori verso i prezzi maggiormente efficienti<sup>20</sup>.

Data l'importanza dei menzionati attori ed, in particolare, dell'*underwriter*, esistono anche graduatorie relative alle prestazioni ed all'affidabilità dell'attività delle varie banche di investimento.

1° posto: **JP Morgan**

2° posto: **Citi**

---

<sup>18</sup> GIUDICI P., "La responsabilità civile nel mercato nel diritto dei mercati finanziari", Giuffrè, Milano, 2008.

<sup>19</sup> LEGGIERI G., "Regole, funzionamento e controllo dei mercati", Giuffrè", Milano, 2010, pp. 85 e ss.

<sup>20</sup> MELES A., "Private equity e sviluppo dell'impresa. Analisi teorica e indagini empiriche", Franco Angeli, Milano, 2013, pp. 105 e ss.

3° posto: **Goldman Sachs**

4° posto: **Bank of America Merrill Lynch**

5° posto: **Morgan Stanley**

Questa appena proposta è la classifica, valida ai primi mesi del corrente anno 2017, edita da Money.it<sup>21</sup>.

La scelta dell'*underwriter* è una fase molto delicata del processo di quotazione e nel prosieguo della trattazione ne saranno comprese meglio le motivazioni. Tuttavia, tale selezione viene denominata nel gergo tecnico *beauty contest o bake off*, anche in considerazione del fatto che viene operata mediante l'esame di una presentazione delle società che intendono partecipare, nella quale viene esposto il profilo societario, le esperienze pregresse nelle attività di sottoscrizione ed i risultati conseguiti, in modo da enfatizzare i punti di forza che possano convincere l'azienda emittente.

L'*underwriter* è anche detto *bookrunner*, in quanto è colui che sceglie le tipologie di azioni da sottoporre ad offerta stilando un piano di guadagni attesi per ciascun tipo di titolo quotato, come se redigesse una sorta di "libro", per così dire, dell'offerta stessa. Inoltre, l'attività di selezione di queste tipologie di titoli è molto importante per l'operatore, in quanto lo stesso tratterrà i guadagni derivanti dall'operazione di collocamento, per poi suddividerli, in un secondo momento, tra gli eventuali altri attori del processo che lo hanno supportato nelle operazioni<sup>22</sup>. In buona sostanza, l'*underwriter* dovrà impostare il processo di quotazione già a partire dalle prime fasi, facendosi anche carico, in sede di sottoscrizione, di tutti o di alcuni dei rischi associati all'operazione di collocamento dei titoli, in quanto la conclusione di un'operazione di quotazione senza il collocamento di tutti o di gran parte dei titoli previsti sarà considerato un fallimento della sua attività, con conseguenti risvolti molto negativi in termini di professionalità percepita dagli operatori del settore e dalle aziende nei suoi confronti.

---

<sup>21</sup> www.Money.it, "Migliori banche di investimento al mondo: la classifica che affossa le europee", 22/03/2017.

<sup>22</sup> AMATO A., "Finanza e regolazione nel settore idrico", 2011.

È anche importante sottolineare che non sempre la fase di distribuzione dei titoli si traduce in un mero adempimento degli ordini ricevuti, quanto, piuttosto, in genere, si tramuta in una vera e propria attività di *marketing* presso gli investitori; motivo per cui è altrettanto importante che la banca d'investimento che assume il ruolo di che trattasi possa contare anche su una vasta rete distributiva con elevate capacità commerciali.

In funzione di quest'ultima considerazione, infatti, è anche rilevante sottolineare come spesso il ruolo del *bookrunner* viene ricoperto da un consorzio di collocamento, detto anche sindacato, ossia da un insieme di intermediari specializzati atti ad affiancare l'*underwriter* nelle sue funzioni, sebbene le responsabilità resteranno comunque in capo a quest'ultimo e non saranno ripartite anche agli altri componenti del consorzio. Ciò in quanto, comunque, nonostante l'appoggio di questi operatori, la definizione dell'accordo con la società da quotare, la determinazione del prezzo di offerta e l'attività di stabilizzazione di detto prezzo nella fase successiva all'IPO restano in capo all'*underwriter*<sup>23</sup>.

In effetti, agli operatori del consorzio, spetta l'attività di massimizzazione del profitto dato dall'operazione di quotazione ed anche la sua remunerazione dipenderà percentualmente proprio dalla quantità di profitto realmente conseguito, con una modalità di calcolo nota con la locuzione anglosassone di *gross fee o gross spread*. Ammontare di concessione che resta a carico della società quotata e che si suddivide in tre componenti: *selling concession, underwriting fee e management fee*<sup>24</sup>.

Essendo per la società emittente un costo diretto, l'entità di tale onere varia in funzione della responsabilità che incombe sugli operatori del consorzio, tanto che si possono annoverare tre fattispecie di sindacato: quelli di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo delle azioni, quelli di semplice collocamento o tipologie miste tra le due appena elencate.

In particolare - sebbene il nome che le individua è già esplicativo delle differenze - la prima tipologia, nota anche come *firm commitment syndacate*, prevede che il rischio dell'operazione sia a carico del consorzio, in quanto questo

---

<sup>23</sup> IOSIO C., "IPO per le PMI italiane", IPSOA, Wolters Kluwer, Milano, 2011, pp. 219 e ss.

<sup>24</sup> CURI C., "Valuing Financial Conglomerates", Franco Angeli, Milano, 2017, p. 71.

si impegna giuridicamente con la società emittente ad acquistare i suoi titoli ad un prezzo determinato a priori, prima dell'inizio delle negoziazioni, per una remunerazione che, secondo gli studi di ricerca effettuati, si aggira intorno al sette per cento dell'ammontare finale dell'IPO<sup>25</sup>.

La seconda tipologia di consorzio, invece, nota anche come *best effort syndacate*, prevede un rischio molto inferiore per la struttura consorziata, in quanto questa si limita alla vendita delle azioni per conto della società quotata. In questo caso, data la scarsità del rischio, la remunerazione è legata soltanto all'attività di smistamento dei titoli e sarà pattuita con l'*underwriter*, tanto che il nome inglese del consorzio deriva proprio dall'idea del "fare del proprio meglio" per la collocazione dei titoli<sup>26</sup>.

In particolare, vale la pena specificare anche che i processi che vedono coinvolti questi ultimi tipi di consorzi, hanno anche la peculiarità di vedere ritirato definitivamente l'invenduto in termini di titoli, per i quali, quindi, non si procede ad una seconda procedura di collocamento, nel caso la prima non abbia avuto successo, finanche a rinunciare alla quotazione nel caso di totale fallimento, sebbene ciò comporti anche la perdita della remunerazione da parte degli operatori consorziati.

Infine, la terza tipologia di sindacato è quella ibrida tra le due appena esaminate, noto anche come consorzio di garanzia o *strict underwriting*, i quali si trovano a dover acquistare la parte residuale dei titoli emessi, dopo il loro collocamento sul mercato, fornendo, quindi, la garanzia del totale successo dell'operazione di quotazione alla società emittente<sup>27</sup>.

Esaminati gli attori del processo di quotazione, è opportuno approfondire anche le fasi di tale procedimento che seguono alla scelta dell'*underwriter*. La prima di queste è la raccolta di informazioni o *information gathering* ad opera della banca di investimento, sia in relazione alla necessità di assolvere gli obblighi di *due diligence*, sia per la verifica dell'esattezza, veridicità e trasparenza dei dati necessari

---

<sup>25</sup> CHEN H.R., RITTER J.R., "The seven percent solution", in *Journal of finance*, n. 55 (3), 2000, pp. 1105-1132.

<sup>26</sup> LAZZARI V., GERANIO M., "Il mercato delle Initial Public Offering nell'Europa continentale", in *Quaderni di ricerche*, n. 32, 2003.

<sup>27</sup> MANDELKER G., RAVIV. A., "Investment Banking: ad Economic Analysis of Optimal Underwriting Contracts", in *Journal of Finance*, n. 32 (3), 1977, pp. 683-694.

alla redazione del prospetto informativo, tra i quali, proprio il prezzo di offerta delle azioni che risulterà al momento della quotazione.

Oltre a tali obblighi di legge, la fase della ricerca delle informazioni spesso è connotata anche da un'attività di *pre-marketing*, ossia di un insieme di attività finalizzate a catturare l'attenzione degli investitori potenziali sull'offerta che sarà fatta, dato che è proprio in questa fase conoscitiva che tali investitori possono esprimere le proprie perplessità e la loro decisione di acquisto sarà dettata dalla capacità degli operatori del consorzio di fugare tutti gli eventuali dubbi esposti. Tale attività propedeutica è anche espletata mediante la raccolta delle prime impressioni degli investitori, in modo da avere maggiori elementi di valutazione circa il prezzo delle azioni che gli stessi sarebbero disposti a pagare, in relazione alla percezione del valore dei titoli offerti.

Ancora siamo in un momento intermedio del processo in cui il prospetto informativo si deve ancora considerare preliminare, ossia non definitivo, quest'ultimo sarà reso noto nella cosiddetta *data room*, ossia nella medesima area virtuale nella quale sono pubblicati anche i dati fiscali, legali e finanziari per assolvere agli obblighi di *due diligence*.

La seconda fase del processo di quotazione è, quindi, la vera e propria fase *marketing*, ossia la fase di reale sponsorizzazione dell'offerta pubblica di acquisto presso gli investitori, che si può concretizzare come *roads shows*, ossia mediante presentazioni e *meeting* nei quali spiegare le caratteristiche tecniche delle operazioni di quotazioni che si andranno a realizzare. In questi incontri si possono anche raccogliere una sorta di prenotazione di acquisto delle azioni oggetto di IPO, sebbene non si tratti di offerte giuridicamente vincolanti, ma soltanto di un'indicazione per la società emittente sulla quantità di capitale che potrà raccogliere con la quotazione dei propri titoli azionari.

Una volta formatasi un'idea sulla quantità di azioni vendibili, sulla tipologia di investitori che si sono dichiarati disposti all'acquisto, si può avere anche un'idea molto più chiara del prezzo a cui gli stessi saranno disposti ad effettuare realmente gli acquisti individuati, in modo da determinare il definitivo prezzo di offerta o *offering price* da portare nel mercato primario.

Una volta determinato il prezzo, quindi, sarà anche possibile stendere il prospetto informativo definitivo, grazie all'ausilio di consulenti legali e finanziari, sebbene tali consulenze saranno un'ulteriore voce di costo per la società quotata. Il prospetto, tuttavia, dovrà anche contenere i dati rilevanti della situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'azienda che si va a quotare ed il tutto deve essere sottoposto al vaglio dell'Autorità di Vigilanza presente nel mercato primario che si è scelto per la quotazione. Ad esempio, nel nostro Paese il compito dell'Autorità di vigilanza è espletato dalla Consob, mentre in America esiste il SEC<sup>28</sup>. Questa terza fase del processo di quotazione, ci sono tutta una serie di altre attività contestuali che possono essere implementate per garantire il successo dell'operazione di quotazione. Tra queste alcune sono previste dalle norme che regolano le attività di quotazione, come la presentazione, unitamente al prospetto informativo all'Autorità di vigilanza, anche della specifica domanda di ammissione alla quotazione, sempre alla medesima autorità, con l'indicazione esplicita del mercato di riferimento prescelto per la formulazione dell'offerta. Inoltre, è buona norma allegare al prospetto informativo anche un *business plan*, come quello richiesto dalla Borsa Italiana S.p.A, nel quale venga delineato l'operato dei manager della società, in modo che, durante la quotazione ed anche in seguito ad essa, si possa verificare il loro grado di raggiungimento degli obiettivi preventivati. In particolare, la nostra Borsa prevede anche che alla domanda di quotazione al Mercato Telematico Azionario sia allegata un documento con l'indicazione del settore di appartenenza della società, dei suoi *stakeholders* ed i dettagli dell'operazione di quotazione, noto con l'acronimo QMAT, che sta per *Quotation Management Admission Test*<sup>29</sup>.

Per valutare l'effettivo successo delle operazioni di quotazione, infatti, occorrerà attendere il passaggio dal mercato primario a quello secondario, nel quale il titolo subirà le modifiche del proprio valore in funzione delle fluttuazioni che saranno in esso registrato.

---

<sup>28</sup> ATTANASIO F., "Prospetto informativo e responsabilità della Consob", Edizioni Scientifiche Italiane, Salerno, 2010.

<sup>29</sup> BONACCHI M., "Aziende multi-utility e misurazione delle prestazioni", Franco Angeli, Milano, 2005, p. 190.

Questa fase è nota come post IPO ed è il momento in cui inizia il *trading* vero e proprio nei listini ufficiali oltre ad essere la fase in cui si deve procedere alla stabilizzazione del prezzo azionario nell'*aftermarket* per un lasso temporale generalmente limitato, in modo da ovviare ad un'eccessiva fluttuazione.

Si possono individuare, infatti, tre forme di stabilizzazione: *stabilizing o pure stabilization, syndacate covering transaction o short covering e penalty bid* in funzione delle attività messe a disposizione dalla tipologia di consorzio prescelta e dal grado di rischio che gli operatori dello stesso si sono accollati<sup>30</sup>.

Si possono, infatti, verificare due distinti ed opposti scenari, in cui, in uno, il valore di mercato dei titoli scenda sotto la quota dell'*issue value*, mentre, nell'altro, al contrario, salga sopra tale apprezzamento. Nel primo caso, in particolare, verificatosi l'*overpricing*, l'attività di stabilizzazione prevede che l'*underwriter* copra la propria posizione acquistando direttamente nel mercato ad un prezzo inferiore, rivendendo, successivamente, al prezzo maggiore prefissato, mentre, nel secondo caso, verificatosi l'*underpricing*, provvederà ad una maggiore offerta dei titoli esercitando l'*overallocation*, in modo che, a parità di domanda, il prezzo scenda ad un livello maggiormente accettabile in funzione delle valutazioni del mercato di riferimento. L'esercizio di questa ultima opzione è reso possibile grazie ad un'opportunità prevista nel contratto redatto tra l'operatore e la società emittente che rende possibile al primo acquistare azioni in più, fino ad un massimo del 15%, al prezzo di emissione in un arco temporale massimo di trenta giorni dall'IPO. Si tratta dell'opzione nota come *greenshoe option*, così denominata dalla prima impresa che ha utilizzato tale meccanismo nel 1963 in sede di IPO, che si chiamava, appunto, *Green Shoe Manufacturing Company*<sup>31</sup>.

Si tratta di un meccanismo che sicuramente crea incertezza sul valore monetario effettivo desumibile dall'IPO, ma che consente di conseguire un equilibrio sostenibile tra domanda ed offerta in modo graduale, stabilizzando il valore dei titoli intorno al loro *fair price*. La temporalità massima dell'esercizio dell'opzione spiega anche la naturale temporaneità delle operazioni di stabilizzazione.

---

<sup>30</sup> LOMBARDO S., "Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni," Giuffrè, Milano, 2011, pp. 34 e ss.

<sup>31</sup> PANZARINI E., "Il contratto di opzione", Vol. I, Giuffrè, Milano, 2007.

### 1.3 Pricing and allocation

Si è visto nel paragrafo precedente la delicatezza dell'operazione di definizione di un prezzo di offerta delle azioni, dato che proprio da esso deriva il successo della quotazione e, conseguentemente, il capitale a disposizione della società quotata, nonché la valutazione della professionalità ed il guadagno degli operatori che contribuiscono al processo di quotazione.

Dalle considerazioni appena riepilogate, quindi, è comprensibile desumere che gli interessi legati alla fissazione di un determinato livello di prezzo sono tra loro anche contrastanti, in quanto, nel caso in cui questo sia troppo basso, sicuramente la collocazione sarà garantita, ma la società quotata otterrà meno capitale in seguito alla quotazione ed anche gli operatori coinvolti avranno un riscontro minore, sia in termini di remunerazione che di ritorno di considerazione di professionalità. La società, in particolare, dovrà subire una maggiore diluizione della proprietà senza ottenere in cambio la quota di capitale sperata. D'altra parte, un prezzo troppo alto, sebbene fissato per tutelare gli interessi primari della società emittente, potrebbe, al contrario, rivelarsi ad essa dannoso, portando alla registrazione di una quota di titoli invenduti, se non, come accennato in precedenza, alla possibilità di rinunciare persino alla quotazione. Ovvio è che trovare un equilibrio tra i due scenari appena palesati non è affatto agevole per due ordini di motivazioni sostanziali: *in primis*, non è pensabile governare e prevedere tutte le forze e gli andamenti del mercato in un determinato momento e, a seguire, non ci sono dati storici da poter esaminare per la fissazione del prezzo, in quanto si tratta della prima operazione di quotazione di una società.

Esistono, tuttavia, diversi metodi, basati su studi matematici ed empirici, per addivenire alla fissazione del prezzo definitivo di offerta, tra i quali i più noti sono<sup>32</sup>:

---

<sup>32</sup> ORIANI M., ZANABONI B., "Trattato di private banking e wealth management. Il private banking", Vol. I, Hoepli, Milano, 2016.

1. *Fixed price regime*;
2. *Bookbuilding approach*;
3. *Auction method*<sup>33</sup>.

Il primo di questi metodi fissa il prezzo in modo alquanto arbitrario, ancora prima della raccolta degli ordini prenotati in modo non vincolante dagli investitori interessati dal profilo aziendale e dalle prime operazioni di quotazione.

In questo caso, le richieste effettive in sede di quotazione risultano, poi, inferiori alla quantità di titoli presentata nell'offerta, si potranno sicuramente assolvere tutti gli ordinativi e la gestione della parte invenduta sarà trattata in funzione degli accordi tra l'*underwriter* e la società emittente, con la partecipazione eventuale degli operatori del consorzio, in base a quanto visto in precedenza.

Nel caso contrario, invece, ossia quando la quantità offerta non basta ad evadere tutti gli ordinativi degli investitori, ossia quando si verifica il cosiddetto *oversubscription*, occorre procedere all'implementazione di modelli di allocazione, in quanto, in funzione del metodo di *Fixed price regime*, il prezzo è stato fissato anteriormente al momento della quotazione e, quindi, non è più possibile evadere gli ordinativi degli investitori con operazioni di differenziazione del prezzo d'offerta.

Nel caso in cui l'offerta sia inferiore alla domanda di titoli in sede di quotazione, quindi, si potrà optare per un profilo di maggiore correttezza, applicando regole note come *fair rules*, ossia allocando i titoli per pro rata, ossia razionando l'allocazione degli stessi a tutti gli investitori in funzione della loro maggiore o minore richiesta, fino a terminare l'allocazione ed accontentando, pertanto, tutti in percentuale massima rispetto all'ordine evaso. Oppure, si potrebbe optare per meccanismi di allocazione molto meno trasparenti, come nel caso in cui vengano privilegiati gli investitori *retail*, in quanto rappresentanti, poi, dell'anello debole della proprietà, ossia non sono in grado di operare un sovraccarico di richieste, in quanto non sono nelle condizioni di poterlo fare.

---

<sup>33</sup> BROSIO G., MURARO G., "Il finanziamento del settore pubblico", Franco Angeli, Milano, 2006, pp. 282 e ss.

Esiste anche l'eventualità che non si verifichi nessuno dei due casi appena esaminati e che l'allocazione dei titoli segua regole puramente casuali<sup>34</sup>.

Visti i pregi ed i difetti della modalità *Fixed price regime* per la determinazione del prezzo iniziale di offerta, nel tempo e con lo sviluppo delle pratiche di IPO sono stati elaborati altri modelli in grado di calcolare il prezzo di offerta in funzione delle richieste degli investitori.

Uno di questi modelli è proprio il *bookbuilding approach*, il cui appellativo anglosassone già suggerisce la fattibilità della fissazione del prezzo in funzione di un approccio basato proprio sull'elencazione degli acquirenti.

Nel paragrafo precedente è stato ampiamente descritto, come sia compito dell'*underwriter* sia la determinazione di detto prezzo, sia le attività che può svolgere con l'ausilio delle altre figure professionali esaminate, volte al collegamento della società emittente con gli investitori del mercato ed all'attrazione della loro attenzione proprio nei confronti della quotazione.

In particolare, l'*underwriter* può allocare discrezionalmente i titoli in base a tre differenti modalità di collocamento: la *Pitchbook view*, l'*Academic view* e la *profit-sharing view*<sup>35</sup>.

Queste tre tipologie sono state descritte particolarmente da Ritter, il quale le spiega sostenendo che nella prima l'allocazione preferirà gli investitori istituzionali, in quanto saranno coloro che un domani assumeranno un ruolo *buy-and-hold investors*, mentre la seconda tipologia di allocazione prevede il collocamento preferenziale dei titoli presso gli investitori che hanno palesato espressamente la propria valutazione degli stessi, mentre la terza fattispecie, come suggerisce la sua stessa locuzione indicativa, è basata sulla quantità di profitto che l'allocazione riesce a garantire, prediligendo, quindi, l'allocazione che sarà in grado di garantire un guadagno maggiore per l'*underwriter*.

Infine, il terzo metodo di *pricing* è l'*auction method* o metodo dell'asta, in quanto, partendo da un prezzo minimo di acquisto fissato dal sottoscrittore, o prezzo soglia minimo, gli investitori potranno indicare la quantità di azioni che intendono

---

<sup>34</sup> RIGAMONTI S., "Nuove quotazioni alla Borsa Italiana: separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria", Franco Angeli, Milano, 2005, pp. 41 e ss.

<sup>35</sup> NIMALENDRAN M., RITTER J.R., DONGHANG Z., "Do today's trades affect tomorrow's IPO allocations?", in *Journal of Financial Economics*, n. 84, 2007, pp. 87-109.

comprare, specificando il prezzo superiore a tale soglia minima che sono disposti a sborsare al massimo per quella determinata quantità e tipologia di azioni.

Così procedendo, infatti, per l'*underwriter* sarà molto più semplice determinare il prezzo finale da proporre per vendere tutti i titoli emessi dalla società quotata.

Questa modalità di determinazione del prezzo di offerta iniziale potrebbe apparire simile alla seconda esaminata, ossia a quella nota come *bookbuilding*, in quanto entrambe le metodologie sono basate sull'esame della rivelazione della domanda per la determinazione del prezzo, ma la differenza sostanziale tra i due modelli di *pricing* deriva dal fatto che il sistema d'asta può essere implementato anche attraverso procedure informatizzate di incontro della domanda e dell'offerta prodromiche alla quotazione, ossia senza l'ausilio di personale di intermediazione specializzato, mentre il *bookbuilding*, assolutamente necessita di queste figure intermedie.

Sebbene, infatti, anche il metodo d'asta prevede due sottocategorie diverse di determinazione del prezzo, univoco per tutti i partecipanti all'asta, nel caso del *single price auction* o differenziato in funzione della esplicitazione effettuata, nel caso del *discriminatory price auction*, tuttavia tale metodo non prevede una differenziazione tale tra i prezzi da pagare da parte degli investitori come metodo premiante per alcuni di questi ultimi<sup>36</sup>.

Nel *bookbuilding*, infatti, l'*underwriter* potrebbe anche impostare il rapporto di intermediazione tra emittente ed investitori in modo talmente dinamico da prevedere la possibilità di discriminare il prezzo in fase di offerta in modo da premiare gli investitori che in modo più onesto e trasparente possibile abbiano contribuito all'acquisizione delle informazioni determinanti per consentire la fissazione del prezzo che massimizzi i profitti di tutti gli attori e determini il più esemplare successo dell'operazione di quotazione.

Questa modalità di fissazione del prezzo, inoltre, è anche quella in grado di minimizzare gli effetti dell'*underpricing* proprio grazie alla massima e più equa

---

<sup>36</sup> JENKINSON T.-JONES H., "IPO Pricing and Allocation: a Survey of the Views of Institutional Investors", in *Review of Financial Studies*, vol. 22, 2009.

possibile condivisione delle informazioni, massimizzando, conseguentemente l'efficienza del processo di quotazione grazie alla fissazione del prezzo di offerta<sup>37</sup>.

Tuttavia, occorre anche considerare che il metodo di *pricing* scelto e l'opzione per le sue varianti dipende molto anche dal contesto geografico in cui si trovano ad operare i diversi attori del processo di quotazione, nonché dalla localizzazione geografica del mercato primario individuato per la quotazione stessa.

Infatti, poiché, le varianti sono talmente tante, non è stato possibile, finora, nemmeno delineare una sorta di comparabilità tra i diversi metodi di determinazione del prezzo di offerta, tanto che non si è giunti, se non a grandi linee, a comprendere quale di questi sia il più efficiente in termini assoluti, in funzione, appunto, della localizzazione geografica e del mercato scelto.

A titolo del tutto esemplificativo, per comprendere la complessità del fenomeno si può pensare alle analisi di confronto fatte su IPO realizzate per aziende tutto sommato simili in Paesi diversi e mercati diversi, ma la cui determinazione del prezzo di offerta sia stata realizzata con lo stesso metodo. Anche in questo caso, infatti, a parità di *range* tra il prezzo minimo e quello massimo individuato, si può constatare come in Germania il prezzo definitivo non sia mai andato oltre al livello massimo stabilito per la sua definizione, mentre, negli Stati Uniti, tale limite sia generalmente oltrepassato<sup>38</sup>.

Inoltre, altra differenza nella procedura di quotazione, per quanto riguarda il momento della definizione del prezzo di offerta, sta nel fatto che negli Stati Uniti la normativa ha previsto rigidamente un periodo di quaranta giorni successivi alla data della quotazione, nei quali gli analisti affiliati con l'emittente non possono rilasciare alcun parere, né redigere *reports* incentrati sulla quotazione appena avvenuta.

Tale periodo è noto, in particolare, con diversi appellativi, tra cui *waiting period*, *Quiet period* o *Cooling-off period*: tutte locuzioni anglosassoni abbastanza indicative di quanto non sia possibile fare in detti quaranta giorni.

---

<sup>37</sup> MARAZZI C., "E il denaro va: esodo e rivoluzione dei mercati finanziari," Bollati Boringhieri, Torino, 1998, pp. 84 e ss.

<sup>38</sup> LIUNGQVIST A., "IPO pricing in the dot-com bubble", in *The Journal of Finance*, n. 3 (21), 2003.

Il presupposto di tale indicazione normativa consiste nel fatto che viene dato per assodato che tutte le informazioni inerenti lo stato di salute e la condizione economica, finanziaria e patrimoniale della società quotata siano state diffuse nel momento della quotazione, durante il processo di quotazione, pertanto emettere ed esplicitare ulteriori informazioni potrebbe rivelarsi una possibilità soltanto speculativa per influenzare il mercato.

In Europa, invece, non è prevista rigida normativa sull'argomento, lasciando che sia permesso agli analisti affiliati all'emittente anche esprimere pareri relativi alla quotazione nelle sue immediate successive fasi.

## 1.4 Valutazione del valore aziendale

Nei paragrafi precedenti è stato possibile vedere quanto sia importante, tra le varie attività da implementare nel processo della quotazione, la fase della determinazione del prezzo di offerta dei titoli azionari della società che intende approdare nel mercato regolamentato, in quanto dalla sua statuizione dipende sostanzialmente il successo o il fallimento dell'intera procedura, ma anche la quantificazione dei compensi degli operatori che vi hanno preso parte e, conseguentemente, i costi diretti che dovrà sostenere l'impresa per la remunerazione di detti operatori.

In questo paragrafo, pertanto, saranno esaminati i metodi di valutazione del valore aziendale, in quanto è proprio dal calcolo di tale valore che si potrà desumere un prezzo di offerta iniziale delle azioni. In particolare, va subito sottolineato come il valore di una società possa mutare notevolmente nel passaggio da soggetto privato a soggetto pubblico, cosa che rende la valutazione a priori un'attività altamente complessa<sup>39</sup>. Altro aspetto iniziale da evidenziare è la presenza di numerosi modelli di valutazione e la consapevolezza storica, derivante dall'esperienza delle quotazioni avvenute in passato nei diversi mercati regolamentati scelti dalle aziende, che alcuni di essi sono molto semplici, ma anche deboli, ossia non giungono a risultati valutativi certi ed affidabili, mentre altri sono molto complessi, macchinosi, basati su calcoli derivanti da complesse formule matematiche e, quindi, molto costosi, ma anche teoricamente ineccepibili<sup>40</sup>.

Le esperienze cennate, tuttavia, hanno portato anche a concludere che la comunità finanziaria abbia espresso delle preferenze sui modelli maggiormente utilizzati, tanto da indirizzarsi sostanzialmente su tre tipologie di modelli, per i quali merita approfondire il funzionamento:

- Il sistema dei flussi di cassa o *Discounted Cash Flow*;
- Il metodo dei multipli di mercato;
- L'EVA o *Economic Value Added*.

---

<sup>39</sup> MANZANA G., IORI M., "Guida alla valutazione d'azienda", Gruppo 24 Ore, Milano, 2012, p. 359.

<sup>40</sup> RIVA A., "Valutazione aziendale e strategica", Aracne Editrice, Roma, 2008.

Quest'ultimo, in particolare, andrebbe riportato con il simbolo della lettera R maiuscola e cerchiata, simbolo del diritto d'autore, in quanto, in effetti, il metodo EVA è stato realizzato alla fine degli anni Ottanta da una società di consulenza americana, la Stern & Steward, sebbene il suo utilizzo per le valutazioni in sede di IPO si è iniziato a registrate negli anni Novanta, qualche anno dopo la sua realizzazione.

Tuttavia, ora è uno dei metodi maggiormente utilizzati, sebbene anche uno dei più complessi da applicare ad una valutazione aziendale, insieme a quello dei flussi di cassa, altrettanto complesso.

Mentre attualmente tali metodi vadano per la maggiore, in passato i flussi di cassa non erano nemmeno presi in considerazione, pensando che non portassero ad una valutazione altrettanto solida quanto quella basata sulla valorizzazione degli *assets* economici e patrimoniali delle aziende. Infatti, molti dei metodi passati erano incentrati proprio sulla determinazione del valore patrimoniale, o di quello reddituale, con il metodo economico normalizzato o con metodi ibridi tra questi ultimi due citati.

Attualmente, invece, molte volte si ricorre al metodo dei flussi di cassa futuri attualizzati per la determinazione del valore aziendale e, quindi, per la fissazione del prezzo di offerta di un'IPO, calcolando il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che si pensa l'azienda sia in grado di produrre in futuro. Operazione, la predetta attualizzazione, che di basa proprio sulla capacità di determinare a priori i citati flussi di cassa futuri, noti anche come *Operating Free Cash Flows*, che saranno, appunto, attualizzati mediante un appropriato tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale per quella determinata impresa, ossia di un tasso che possa essere indicativo sia del rischio finanziario che di quello operativo che quella specifica tipologie di impresa dovrà sostenere ed essere in grado di remunerare nel corso della propria attività<sup>41</sup>.

Il tasso di sconto per il calcolo del valore attuale è noto anche con l'acronimo di WACC, che sta per *Weighted Average Cost of Capital*.

---

<sup>41</sup> ZARA C., "Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento", Egea, Milano, 2005, pp. 301 e ss.

L'attualizzazione di detti flussi finanziari, come detto, non è certo attività semplice, in quanto, oltre alle difficoltà dovute alla complessità dei calcoli matematici da effettuare, occorre anche considerare la temporalità del conteggio, ossia il lasso temporale preso a base di calcolo. Per determinare l'asse temporale, infatti, occorre individuare due finestre temporali, ove la prima tenga in considerazione un periodo noto come previsione analitica, ossia, generalmente, un periodo di tempo compreso tra i cinque ed i dieci anni, mentre la seconda riguarda tutto il tempo a venire, oltre il primo periodo appena considerato, nel quale, comunque, l'azienda continuerà auspicabilmente a produrre flussi finanziari.

Quest'ultimo lasso temporale porterà la valutazione complessiva aziendale a considerare anche la ricchezza prodotta dalla società quotata nel tempo oltre al periodo temporale in cui è più realistico operare una previsione. Ciò, in quanto sarebbe stato scorretto operare una valutazione che non avesse tenuto conto della possibilità, alquanto normale, di un'azienda di continuare a creare valore oltre il periodo immediatamente successivo alla fase di quotazione, ma anche, altrettanto, della consapevolezza che effettuare previsione ed attualizzazioni di flussi finanziari tanto il là nel tempo avrebbe richiesto una certa cautela per non inquinare il valore ottenuto dal calcolo da progetti e risvolti positivi di così lunga gittata temporale<sup>42</sup>.

Per procedere all'applicazione del metodo dei flussi di cassa, occorre individuare il valore dell'EBIT nel conto economico di una società, a cui sottrarre le imposte sul reddito operativo, ottenendo il NOPAT, per non inquinare la valutazione della società con risvolti meramente fiscali. A tale valore vanno, poi, aggiunti eventuali ammortamenti e accantonamenti, in quanto non espressione di operazioni monetarie. A tale ultimo conteggio, inoltre, vanno sottratte le spese in conto capitale, o CAPEX e le eventuali variazioni del capitale circolante netto.

Una volta effettuati tutti i passaggi descritti, si avrà la quantificazione dei flussi di cassa operativi netti da cui partire per la quantificazione definitiva del valore aziendale.

L'*Enterprise Value*, infatti, contiene sia il valore della capitalizzazione che quello della posizione finanziaria netta, determinando il valore aziendale nella sua

---

<sup>42</sup> TRAONCONI O., BAIARDI L., "Valutazione, valorizzazione e sviluppo immobiliare", Maggioli, Rimini, 2010, pp. 124 e ss.

totalità<sup>43</sup>. In particolare, la formula operativa che riassume quanto appena descritto è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{OFCE_t}{(1+WACC)^t} + V_f$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Guida alla Valutazione*, 2004.

Una volta determinato il valore di base, questo dovrà essere attualizzato, ricorrendo alla formulazione della rendita perpetua, mediante un'ipotesi consistente nella crescita ad un tasso costante del valore del flusso di cassa operativo netto calcolato nell'ultimo anno del periodo previsionale, ossia il periodo che va dai cinque ai dieci anni dal momento della quotazione. L'attualizzazione di tale valore viene conseguita attraverso la nota formula del WACC, come di seguito indicato:

$$V_f = \frac{OFCE_n \times (1+g)}{(1+WACC)^n - g}$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Guida alla Valutazione*, 2004.

Oltre alla complessità del calcolo e dei passaggi del procedimento, la procedura appena descritta sconta anche altre possibili criticità, relative alla possibilità di ottenere dati prospettici realistici, oltre a quella di stabilire a priori un arco temporale per l'attualizzazione ed il calcolo di un tasso costante di crescita che risultino coerenti con quella che sarà, in futuro, l'effettiva vita dell'azienda quotata, nonché l'effettiva sua capacità di produrre ricchezza.

Per ovviare alla complessità del procedimento basato sull'attualizzazione di flussi di cassa futuri, un altro metodo di valutazione dell'azienda può essere quello dei multipli di mercato, semplice da applicare, in quanto basato sul confronto di alcune caratteristiche della società con altre ad essa simili o affini.

È un metodo molto usato nelle valutazioni aziendali finalizzate alla prima quotazione nel mercato regolamentato, in quanto prende a metro di paragone

---

<sup>43</sup> FRANCESCHI L. F., COMI L., *“Modelli Finanziari per la valutazione d'azienda”*, Educatt Editore, Milano, 2015.

società simili che, tuttavia, sono già state quotate, basandosi su parametri quali il grado di rischiosità, la capacità di produrre profitto, le occasioni di crescita, le dimensioni aziendali in termini di fatturato, dipendenti, ecc. ed il settore industriale di appartenenza.

Tuttavia, nelle indicazioni della Borsa Italiana, è anche presente la notazione in base alla quale non tutti i professionisti siano d'accordo sulla valenza del metodo, utilizzandolo maggiormente come metodo di verifica del valore aziendale calcolato con altri modelli di calcolo, piuttosto che come unica procedura di valutazione<sup>44</sup>. Una tale valutazione, comunque, potrebbe anche essere spiegata partendo dall'assunto che maggiori sono i parametri di confronto messi in campo per effettuare la valutazione e più essa potrebbe risultare realistica e corretta. Ovvio è che si prende a base di riferimento, a titolo esemplificati, unicamente il settore industriale di appartenenza, cercando di confrontare società di dimensioni totalmente diverse, con mercati territoriali di riferimento difformi, è abbastanza scontato che la valutazione effettuata con tale metodo dei multipli in base ai detti parametri possa risultare difforme dal valore reale dell'azienda, portando alla determinazione di un prezzo di offerta errato ed al totale fallimento delle operazioni di quotazioni sul mercato, quanto la valutazione effettuata si scontrerà con le fluttuazioni di quest'ultimo<sup>45</sup>.

Le imprese prese a confronto sono anche nominate *comps o peer companies* ed il modello dei multipli prevede, come suggerisce anche il nome, il calcolo di specifici multipli dati dal rapporto di grandezze contabili e di valori di mercato, in modo da individuare determinati indici o *ratios* capaci di consentire di addivenire ad un valore medio di settore da applicare come moltiplicatore ai dati della società oggetto di valutazione.

Questi indici saranno di varia natura, tra economica, patrimoniale e finanziaria e consentiranno di determinare un intervallo di valori entro il quale dovrà posizionarsi il prezzo dell'offerta.

A titolo del tutto esemplificativo, si potrà calcolare il rapporto tra il prezzo di negoziazione delle azioni delle imprese già quotate prese a metro di paragone per

---

<sup>44</sup> BORSA ITALIANA S.P.A., "Guida alla Valutazione", 2004, pp. 11 e ss.

<sup>45</sup> CIOLI V., "Modelli di business e creazione di valore nella new economy", Franco Angeli, Milano, 2005, pp. 175 e ss.

confrontarlo, in un rapporto matematico, con l'utile per azione, o EPS, *Earning Per Share*, o con l'EBIT o con l'EBITDA.

Anche questi valori, estrapolati dai conti economici delle società, spesso sono depurati dalle influenze fiscali, come accade anche nel caso del metodo dei flussi finanziari, in modo da non influenzare l'analisi ed il calcolo del valore aziendale dalle politiche fiscali e di bilancio implementate dalle società prese a paragone.

Inoltre, è molto importante anche considerare il momento temporale, ossia tenere presente che i multipli sono calcolati attraverso i dati dell'esercizio corrente o, al più, di quello successivo, a meno che non ci siano ragioni particolari inerenti la valutazione dell'affinità delle società scelte per il confronto che giustifichino la selezione di dati appartenenti a lassi temporali diversi<sup>46</sup>.

È intuitivo, tuttavia, comprendere che, mentre il calcolo potrebbe risultare più agevole rispetto al metodo dei flussi finanziari, la criticità del presente metodo di valutazione è insita nella determinazione di un corretto campione rappresentativo di imprese da prendere a base del confronto. Ciò, anche in considerazione che i dati contabili desumibili da dette società selezionate nel campione potrebbero essere di per sé corrotti per diverse motivazioni, legate, magari alla specifica gestione delle società, alle loro politiche di bilancio, non sempre di natura fiscale, alla territorialità del loro mercato di riferimento, al profilo di rischio specifico di taluna azienda e così via dicendo.

Pertanto, proprio per ovviare a queste difficoltà, nel tempo è stato sempre più apprezzato il modello di determinazione del valore in funzione dell'EVA, nella consapevolezza che non ci si possa affidare alle mere scritture contabili per misurare il valore aziendale in funzione delle performance delle strutture economiche, anche in considerazione del fatto che il valore contabilizzato è soggetto al requisito della prudenza, come indicato nei principi contabili e, nel caso italiano, come anche dettato dal disposto dell'articolo 2423bis del Codice civile.

---

<sup>46</sup> TUTINO M., *“Performance, valore e misurazione nell'azienda. Relazioni teoriche e indagine empirica”*, Franco Angeli, Milano, 2013, pp. 93 e ss.

L'EVA, infatti, è un indicatore del cosiddetto profitto economico, ossia un indice che è in grado di determinare il valore extra prodotto dalla società in favore degli azionisti, ossia il valore che resta una volta remunerato il capitale investito.

Il metodo di che trattasi, infatti, più che valutare in termini di *performance* il profitto contabile, considera il valore economico effettivamente realizzato, la reale quantificazione della capacità di un'impresa di creare valore, in quanto una società potrebbe anche aver realizzato un profitto, ma essere arrivata ad esso con politiche di bilancio o operazioni straordinarie, avendo operato con procedure che, in effetti, ordinariamente sono atte a distruggere valore, invece di crearlo<sup>47</sup>.

La formula del metodo di calcolo EVA, parte del NOPAT, o, come visto, reddito operativo al netto della tassazione, al quale viene detratto il costo relativo alla remunerazione del capitale investito, come segue:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times CE)^{48}$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Guida alla Valutazione*, 2004.

L'operazione serve per avere contezza della capacità dell'impresa di fronteggiare il costo del capitale investito attraverso il reddito derivante dalla gestione operativa, ossia dalla gestione ordinaria dell'azienda, senza, come si diceva, considerare il reddito derivante da posizioni finanziarie attive, da operazioni straordinarie intervenute in un dato esercizio, ma che probabilmente non si riproporranno negli anni a venire, o dall'implementazione di particolari politiche di bilancio.

Tuttavia, l'EVA si potrebbe anche calcolare con un'altra formula, che conteggia il valore creato come differenza tra il rendimento ed il costo del capitale investito, nei termini seguenti:

---

<sup>47</sup> REA M., "L'analisi di bilancio per il controllo della gestione", Giappichelli, Torino, 2016, pp. 358 e ss.

$$EVA = \left( \frac{NOPAT}{CE} \cdot WACC \right) \times CE$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Guida alla Valutazione*, 2004.

Una volta calcolato il valore dell'EVA, lo stesso va attualizzato per addivenire alla determinazione dell'MVA, acronimo della locuzione anglosassone *Market Value Added*, da sommare, poi, al valore del capitale investito netto, come risultante dall'ultimo bilancio, per addivenire all'individuazione del valore complessivo dell'impresa.

$$EV = CE + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$
$$EV = CE + MVA$$

Fonte: Borsa Italiana S.p.A., *Guida alla Valutazione*, 2004.

## CAPITOLO II

### L'UNDERPRICING

#### 2.1 L'evoluzione della quotazione in termini di Underpricing

Nel primo capitolo si è avuto modo di approfondire il fenomeno della quotazione, sotto diversi punti di vista, ossia partendo dalla sua definizione, per poi esaminare l'evoluzione e la determinazione del valore aziendale, il processo ed i suoi attori e la portata del fenomeno. L'analisi si è, quindi, interrotta all'ingresso della società nel mercato regolamentato, senza valutare i risvolti che la quotazione del suo titolo può avere nel momento immediatamente seguente a tale ingresso.

In questo secondo capitolo, pertanto, riprendendo l'approfondimento, si analizzerà l'evoluzione della quotazione in termini di *underpricing* e le principali teorie che hanno tentato nel tempo di spiegare tale fenomeno partendo da assunti e presupposti molto diversi tra di loro<sup>48</sup>.

Il fenomeno dell'*underpricing* è effettivamente più diffuso di quanto ci si possa aspettare, tanto da essere stato oggetto di numerosi studi, i quali, tuttavia, anche a causa dell'influenza del particolare tipo di mercato esaminato o di società e titolo considerato, non hanno ancora trovato una sempre valida spiegazione delle fluttuazioni del prezzo del titolo *short run* appena successive al suo ingresso nei mercati regolamentati. La parziale mancata spiegazione è tanto avvertita come una reale problematica dal mondo della finanza da aver portato diversi autori a denominare il fenomeno di che trattasi *puzzling* a causa dell'anomalia con la quale si presenta nei casi di studio<sup>49</sup>.

Uno dei primi studi sul fenomeno di che trattasi che merita affrontare nel momento in cui si approfondisce il tema dell'*underpricing* risale alla metà degli

---

<sup>48</sup> SHEFRIN H., "Finanza aziendale comportamentale. Una decisione per creare valore", Apogeo, Milano, 2007.

<sup>49</sup> GRINBLATT M., HWANG C.Y., "Signalling and the pricing of the new issues", in *Journal of Finance*, 44 (2), 1989, pp. 393-420.

anni Settanta e riguarda quotazioni avvenute nel decennio precedente, quando molte società americane hanno vissuto un forte rialzo delle quotazioni dei loro titoli nel primo giorno seguente all'ingresso nel mercato regolamentato<sup>50</sup>. In questo studio effettuato da Logue, in particolare, l'autore ha focalizzato la propria attenzione sulla notevole mole di denaro perso da queste società nei momenti appena seguenti la quotazione, dato che il rialzo del prezzo fatto registrare dalle loro azioni dopo l'ingresso nel mercato regolamentato è diventato ricavo dei possessori di quelle azioni, ossia dei soggetti che avevano acquistato le stesse nell'IPO. È intuitivo, infatti, comprendere che il ricavato in termini di capitale raccolto dalla società in fase di quotazione è costituito da tutto il denaro che la stessa è in grado di raccogliere mediante la quotazione in Borsa al momento dell'ingresso alle contrattazioni, mentre l'andamento che il titolo assume dopo la quotazione, anche nel giorno seguente ad essa, diventa guadagno o perdita del possesso delle azioni. Pertanto, il fenomeno che si tenterà di esaminare in queste pagine consiste proprio nella perdita di capitale da parte delle società che scelgono di quotarsi dovuto al livello di prezzo che il loro titolo raggiunge dopo la quotazione e che va a costituire il guadagno dell'azionista. Qualora, infatti, il livello di prezzo raggiunto al primo giorno di contrattazione fosse stato fissato come prezzo di ingresso al mercato, tutto il ricavato della vendita sarebbe andato nelle casse delle società.

In particolare, tornando all'esame dello studio di Logue, come anche di quello di altri autori, quali Ibbotson e Jaffe, realizzato appena due anni dopo, ma su un campione di quotazioni avvenute nel medesimo periodo di quello di Logue, si può comprendere come la perdita di capitale per le società quotate negli anni Sessanta è stata stimata in un 19% rispetto al prezzo fissato in sede di quotazione<sup>51</sup>.

La percentuale di *underpricing* non cambia di molto anche considerando come campione un periodo di analisi più ampio, dato che da uno studio di Ritter dei primi anni Ottanta, basato su quotazioni avvenute in circa un ventennio e,

---

<sup>50</sup> LOGUE D., "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (1), 1973, pp. 91-103.

<sup>51</sup> IBBOTSON R.G., JAFFE, J., "Hot issue markets", in *Journal of Finance*, 30 (4), 1975, pp. 1027-1042.

precisamente, dagli anni Sessanta ai primissimi Ottanta, ha evidenziato una percentuale del 18,8%<sup>52</sup>.

Le rilevazioni effettuate dagli autori menzionati e da molti altri studiosi hanno portato a considerare l'*underpricing* non tanto un fenomeno anomalo, quanto, piuttosto, un andamento normale proposto dal mercato: una mancata considerazione di anomalia, quindi, dovuta non tanto alla realizzazione del fenomeno in sé, quanto, piuttosto, dalla frequenza con la quale esso si è presentata e si presenta tuttora nelle quotazioni.

Da queste considerazioni è scaturita la necessità di molti autori di individuare le cause di questo fenomeno così ricorrente, tanto che la dottrina annovera una quantità tale di teorie da essersi palesata la necessità di raggrupparle in categorie, in funzione dell'elemento portante individuato come spiegazione del fenomeno.

L'obiettivo di questo capitolo, quindi, sta proprio nel tentare di affrontare l'esame di tutte le principali teorie, per discernere quali, ad avviso dei diversi nomi noti che si sono cimentati nell'analisi del fenomeno, siano le cause scatenanti di un tale comportamento del mercato, ossia per quali motivazioni si arrivi così spesso ad una differenza anche sostanziale tra l'*offering price* ed il *closing price*.

In particolare, si vedrà, il filone delle teorie legate alla presunzione della presenza di asimmetrie informative nel mercato tra i diversi soggetti che vi operano, in funzione delle quali il fenomeno è causa diretta di questa diversa distribuzione delle informazioni nel mercato, per passare, poi, alle teorie istituzionali, che partono dall'assunto che il mercato sia qualificato da tre elementi imprescindibili, ossia dal possibile coinvolgimento della società quotata in un contenzioso o *litigation risk*, dall'attività di stabilizzazione del prezzo svolta dagli attori del processo di quotazione, vista nel primo capitolo del presente lavoro e dalla possibilità di considerare tale rialzo di prezzo come uno strumento atto a contrastare la fiscalità. Inoltre, vedremo teorie basate sull'assetto proprietario e sul controllo, dove le prime consistono nella necessità di frammentare l'azionariato in azionariato diffuso in modo che il *management* possa restare libero da un sostanziale controllo della

---

<sup>52</sup> RITTER J.R., WELCH I., "A review of IPO activity, pricing, and allocations" in *Journal of Finance*, 57 (4), 2002, pp. 1795-1828.

proprietà o, in particolare, quelle relative al controllo, vedere il fenomeno come strumento di minimizzazione dei costi di agenzia. Infine, si vedranno le teorie cosiddette comportamentali, basate su un assunto diametralmente opposto rispetto alle teorie sinora menzionate; questo per l'irrazionalità degli attori coinvolti nel processo di quotazione, comprendendo sia le società che gli investitori.

Il capitolo, è iniziato, sostenendo che il fenomeno dell'*underpricing* è tuttora solo parzialmente risolto e che ciò dipende molto dal campionamento di analisi che si pone a base delle rilevazioni in argomento. Tale considerazione è tanto più vera se si pensa che tutte queste teorie e tutti gli innumerevoli studi e ricerche che ne sono alla base non sono riusciti a fornire una conclusione oggettiva quanto alle motivazioni che giustificano un fenomeno tanto diffuso. Le rilevazioni proposte nel corso della presente trattazione, infatti, spesso hanno fornito risultati anomali, non aspettati, tanto da contraddire, seppur parzialmente, la teorizzazione esposta dal suo autore.

A tale ultimo proposito, si può portare un classico esempio di scuola che contraddice una delle teorie di maggiore diffusione, che è quella delle asimmetrie informative basata sulle ricerche di Ljungqvist. Infatti, secondo questa teoria, il fenomeno trova spiegazione nella carenza di informazioni presente nel mercato. Tuttavia, nella maggior parte dei casi, il ruolo dell'*underwriter* nel processo di quotazione è rivestito da una banca, che, in quanto tale, è uno dei soggetti maggiormente consapevoli dell'andamento del mercato e del processo di IPO. Nonostante le sue conoscenze, invece, proprio le banche sono le prime a fissare un prezzo iniziale più basso di quello registrato alla chiusura delle quotazioni al primo giorno di IPO<sup>53</sup>.

D'altra parte, si è già cennato al fatto che molte delle differenti conclusioni a cui giungono le ricerche effettuate dipende dal campionamento prescelto e, in particolare, dalla collocazione geografica delle società quotate, dal mercato nel quale queste intendono quotarsi, nonché dalla dimensione del campione, sia in termini di popolazione che di arco temporale scelto a base della rilevazione.

---

<sup>53</sup> LJUNGVIST A.P., WILHELM J.W., "Ipo Pricing in the Dot-Com Bubble," in *Journal of Finance*, 58 (2), 2003, pp. 723-752.

Proprio a causa delle discrasie evidenziate dalle risultanze delle ricerche rispetto a quanto teorizzato è sorto e si è sviluppato il filone delle teorie comportamentali, ossia, come detto, basate sulla consapevolezza della irrazionalità del comportamento degli attori del processo di quotazione. Possono essere, quindi, considerate teorie valide nel momento in cui le altre non giungono ai risultati sperati e sono state anche individuate con la locuzione anglosassone di *behavioral explanations*.

Dal punto di vista geografico e della diversità territoriale, invece, un aiuto molto concreto viene fornito dagli studi di Loghran. Studi recenti, risalenti a qualche anno fa, che si distinguono dagli altri in quanto abbracciano un campione di analisi molto eterogeneo dal punto di vista proprio della localizzazione geografica, fornendo un dato conclusivo distinto per Paese di appartenenza, in una relazione che riferisce in merito a quotazioni avvenute in ben quarantanove Stati diversi<sup>54</sup>.

Per completezza della trattazione, ritengo utile riportare la tabella riepilogativa dello studio appena menzionato, anche in considerazione del fatto che dà spunto per introdurre, anzi, per fare un mero cenno, ad una tematica molto importante ai fini della comprensione dei risultati delle teorie che sarà esaminata nei paragrafi successivi: la pulizia dei dati. Una locuzione alquanto poco tecnica, ma molto indicativa soprattutto per tutti coloro che intendono trarre conclusioni da ricerche su dati empirici. Si tratta, infatti, in buona sostanza, del fatto che soprattutto per il mercato asiatico, è stata registrata non soltanto una forte volatilità dei titoli, come è possibile vedere immediatamente dal dato relativo alla Cina nella tabella seguente, ma anche e soprattutto la difficoltà di nettare il valore dell'*underpricing* dall'incidenza delle variazioni del relativo indice di mercato<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> LOUGHRAN T., RITTER J.R., RYDQVIST K., “*Initial public offerings: International insights*,” in *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 2012.

<sup>55</sup> MOK H. M. K., HUI Y., “*Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China*”, in *Pacific-Basin Finance Journal*, 6, 1998, pp. 453-474.

<u>Country</u>	<u>Source</u>	<u>Sample Size</u>	<u>Time Period</u>	<u>Avg. Initial Return</u>
Argentina	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Australia	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,562	1976-2011	21.8%
Austria	Aussenegg; Ritter	102	1971-2010	6.3%
Belgium	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Brazil	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito; Ushisima	275	1979-2011	33.1%
Bulgaria	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Canada	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	696	1971-2010	6.7%
Chile	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
China	Chen, Choi, & Jiang; Jia & Zhang	2,102	1990-2010	137.4%
Cyprus	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	66	1999-2011	20.8%
Denmark	Jakobsen & Sorensen; Ritter	164	1984-2011	7.4%
Egypt	Omran	53	1990-2000	8.4%
Finland	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
France	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter; Vismara	697	1983-2010	10.5%
Germany	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	736	1978-2011	24.2%
Greece	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	373	1976-2011	50.8%
Hong Kong	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter	1,259	1980-2010	15.4%
India	Marisetty and Subrahmanyam; Ritter	2,964	1990-2011	88.5%
Indonesia	Suherman	386	1990-2011	25.7%
Iran	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ireland	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Israel	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Italy	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	273	1985-2009	16.4%
Japan	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	3,100	1970-2010	40.4%
Jordan	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Korea	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Joh; Ritter	1,593	1980-2010	61.6%
Malaysia	Isa; Isa & Yong; Yong; Ma	413	1980-2009	62.6%
Mexico	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Netherlands	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
New Zealand	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Nigeria	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Norway	Emilsen, Pedersen & Sættem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Philippines	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Poland	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Portugal	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Russia	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Saudi Arabia	Al-Anazi, Forster, & Liu	76	2003-2010	264.5%
Singapore	Lee, Taylor & Walter; Dawson; Ritter	591	1973-2011	26.1%
South Africa	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Spain	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Sri Lanka	Samarakoon	105	1987-2008	33.5%
Sweden	Rydqvist; Schuster; Simonov; de Ridder	406	1980-2011	26.1%
Switzerland	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Taiwan	Chen	1,312	1980-2006	37.2%
Thailand	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.6%
Turkey	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	355	1990-2011	10.3%
United Kingdom	Dimson; Levis	4,877	1959-2011	16.1%
United States	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,246	1960-2011	16.8%

Oltre al dato cinese, colpito dalla menzionata difficoltà di calcolo, spicca nella tabella riportata anche quello della Giordania, ma, soprattutto, quello dell'Arabia Saudita, sebbene il periodo di quotazioni esaminato per quest'ultimo Paese è molto più breve rispetto a quello relativo alla Cina ed alla Giordania.

Si tratta, tuttavia, di mercati nei quali le imprese hanno probabilmente utilizzato l'*underpricing* come strumento per distinguersi in termini di qualità dalle altre imprese, cercando di enucleare la consapevolezza negli investitori che tali imprese potevano distinguersi dalle altre in quanto la loro solidità patrimoniale ed economica consentiva loro di sostenere un costo ingente in termini di mancata acquisizione di capitale iniziale, pur di far guadagnare i propri azionisti. Consapevolezza che, però, dalla parte della società era contrapposta all'altrettanta certezza di rientrare di dette perdite nelle successive immissioni di titoli nel mercato regolamentato<sup>56</sup>.

Molti autori hanno focalizzato la propria attenzione sul modello di lancio delle offerte iniziali delle società asiatiche, tanto da essere giunti alla conclusione che l'operazione di sottostima del valore aziendale da parte dei vertici di dette società era una scelta del tutto consapevole da parte di queste finalizzata proprio alla determinazione di un prezzo di offerta iniziale più basso del reale valore di mercato dei propri titoli<sup>57</sup>.

D'altra parte è abbastanza intuitivo comprendere che non può esserci un investitore più disposto ad acquistare futuri quantitativi di titoli emessi da una società nel mercato di colui che ha concretizzato sostanziosi guadagni in sede di acquisto delle prime azioni quotate di quelle stesse società. Teoria che si concretizza nella scelta delle società di bancare una perdita certa e sostenere inizialmente un sacrificio economico e finanziario, a fronte di un'altrettanta certezza di guadagni futuri.

---

<sup>56</sup> SU D., FLEISHER B. M., "An empirical investigation of Underpricing in Chinese IPOs", in *Pacific-Basin Financial Journal*, 7, 1999, pp. 173-202.

<sup>57</sup> KIMBRO M., "Managing underpricing? The case of pre-IPO discretionary accruals in China", in *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16 (3), 2005, pp. 229-262.

## 2.2 Teorie basate sulle asimmetrie informative

Facendo seguito alle considerazioni preliminari svolte nel paragrafo precedente, in questo paragrafo si inizia ad esaminare i presupposti e le conclusioni della teoria che giustifica l'*underpricing* come conseguenza delle asimmetrie informative presenti tra i vari attori nel processo di quotazione o *going public process*.

In particolare, tale teoria si basa sull'assunto che non tutti gli attori di detto processo sono in possesso delle medesime informazioni relative soprattutto al valore della società che si va a quotare nel mercato regolamentato e, sostanzialmente, che l'*underwriter*, che generalmente è una banca di investimento, può contare su un bagaglio di informazioni sicuramente maggiore rispetto agli investitori o ai risparmiatori che andranno ad acquistare le azioni delle società<sup>58</sup>.

Tuttavia, è bene sottolineare che non si tratta di un assunto valido a priori, tanto che tale teoria si può ulteriormente scomporre in altre quattro teorie, tutte basate sulla contezza della presenza di asimmetrie informative nel mercato, in funzione proprio del gruppo di utenti che viene di volta in volta considerato meno informato nel processo. In dettaglio, pertanto, la teoria delle asimmetrie informative si suddivide a sua volta nella teoria basata sulla cosiddetta "maledizione del vincitore" o *winner's curse*, in quella nota con la locuzione anglosassone di *information revelation theories*, in quella distinta come teoria del "principale-agente" e in quella nota come "teoria della segnalazione"<sup>59</sup>.

Ognuna di queste sotto categorie di teorie fa riferimento, come cennato, al presupposto che esistono asimmetrie informative, ossia livelli diversi della percezione delle informazioni in attori diversi al momento della quotazione, ma ognuna di esse è stata proposta da diversi autori in funzione dei risultati delle ricerche operate su IPO avvenute nel passato.

In stretto collegamento con le quattro teorie elencate, inoltre, ne esiste un altro filone costituito dalle cosiddette teorie basate sull'incertezza. Se ne può dare

---

<sup>58</sup> LOMBARDO S., "Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni", Giuffrè, Milano, 2011, pp. 34 e ss.

<sup>59</sup> AGGARWAL R., "Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings", in *Journal of Finance*, 2000.

menzione a parte, in quanto quest'ultimo filone teorico non è fondato sulla presenza di diversi livelli di informazioni in capo a diversi attori del processo di quotazione, ma sulla presenza di una certa incertezza globalmente intesa circa il reale valore aziendale della società quotata, che inficia le scelte di tutti gli utenti del procedimento.

Andando in ordine rispetto all'elencazione proposta, la prima da esaminare è la teoria della maledizione del vincitore, composta da Rock al termine degli anni Ottanta. In particolare, l'autore è stato influenzato dalla teorizzazione del cosiddetto "mercato dei limoni" di Akerlof di una ventina di anni precedente, basata sulla consapevolezza dell'esistenza di una certa disparità informativa anche entro la cerchia degli stessi investitori. Pertanto, come cennato all'inizio del paragrafo, questa teoria sulle asimmetrie informative non fa esplicito riferimento alla figura dell'*underwriter*, lasciando decisamente fuori dall'analisi, al contrario, proprio le competenze specifiche della banca di investimento chiamata in causa nel processo di quotazione<sup>60</sup>.

L'assunto di questa specifica teoria, quindi, consiste nella consapevolezza che nel gruppo degli investitori se ne possono individuare alcuni molto più informati di altri, in quanto più propensi a spendere per la costosa attività di acquisizione delle informazioni circa il *fair value*, ossia il valore reale di mercato della società quotata: attività nota anche con la locuzione anglosassone di *information gathering*.

Nel momento in cui in una IPO si palesano due gruppi di investitori, ossia una parte più informata rispetto all'altra, la quotazione potrebbe produrre differenti risultati in relazione alla modalità scelta dalla banca di investimento di fissazione del prezzo iniziale di offerta. Infatti, nel momento in cui il prezzo sia inferiore al valore reale della società, si presenterà una situazione di *underpriced IPO*, nella quale la richiesta di titoli sarà elevata e proveniente da entrambe le parti di investitori, tanto da essere necessario un razionamento delle azioni da vendere, mentre, nel caso contrario in cui il prezzo di offerta sia superiore al valore aziendale, gli investitori maggiormente esperti non si presenteranno nemmeno alla quotazione,

---

<sup>60</sup> ROCK K., "Why new issues are underpriced", in *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 187-212.

lasciando l'acquisto dei titoli a quelli meno informati, trovandosi in un caso di *overpriced IPO*.

È chiaro che l'intuitiva conclusione di quanto appena sostenuto consiste nella reale possibilità di ottenere un basso, finanche negativo rendimento da parte degli investitori meno informati, i quali, tra l'altro, proprio a causa della loro inferiore preparazione circa la quotazione, non hanno nemmeno contezza di possedere un bagaglio di informazioni minore di altri investitori.

L'autore, inoltre, sottolinea come quanto appena descritto sia da considerare una sorta di male necessario nel mercato delle quotazioni, in quanto, senza la presenza del gruppo di investitori meno informati, il mercato non sarebbe riuscito comunque a realizzare tutta l'offerta necessaria per il corretto svolgimento della quotazione. Tuttavia, questa condizione non appare affatto scontata, in quanto il mercato delle quotazioni e degli investimenti è un mercato in continua evoluzione e ciò consente anche agli operatori meno competenti di acquisire la necessaria esperienza per non ripetere acquisti con rendimento negativo in futuro. Pertanto, secondo le ricerche di Rock, l'*underpricing* deve essere visto come uno strumento per garantire la necessaria liquidità nel mercato azionario, garantendo una sorta di minimo rendimento anche a coloro che non possiedono le informazioni necessarie per evitare IPO *overpriced*, come una sorta di mezzo per accontentare anche questa tipologie di investitori che non sono in grado di massimizzare i loro profitti, ma che, per quanto detto, non sono neanche in grado di comprendere la loro posizione di svantaggio rispetto ad altri utenti.

La seconda teoria, *Information revelations theories*, invece, focalizza la propria attenzione sul ruolo dell'*underwriter*, presupponendo che questi sottostia alle asimmetrie informative presenti nel mercato, non tanto in termini di valore della società quotata, quanto, piuttosto, in relazione alla poca conoscenza della percezione del predetto valore aziendale da parte della platea degli investitori<sup>61</sup>.

Basta ricordare quanto approfondito nel primo capitolo circa le modalità di fissazione del prezzo iniziale di offerta, dato che maggiori informazioni sono in possesso dell'*underwriter* in relazione alla percezione del valore da parte degli

---

<sup>61</sup> BENVENISTE L.M., SPINDT P.A., "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues", in *Journal of Financial Economics*, 24, 1989, pp. 343-361.

investitori e maggiore sarà la possibilità di fissare un *price setting* tale da avvicinarsi al prezzo di mercato che le azioni della società andranno ad attestare nel primo giorno di quotazione, consentendo alla società stessa di raccogliere la quota più alta possibile di capitale, a discapito, ovviamente, del rendimento effettivo degli acquirenti dei suoi titoli in sede di quotazione.

Mentre, infatti, la teoria della maledizione del vincitore era basata sul procedimento di fissazione del prezzo, questa seconda teoria focalizza la propria attenzione sulla composizione del *bookbuilding*, ossia sul sistema di acquisizione delle informazioni circa la propensione di acquisto da parte dei futuri investitori, che consente, come detto, di determinare un prezzo di offerta iniziale molto vicino al reale valore aziendale, grazie alla tracciabilità di una curva di domanda ipotetica.

Tuttavia, non bisogna dimenticare che anche gli investitori, soprattutto se esperti in quotazioni, non avrebbero alcun interesse a fornire correttamente la propria posizione in merito alla quantità di titoli che intendono acquistare ed al prezzo da loro ritenuto congruo ai fini del predetto acquisto. In tal senso, quindi, per poter tracciare una ipotetica, ma reale, curva di domanda, i potenziali investitori dovranno essere incentivati a fornire alla banca di investimento le dette informazioni. D'altra parte, non bisogna nemmeno dimenticare che il ruolo dell'*underwriter* si svolge nei confronti della società che intende accedere alla quotazione, pertanto il sistema di incentivazione degli investitori non deve nemmeno andare a danno della società, in quanto, altrimenti, verrebbe meno la fiducia nei confronti della banca di investimento che, come visto nel primo capitolo, è fondamentale per poter essere in futuro richiesta per altri procedimenti di quotazione.

In conclusione, quindi, il meccanismo di allocazione delle azioni deve essere ben messo a punto dall'*underwriter*, anche sfruttando le asimmetrie informative presenti nella pleora degli investitori e l'*underpricing* diventerà una sorta di strumento di incentivazione per poter assumere le informazioni necessarie alla statuizione di un prezzo che sia un incentivo per essi e non sia un danno per la società.

In particolare, il differenziale di prezzo tra il prezzo inizialmente fissato e quello derivante dalle prime contrattazioni del titolo nel mercato, diventerà un

incentivo soltanto per coloro che hanno rivelato correttamente le proprie intenzioni di acquisto dello stesso e non anche, nel procedimento di allocazione delle azioni, per coloro che si sono rivelati menzogneri.

Diversi autori si sono cimentati nella dimostrazione di detta teorizzazione e, quindi, alla luce di queste ultime affermazioni, le ricerche di questi autori sono andate nella direzione del tentativo di individuare un modello allocativo efficace ed efficiente per consentire di trarre il maggiore profitto agli investitori maggiormente informati e più corretti rispetto a quelli meno informati. Da qui la necessità di comprendere le interconnessioni della teoria di Benveniste e Busava con quella descritta precedentemente di Rock, dato che le informazioni messe a disposizione della banca di investimento da parte degli investitori maggiormente informati, sarebbero potute andare anche a beneficio di quelli meno informati, a causa della riduzione delle asimmetrie informative. Ciò non poteva realizzarsi, in quanto, come detto, il processo di acquisizione delle informazioni è un procedimento assai costoso e, quindi, i benefici prodotti da esso non possono certo andare anche a vantaggio di coloro che non hanno sostenuto costi in proposito<sup>62</sup>.

L'effetto a catena della diffusione del beneficio delle informazioni, pertanto, può essere evitato, secondo gli autori di questa teoria, mediante la definizione di un modello molto puntuale per ogni determinata quotazione di allocazione dei titoli capace di remunerare con l'*underpricing* soltanto il *truth telling*, ossia, come suggerisce la traduzione letterale dall'inglese, solamente gli investitori che hanno reso informazioni corrette e coerenti con il loro comportamento in sede di acquisto reale delle azioni in quotazione.

La teoria appena descritta, tuttavia, come accade per tutte le teorizzazioni che saranno presentate in queste pagine, ha i suoi limiti nella realtà del mercato azionario e, in particolare, per questa il limite consiste nel fatto che le scelte della banca di investimento siano del tutto libere: condizione che non sempre e non per tutte le quotazioni è sempre possibile.

La terza teoria basata sulle asimmetrie informative, poi, è quella nota come teoria del principale e dell'agente. Teoria non propria dell'ambito azionario, ma di

---

<sup>62</sup> AGGARWAL R., KRIGMAN L., WOMACK K.L., "Strategic IPO under-pricing, information momentum, and lockup expiration selling", in *Journal of Financial Economics*, 66, 2002, pp. 105-137.

vecchia data e basata sulla gestione dei rapporti all'interno di una società tra la proprietà ed il *management*.

In ambito azionario e di IPO, la teoria è stata coniugata e verificata nella seconda metà degli anni Settanta da Jensen e Meckling, spiegando l'asimmetria informativa tra l'*issuer* e l'*underwriter*<sup>63</sup>.

Altri autori, anche negli anni a seguire, hanno concluso che l'*underwriter*, date le conoscenze che ha del mercato, si trova nella stessa situazione del gestore di una società rispetto al proprietario, ossia in una situazione di *moral hazard* o azzardo morale, pertanto potrebbe considerare l'*underpricing* anche come una sorta di operazione di marketing. Il presupposto della teoria, infatti, sta nel fatto che sottoprezzando le azioni, l'operazione di vendita si concluderà sicuramente con un grande successo, consentendo di piazzare tutti i titoli offerti e, conseguentemente, con un successo anche in termini di apprezzamento nel mercato da parte degli operatori che valutano una banca di investimento soprattutto in relazione alle operazioni concluse in passato.

Quindi, pur di farsi conoscere e concludere con successo un'operazione di offerta di titoli in una quotazione, la banca di investimento opererà per un abbassamento del prezzo iniziale del titolo, anche se la sua percentuale di compenso è legata proprio a tale prezzo. Accontentandosi di un guadagno inferiore si farà conoscere ed apprezzare nel mercato, alle spalle della società che riceverà in cambio un minor capitale dalle operazioni di quotazione, ma non sarà in grado di valutare l'operato della banca, proprio a causa delle minori informazioni in suo possesso.

Come detto, la teorizzazione di che trattasi è stata composta da diversi autori, prima nella seconda metà degli anni Settanta e successivamente nei primi anni Ottanta, benché è stata esaminata da due punti di vista diversi, come asimmetria pre-contrattuale nella cosiddetta selezione avversa, e post-contrattuale nell'azzardo morale<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> JENSEN M. C., MECKLING W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

<sup>64</sup> BARON D. P., HOLMSTRÖM B., "The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem", in *Journal of Finance*, 35 (5), 1980, pp. 1115-1138.

Recentemente, la predetta teoria è stata ulteriormente aggiornata, aggiungendo la dimostrazione della pratica del cosiddetto *spinning*, ossia della scelta di selezionare l'allocazione dei titoli in sede di quotazione preferibilmente a soggetti che ricoprono un ruolo apicale nelle realtà aziendali, nel tentativo di accattivarsi i loro favori ed essere in futuro scelti di nuovo come *underwriter* in altri processi di quotazione<sup>65</sup>.

A tal proposito, l'unico sistema che si è dimostrato consono ad ovviare ai comportamenti scorretti a scapito della società quotata è rappresentato da un modello di incentivazione degli attori preposti all'acquisizione delle informazioni ed all'allocazione dei titoli in quotazione tale da disincentivare, appunto, tali prevedibili comportamenti, con una sorta di remunerazione a priori atta a colmare i benefici derivanti agli stessi dai menzionati comportamenti.

Tuttavia, benché a prima vista, seguendo le affermazioni svolte sinora, tali teorie possano apparire molto logiche e concrete, alcune ricerche ne hanno anche in questo caso sottolineato i limiti. In particolare, merita menzionare gli approfondimenti di Muscarella, che hanno dimostrato come l'*underpricing* si sia verificato anche nelle IPO di quotazione delle stesse banche di investimento<sup>66</sup>.

Anche il filone delle teorie della segnalazione è una sotto-categoria delle teorie basate sulle asimmetrie informative molto sostanzioso, costituito da diverse sfaccettature e applicato già in termini aziendalistici di gestione, prima ancora che nel processo di quotazione nel mercato regolamentato.

In particolare, tuttavia, ciò che contraddistingue tutte queste teorie è la necessità della società di segnalare la propria qualità, in modo che il valore percepito del proprio capitale dagli investitori sia più alto di quanto in effetti contabilmente rilevabile. Tale obiettivo di segnalazione, nel dettaglio, può essere conseguito da un'azienda contraendo il proprio debito o impiegando le proprie risorse finanziarie nella distribuzione dei dividendi.

---

<sup>65</sup> LJUNGQVIST A. P., "*IPO underpricing. Empirical Corporate Finance*", Eds. B. Epsen Eckbo, North Holland, 2007.

<sup>66</sup> MUSCARELLA C. J., VETSUYPENS M. R., "*A simple test of Baron's model of IPO underpricing*", in *Journal of Financial Economics*, 9, 1989, pp. 125-135.

Da notare anche il lasso temporale di studio della teoria di che trattasi, dato che la stessa è fatta usualmente risalire alle ricerche di Ibbotson<sup>67</sup>, ma è stata nel tempo poi perfezionata attraverso le conclusioni delle ricerche di altri autori, tra i quali Allen e Faulhaber<sup>68</sup> e Welch<sup>69</sup>, in un arco temporale che va dalla metà degli anni Settanta alla fine degli Ottanta.

La cosa che unifica queste teorie, tuttavia, è proprio la considerazione dell'*underpricing* come mezzo di segnalazione della qualità della società che intraprende il processo di quotazione, in quanto equivalenza di solidità finanziaria e patrimoniale. In buona sostanza, una società che è in grado di sostenere i costi di un sotto prezzo dei propri titoli in fase di quotazione è una società che si presume in grado di sostenere il minor quantitativo di capitale raccolto con la quotazione a beneficio degli investitori che andranno ad acquistare i titoli offerti al mercato.

Da tali considerazioni, pertanto, si giunge alla conclusione opposta alle teorie sulle asimmetrie informative esaminate sinora, in quanto, nella discrasia di livelli di informazioni presenti tra gli attori del sistema, in questa si parte dall'assunto che proprio il più informato, ossia la società emittente, decida autonomamente di deprezzare le proprie azioni in offerta pur di conquistare i potenziali investitori, attratti dal maggior guadagno realizzato come differenza tra il prezzo di chiusura post contrattazioni e quello di apertura delle stesse o prezzo di offerta in quotazione.

In effetti, tuttavia, il presupposto è postulato in seguito alla consapevolezza che il sacrificio sopportato in termini di minore capitale raccolto in sede di quotazione dalla società emittente sarà successivamente ammortizzato dalle future SEO, nelle quali gli investitori saranno maggiormente disposti ad acquistare i titoli della società allora quotata proprio in relazione al notevole guadagno realizzato nella quotazione grazie all'*underpricing*.

---

<sup>67</sup> IBBOTSON R. G., JAFFE J., "Hot issue markets", in *Journal of Finance*, 30 (4), 1975, pp. 1027-1042.

<sup>68</sup> ALLEN F., FAULHABER G. R., "Signaling by underpricing in the IPO market", in *Journal of Financial Economics*, 23, 1989, pp. 303-323.

<sup>69</sup> WELCH I., "Seasoned offerings, imitation costs and the underpricing of initial public offerings," in *Journal of Finance*, 44 (2), 1989, pp. 421-449.

L'evoluzione recente subita da queste teorie grazie alle conclusioni delle ricerche di Ljungvist<sup>70</sup> è data dalla consapevolezza che la segnalazione, per così dire, ossia la percezione della solidità della società quotata, è realizzabile e porta comunque i predetti benefici futuri alla società stessa soltanto nel momento in cui resti in evidenza tale *performance* nel mercato azionario, ossia la stessa non possa essere copiata da altre aziende. Questo, in quanto, i benefici per la società si concretizzeranno soltanto nel caso in cui resti impressa negli investitori la superiorità di detta società rispetto ad altre, nonostante le numerose IPO che si possono realizzare successivamente nel mercato, ossia, in buona sostanza, se gli investitori prediligeranno anche in futuro la società quotata in *underpricing* piuttosto che andare alla ricerca di fenomeni simili in altre IPO di altre aziende.

Tale fenomenologia è anche nota alla dottrina come “equilibrio di separazione”, in svariati ambiti già preesistenti rispetto agli andamenti dei processi di quotazione<sup>71</sup>.

Inoltre, è anche utile sottolineare come lo stesso o simile risultato possa essere conseguito in termini di segnalazione al mercato in sede di quotazione anche non dovendo bancare aprioristicamente un sacrificio come accade nelle *IPO underpricing*, grazie alla scelta di *underwriter* conosciuti e di cui gli investitori godono di ampia fiducia o nel ricorso a revisori e *auditors* in grado di certificare e pubblicizzare i bilanci della società che intraprende la quotazione, dimostrando la solidità patrimoniale e finanziaria della stessa.

Altra declinazione della teoria della segnalazione è anche quella basata sulla grande quantità di azioni acquistate o possedute dai proprietari della società che entra in quotazione, partendo dall'assunto che gli stessi non deterrebbero una quota sostanziale di detto capitale se non credessero fermamente nella solidità aziendale.

Infine, a conclusione del paragrafo, si vedrà come si è sviluppata la teoria dell'incertezza *ex ante*, collegata alle teorie sinora esaminate basate sulle asimmetrie informative. All'inizio del paragrafo, si è visto, che non si tratta di una diversa allocazione delle informazioni tra gli utenti del processo di quotazione, quanto, piuttosto, nella diffusa incertezza circa il reale valore del capitale aziendale.

---

<sup>70</sup> LJUNGQVIST A. P., “*IPO underpricing. Empirical Corporate Finance*”, Eds. B. Epsen Eckbo, North Holland, 2007.

<sup>71</sup> AA. VV., “*Politica economica*”, Vol. 13, Il Mulino, Bologna, 1997, p. 260.

Tale teorizzazione deriva dalle ricerche di Beatty e Ritter, risalenti alla seconda metà degli anni Ottanta, sebbene, anche tali conclusioni sono poi state modificate dall'apporto derivante dai contributi di altri autori<sup>72</sup>.

L'assunto di tale teoria consiste nella consapevolezza che larga parte dell'incertezza percepita nel mercato nei confronti della congruità del prezzo di offerta rispetto al reale valore della società dipende dal diffuso scetticismo degli attori del mercato nei confronti del processo di quotazione e del comportamento dell'emittente e dei suoi operatori.

Pertanto, maggiore sarà lo scetticismo nei confronti di detta congruità e maggiore dovrà essere il deprezzamento delle azioni in sede di quotazione per poter garantire il successo dell'operazione ed il piazzamento di tutti i titoli offerti.

La teoria in esame si collega a quelle precedentemente analizzate in quanto maggiore è il grado di incertezza e di scetticismo e maggiori saranno i costi che gli investitori saranno disposti a sostenere per accedere all'acquisto dei titoli, ossia per maturare la scelta di acquisto, fomentando, quindi, conseguentemente, il fenomeno della maledizione del vincitore e chiedendo, in buona sostanza, in cambio di questi costi, un livello maggiore di *underpricing*.

Da questi assunti prende spunto la teoria dell'*advising agent*, ossia un filone teorico che vede nel ruolo degli operatori coinvolti nel processo di quotazione e nelle loro abilità l'unico mezzo per attenuare le predette incertezze e, quindi, anche i livelli di deprezzamento del titolo delle società in sede di quotazioni<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> BEATTY R. P., RITTER J. R., "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", in *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 213-232.

<sup>73</sup> BOOTH J. R., SMITH R., "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis", in *Journal of Financial Economics*, 15, 1986, pp. 261-281.

### 2.3 Teorie istituzionali

All'inizio del capitolo, introducendo le diverse teorie che hanno tentato nel tempo di fornire una spiegazione empirica al fenomeno dell'*IPO Underpricing*, si è visto che alcune delle teorie che saremo andati ad esaminare sono molto legate alla collocazione geografica della società che intende intraprendere il percorso di quotazione nel mercato regolamentato.

In questo paragrafo si darà una spiegazione di queste teorie che hanno trovato grande riscontro in aree geografiche come quella del territorio americano e un pessimo riscontro in altre IPO, come, a titolo del tutto esemplificativo, come quelle realizzate nei mercati asiatici o sauditi.

Anche le teorie che subiscono forti condizionamenti dai particolarismi geografici si possono esaminare declinate in diversi sotto-gruppi teorici, quali, in particolare, quelli legati al cosiddetto *litigation risk*, ossia al rischio di contenzioso tra la società quotata ed i suoi investitori, come anche quelle incentrate sull'analisi della stabilizzazione del prezzo azionario nella fase che segue l'offerta iniziale, o che hanno focalizzato l'attenzione dei loro autori sui benefici fiscali che possono scaturire da un deprezzamento delle azioni in sede di quotazione<sup>74</sup>.

Per quanto riguarda il primo filone delle teorie istituzionali, si può sostenere che per esse la motivazione dell'*underpricing* risiede sulla volontà espressa e realizzata dalla società emittente di sostenere aprioristicamente il costo del deprezzamento delle proprie azioni rispetto al reale valore aziendale, consentendo un guadagno per gli investitori che le acquistano, in funzione della possibilità di evitare un contenzioso con questi ultimi qualora non fossero soddisfatti dal proprio investimento e dall'andamento del titolo sul mercato.

Lougue è il principale fautore di detta teoria e dai suoi studi e dalle sue conclusioni deriva l'appellativo che la dottrina ha conferito in seguito alla stessa. L'autore, infatti, sosteneva che l'*underpricing* dovesse essere considerato una sorta di assicurazione contro il sostenimento di costi futuri derivanti da un potenziale

---

<sup>74</sup> MELES A., "*Private equity e sviluppo dell'impresa. Analisi teoria e indagini empiriche*", Franco Angeli, Milano, 2013, pp. 106 e ss.

contenzioso con gli investitori, tanto che, appunto, come si diceva, la sua teoria è stata anche individuata come *legal insurance o lawsuit avoidance hypothesis*<sup>75</sup>.

L'influenza del particolarismo territoriale di detta teoria sta nel fatto che in America vigono leggi molto severe in termini di *IPO Disclosure*, mentre in altri Paesi non sono state riscontrate normative altrettanto stringenti, pertanto i medesimi approfondimenti su territori diversi operati da altri innumerevoli autori, hanno dato pessimi riscontri in tal senso, pur rilevando alti livelli di *underpricing*<sup>76</sup>.

In ambito americano, infatti, le ricerche hanno confermato che gran parte del rischio da contenzioso e dei costi ad esso legati, addebitati alle imprese post quotazione, erano dovuti alla contestazione di *omission o misstatement* nel processo di quotazione stesso, ossia addebitati da parte degli investitori alle società contestando a queste ultime la scelta consapevole di omettere o distorcere informazioni relative al valore societario in sede di quotazione.

Gli studi di Lowry e Shu, in particolare, hanno dimostrato come nelle IPO effettuate tra il 1988 ed il 1995, ben circa il sei per cento delle società fu citata in giudizio, con una perdita da costi di contenzioso pari ad oltre il 13% dei guadagni realizzati con la quotazione stessa<sup>77</sup>.

Ovviamente, occorre anche considerare, secondo le indicazioni ricevute sinora nel presente approfondimento, che un elevato grado di rischio da contenzioso non si traduce certo in una buona immagine per le società che intendono quotarsi, tanto che, appunto, le stesse sono maggiormente disposte a subire i costi del deprezzamento del proprio titolo, piuttosto che fomentare un contenzioso che possa tradursi non soltanto in costi diretti da gestione dello stesso, ma anche in costi derivanti dalla difficoltà di trovare investitori per le future SEO.

Nel filone delle teorie istituzionali si può annoverare, come cennato, anche il gruppo di teorie note con la locuzione anglosassone di *price stabilization theories*, ossia quelle che cercano di motivare il fenomeno dell'*underpricing* facendo

---

<sup>75</sup> LOGUE D., "On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969", in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (1), 1973, pp. 91-103.

<sup>76</sup> JENKINSON T. J., "Initial Public offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan", in *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, 1990, pp. 428-449.

<sup>77</sup> LOWRY M., SHU S., "Litigation risk and IPO underpricing", in *Journal of Financial Economics*, 65, 2002, pp. 309-335.

riferimento all'attività di stabilizzazione del prezzo dei titoli svolta dalla banca di investimento appena dopo l'ingresso della società nel mercato regolamentato.

Si tratta, come visto nel primo capitolo, di un'attività svolta dall'*underwriter* appena dopo l'offerta pubblica iniziale, finalizzata a stabilizzare il prezzo del titolo: attività che per tale soggetto rappresenta spesso un reale obbligo contrattuale, ossia un adempimento previsto nello stesso contratto sottoscritto tra questo e la società emittente. La predetta attività si sostanzia generalmente nel cosiddetto *buyback*, attuato in modo che il prezzo del titolo non scenda al di sotto di una soglia considerata pericolosa.

Ruud, in particolare, agli inizi degli anni Novanta, aveva svolto ricerche che, a suo avviso, avevano prodotto un effetto di dimostrazione del fatto che l'*underpricing* poteva essere un effetto dell'attività che la banca di investimento sarebbe andata a svolgere nell'*aftermarket*. Tale presunta dimostrazione si basava sull'assunto secondo il quale la necessità di stabilizzare il prezzo nel mercato secondario, per evitare il crollo dello stesso in seguito alla quotazione, era motivazione per un deprezzamento del titolo già in sede di offerta iniziale, in modo che lo stesso si sarebbe, in buona sostanza, stabilizzato da solo nelle giornate immediatamente seguenti alla quotazione medesima<sup>78</sup>.

Le teorizzazioni dell'autrice, tuttavia, sono state smentite pochi anni dopo dalle ricerche di Benveniste, secondo il quale l'attività di stabilizzazione del prezzo è finalizzata, contrariamente, alla riduzione del fenomeno del deprezzamento dei titoli in sede di quotazione, in considerazione del fatto che il fenomeno sia giustificabile come mezzo di condivisione degli interessi delle società emittenti e delle banche di investimento incaricate dell'ingresso al mercato, anche in considerazione del fatto che queste ultime, trovandosi a dover riacquistare parte dei titoli emessi per sostenere il prezzo, non hanno un totale interesse al che i prezzi dei titoli salgano vertiginosamente rispetto al prezzo iniziale di offerta, oltre all'altrettanto considerazione secondo la quale un elevato *underpricing* comporterebbe un minor guadagno della loro attività, essendo questo fissato in percentuale rispetto al valore del titolo iniziale ed al ritorno negativo di immagine

---

<sup>78</sup> RUUD J. S., "Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle", in *Journal of Financial Economics*, 34 (2), 1993, pp. 135-151.

che avrebbero nei confronti della società emittente, avendo piazzato titoli molto al di sotto del loro valore reale, con una ingente perdita di capitale per l'emittente stessa<sup>79</sup>.

Un ultimo filone delle teorie istituzionali, inoltre, è quello che ricollega il fenomeno dell'*underpricing* ai vantaggi fiscali che si potrebbero ottenere grazie ad esso in alcuni determinati Paesi, in funzione di una particolare normativa tributaria presente negli stessi.

Anche queste teorie, come quelle basate sul contenzioso potenziale tra società emittente ed investitori acquirenti dei suoi titoli azionari, soffrono molto di uno specifico particolarismo geografico, inteso, come cennato, come particolarità di normative presenti in determinati Stati i cui mercati vengono scelti come bacino di riferimento per le quotazioni.

Si tratta di teorie note anche con la locuzione anglosassone di *tax arguments* che si sono sviluppate al termine degli anni Novanta da parte di autori che hanno concentrato le proprie ricerche nei detti territori, tra i quali, *in primis* la Svezia. In questo Paese, in particolare, già a partire dagli anni Ottanta, la tassazione sul lavoro è stata sempre maggiore rispetto a quella sul capitale tanto da portare le società che intendevano intraprendere il processo di quotazione ad allocare parte dei titoli azionari ai propri dipendenti, come surrogato, per così dire, dal pagamento degli stessi<sup>80</sup>. In questi casi, il fenomeno dell'*underpricing* poteva essere visto anche come una sorta di premio riconosciuto ai dipendenti che erano disposti ad acquistare le azioni delle società nelle quali erano impiegati, come una sorta di guadagno tassato ad un valore molto più basso di quello previsto come prelievo sul salario. Ad una simile conclusione sono giunti anche altri autori, i quali, però, hanno svolto le loro ricerche nei mercati americani nei primi anni duemila. Taranto, in particolare, ha riscontrato che i manager ed i dipendenti possessori delle *stock option* della società presso la quale erano impiegati, venivano tassati in due momenti diversi, ossia, in prima battuta, al momento dell'esercizio del diritto di

---

<sup>79</sup> BENVENISTE L. M., BUSABA W. Y., "Bookbuilding vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs," in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 1997, pp. 383-403.

<sup>80</sup> RYDQVIST K., "IPO Underpricing as tax-efficient compensation", in *Journal of Banking and Finance*, 21, 1997, pp. 295-313.

opzione, sul valore differenziale tra lo *strike value* ed il *fair market value* ed in un secondo momento quanto realizzavano la vendita dell'azione posseduta tramite il diritto di opzione, per un valore pari al cosiddetto *capital gain*, calcolato come differenziale tra il *fair market value* ed il prezzo di vendita<sup>81</sup>.

In quest'ottica, i manager ed i dipendenti cercavano di ottenere un *fair market value* più basso possibile, in considerazione del fatto che le imposte previste nel quadro normativo americano sul *capital gain* sono sostanzialmente inferiori a quelle previste nella *income tax*, oltre ad essere anche differite rispetto a queste ultime.

Tuttavia, è utile anche specificare che nella normativa americana, nel caso di opzione esercitate in fase di IPO, il legislatore ha preso in considerazione ai fini fiscali l'*offering price* al posto del *fair market value*.

Da queste ultime considerazioni si può quindi constatare definitivamente il particolarismo geografico e di normativa a cui sono soggette le ricerche sulle teorie istituzionali basate sulla individuazione di vantaggi fiscali a giustificazione del fenomeno dell'*underpricing*.

---

<sup>81</sup> TARANTO M., "Employee stock option and the underpricing of initial public offerings", Working paper, University of Pennsylvania, 2003.

## 2.4 Teorie sull'assetto proprietario

In questo penultimo paragrafo saranno esaminate le teorie di spiegazione del fenomeno dell'*underpricing* basate sull'assetto proprietario, ossia, più dettagliatamente, basate sulla suddivisione tra la proprietà e la gestione, caratteristica fondante di molte teorie economiche anche antecedenti a quelle sulle quotazioni azionarie, ma anche molto rinomate per gli approfondimenti sulle IPO, in quanto, intuitivamente, le società che intraprendono un processo di prima quotazione sono generalmente imprese che hanno raggiunto un certo livello dimensionale, che implica generalmente la suddivisione tra la proprietà ed il controllo.

Alcuni studi risalenti alla fine degli anni Settanta, infatti, hanno sollevato la questione in base alla quale una non definitiva separazione tra queste due entità all'interno delle società avrebbe potuto comportare problematiche legate alla questione dell'agenzia anche in sede di prima quotazione.

Nel caso in cui, infatti, i manager non proprietari di una parte del capitale sociale avessero avuto ampia libertà decisionale, in assenza di uno stringente monitoraggio, si poteva verificare l'ipotesi per la quale gli stessi avessero distolto parte dei fondi a disposizione dell'azienda per raggiungere finalità proprie ed ottenere vantaggi personali in ragione di un utilizzo dei medesimi fondi per incrementare il valore della società<sup>82</sup>.

Le considerazioni appena fatte, tuttavia, non hanno condotto ad una univoca teorizzazione delle criticità di agenzia, dato che dalle stesse sono derivate due distinte teorie ispirate alla questione *Ownership&Control*, che conducono a conclusioni diametralmente opposte.

Per comprendere il fenomeno dell'agenzia applicato alla prima quotazione di una società bisogna pensare al fatto che il prezzo di offerta iniziale ed il modello allocativo dei titoli sono attività in capo alla banca di investimento che si occupa del processo di quotazione, in modo del tutto o quasi indipendente dalla proprietà

---

<sup>82</sup> JENSEN M. C., MECKLING W. H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305-360.

della società stessa che dà mandato alla banca proprio in quanto non competente in materia.

Quindi, tramite il deprezzamento del titolo azionario l'*underwriter* può direzionare anche l'allocazione delle azioni ad una pleora più o meno consistente di investitori, prediligendo, come visto anche in precedenza nel presente approfondimento, investitori maggiormente consapevoli ed in quantità minore, oppure numerosi e meno preparati in quanto ad andamento della finanza di mercato. A queste considerazioni, infatti, si deve legare il concetto di azionariato diffuso, ossia la diffusione di piccole quote di proprietà del capitale sociale in un gran numero di azionisti proprietari i quali, proprio per la loro numerosità, difficilmente saranno in grado di organizzarsi per interferire con la gestione della società stessa che, quindi, di conseguenza, sarà lasciata in mano alla gestione proposta dai manager<sup>83</sup>.

L'azionariato diffuso, infatti, in sede di prima quotazione di una società nel mercato regolamentato, può essere realizzato proprio mediante il deprezzamento del titolo azionario ad opera della banca di investimento. In tal modo una quantità di soggetti molto maggiore sarà attratto all'acquisto proprio in vista del guadagno che otterrà in seguito alla quotazione, dopo le contrattazioni del titolo acquistato e come differenza tra il differenziale di prezzo post contrattazione rispetto al prezzo di offerta.

Oltre alla diluizione della proprietà, infatti, una tale conclusione è determinata anche dal concetto del *free riding*, ossia dalla consapevolezza dei nuovi proprietari delle piccole quote di capitale sociale che l'attività di monitoraggio nei confronti dei gestori della società è un'attività molto costosa di per sé, tanto da essere spesso sostituita da un sistema di incentivazione del management, in modo che gli stessi gestori si astengano da comportamenti scorretti. Sistema di remunerazione che, molto spesso, è attuato proprio attraverso un premio costituito da quote azionarie della società stessa, in modo che i manager diventino anche in minima parte proprietari della società che gestiscono, facendo convergere, in tal modo, gli interessi della proprietà con quelli del controllo.

---

<sup>83</sup> MOLESTI R., "*Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive*", Franco Angeli, Milano, 2006, pp. 290 e ss.

Tornando per un brevissimo approfondimento al fenomeno dell'aggravio economico dato dal monitoraggio in relazione al concetto del *free riding*, è opportuno sottolineare che il suo meccanismo implica che i benefici derivanti proprio dal monitoraggio vadano anche a favore di coloro che non hanno sostenuto i costi dello stesso. Motivo per cui, oltre all'aggravio economico, molto generalmente il monitoraggio non è un'opzione presa in considerazione della proprietà, soprattutto nel caso di un azionariato diffuso, prediligendo, al contrario, il sistema di incentivazione menzionato.

Contrariamente a quanto appena esaminato, alcuni autori, sempre appartenenti al filone teorico dell'assetto proprietario, hanno concluso che il fenomeno dell'*underpricing* poteva comportare una maggiore attività di monitoraggio, rivelandosi addirittura uno strumento di convergenza degli interessi della proprietà e della gestione, a causa dell'azione di stabilizzazione del titolo post quotazione<sup>84</sup>.

In buona sostanza, infatti, essendo tale attività un obbligo contrattuale della banca di investimento che viene incaricata della gestione della quotazione dalla società emittente, l'*underwriter* non potrà esimersi dall'espletamento di detta attività e, quindi, dovrà anche forzatamente far convergere i propri interessi a quelli di stabilizzazione del prezzo del titolo della società quotata.

A queste considerazioni, si uniscono poi anche contributi derivanti da altri autori che hanno focalizzato la propria attenzione soltanto su aspetti particolari del processo di quotazione, come quelli riguardanti il fatto che un azionariato diffuso scoraggia in sé minacce di *hostile takeover* ai danni dell'azienda, in quanto, essendo la sua proprietà in mano a diversi molteplici soggetti, questi non avranno alcuna tentazione di procedere ad azioni aggressive nei confronti dell'azienda di cui possiedono anche una minima quota<sup>85</sup>.

Altra ricerca ha dimostrato un assunto in funzione del quale l'azionariato diffuso avrebbe comportato anche un ulteriore vantaggio ai manager, in quanto, come abbiamo detto, è usuale che questi ricevano in premio o come pagamento una

---

<sup>84</sup> STOUGHTON N. M., ZECHNER J., "IPO mechanisms, monitoring and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, pp. 45-78.

<sup>85</sup> GROSSMAN S., HART O., "Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation", in *Bell Journal of Economics*, 11, 1980, pp. 42-64.

parte delle azioni della società e, al momento in cui decidessero di rivendere tali azioni, avrebbero molta più possibilità che le stesse approdassero in un mercato altamente concorrenziale, capace di conferire loro una maggiore remunerazione derivante proprio dalla vendita<sup>86</sup>.

Nel contesto IPO, comunque, molti autori hanno evidenziato come l'*underpricing* fosse un costo di agenzia troppo alto da sostenere anche da parte dei manager che avessero avuto parte al processo di quotazione anche in qualità di possessori dei titoli societari, in quanto dal deprezzamento del titolo avrebbero molto da perdere sotto diversi punti di vista. Primo tra tutti un minore guadagno derivante da una percentuale sul risultato della quotazione inferiore, una cattiva immagine di una banca di investimento che ha gestito un ingresso al mercato in un modo tale da far perdere molto capitale alla società quotata che l'ha incaricata, una perdita potenziale nel momento in cui la vendita delle loro azione fosse avvenuta prima dell'effettivo rialzo del titolo a seguito delle contrattazione nel mercato, realizzando, quindi, un ritorno negativo anche in termini economici e finanziari sicuramente più alto rispetto a quello positivo derivante dalla perdita di efficacia del monitoraggio sulla gestione e dalla realizzazione di un guadagno differenziale tra il prezzo di offerta iniziale ed il reale valore aziendale in sede di eventuale vendita delle loro azioni nel mercato secondario<sup>87</sup>.

---

<sup>86</sup> ZINGALES L., "Insider ownership and the decision to go public", in *Review of Economics Studies*, 62, 1995, pp. 425-448.

<sup>87</sup> PAGANO M., PANETTA F., ZINGALES L., "Why do Companies go public? An Empirical Analysis," in *The Journal of Finance*, 1 (1), 1998, pp. 27-38.

## 2.5 Teorie comportamentali

In quest'ultimo paragrafo si affronterà l'ultimo filone teorico incentrato sulle ricerche delle motivazioni al fenomeno dell'*underpricing*. Primi cosa da dire in merito a tali teorie è che le stesse possono essere considerate una classe teorica, per così dire, residuale, motivazione per la quale anche si è optato per affrontarne l'analisi al termine del capitolo. Residuale, principalmente, perché sono nate come possibilità teorica, intellettuale e statistica di dare una spiegazione a quei casi di IPO *underpricing* che non avevano trovato alcuna alternativa spiegazione in funzione di tutte le teorie esaminate nei paragrafi precedenti.

In buona sostanza, si tratta di teorie utilizzate nei casi di fallimento delle teorie affrontate sinora. Il motivo principale che ha spinto tanti autori ad affrontare questo genere di teorizzazioni è stato molto pregnante nella storia della finanza moderna, in quanto si può far risalire alla perdita di oltre sessanta milioni di capitale, espressi in dollari americani, nelle IPO statunitensi realizzate nel periodo della *dot com bubble*.

Si tratta di una crisi scoppiata negli anni Novanta e come tutte le crisi anche questa ha avuto un'evoluzione alquanto classica, iniziata con la forte razione del mercato alle nuove tecnologie di comunicazione ed all'altrettanto sostanziale fiducia degli investitori nelle società che si erano fatte ricercatrici, fautori e sviluppatrici di dette tecnologie. I titoli di queste società sono saliti alle stelle, fin quanto alcuni eventi intervenuti nel mercato non hanno iniziato a minare la fiducia di questi investitori, incrementando sempre più il flusso delle vendite di quei titoli, fino a decretare il crollo del loro prezzo per eccesso di offerta rispetto alla domanda.

La crescita della rete Internet, in quegli anni, è dipesa non soltanto dallo sviluppo delle nuove tecnologie e dalla crescita della rete dei computer ad essa collegati, ma anche, anzi, soprattutto, dalla crescita della rete delle persone e dell'incremento della consapevolezza di queste nelle possibilità che la rete fornisce loro. Sviluppo che ha riguardato ed influenzato anche il mercato e l'evoluzione dell'economia, come hanno iniziato a teorizzare diversi autori agli albori del nuovo millennio. Alessandrini, ad esempio, già verso la fine degli anni Novanta tratta la nascita della *new economy*, esaminando il rinnovamento dell'economia

statunitense<sup>88</sup>. In particolare, l'autore ha focalizzato l'attenzione sulla profonda modifica del modello del capitalismo rispetto alla sua conformazione classica.

Il passo, sempre in quegli anni, dalla *new economy* alla *net economy* è stato breve, come quello, in termini più usuali nel nostro linguaggio, dalla nuova conformazione del capitalismo a quella dettata dalla presenza massiccia e dall'influenza dell'economia digitale, come nuova possibilità per incrementare la produttività, modalità di creazione del valore, di ricchezza e di formazione di nuove professionalità, mirate allo sviluppo di figure occupazionali sino ad allora non esistenti e sicuramente innovative<sup>89</sup>.

D'altra parte, la locuzione anglosassone di *net economy*, non è altro che l'abbreviazione tra le due parole inglesi di *network* e *economy*, tanto che sia i termini *new economy* che *net economy* sono spesso utilizzati come sinonimo della locuzione italiana di economia digitale, per segnare il passaggio tra la vecchia concezione di capitalismo e la nuova strutturazione del mercato concorrenziale.

Le teorie sulla nuova economia, tuttavia, sono state molte ed anche diverse tra loro, dato che c'è chi ha paragonato la *new economy* ad una rivoluzione industriale e chi, invece, la considera soltanto uno sviluppo ulteriore della precedente.

Tuttavia, dal punto di vista del mercato, prettamente finanziario, nonostante il grande slancio che aveva preso questa nuova forma di economia, il mercato finanziario risultò presto saturo, a causa, molto probabilmente, dell'euforia che l'aveva portato ad una troppo rapida evoluzione in crescendo. La conseguenza fu proprio quella menzionata all'inizio di questo spaccato, ossia il fallimento di molte società e la perdita di oltre sessanta milioni di dollari nelle IPO americane negli anni immediatamente prima e dopo l'inizio del nuovo millennio.

Esaminando quanto accaduto, diversi autori hanno formulato teorie comportamentali, basate sull'irrazionalità dei comportamenti degli attori del mercato.

---

<sup>88</sup> ALESSANDRINI G., "Risorse umane e new economy. Formazione e apprendimento nella società della conoscenza", Carocci, Roma, 2001.

<sup>89</sup> LEVY P., "L'intelligenza collettiva. Per un'antropologia del cyberspazio", Feltrinelli, Milano, 1996.

D'altra parte, anche in un documento pubblicato dalla Consob italiana, Autorità Italiana per la Vigilanza dei mercati finanziari, si può leggere quanto segue: “Un elemento tipico delle bolle speculative è costituito dall'attitudine degli individui a mettere in atto comportamenti imitativi (*herding behaviour*) ispirati all'agire comune e alle prassi maggiormente diffuse tra gli altri investitori. Sia nella fase della crescita sia nella fase dello scoppio della bolla, gli operatori di mercato, infatti, tendono a operare scelte di investimento e, rispettivamente, disinvestimento indotte dall'euforia del momento e dalla paura diffusa di perdere in pochi istanti l'intero valore dei titoli in portafoglio (il cosiddetto *panic selling*), piuttosto che da valutazioni oggettive sulle prospettive di futuri rendimenti”<sup>90</sup>.

Anche nelle parole appena citate emergono i concetti di euforia, irrazionalità e panico, tutti sentimenti che spostano l'azione umana secondo canoni non razionali, molto distanti dalle valutazioni strategiche assunte, pensate, ideate o anche soltanto imitate che si sono evidenziate nell'analisi delle teorie precedentemente esaminate.

D'altra parte, come hanno sottolineato diversi autori, è anche molto semplice legare un contesto emozionale all'ambito delle prime quotazioni delle società nei mercati regolamentati, in quanto, non trattandosi di società il cui valore sia stato già sottoposto in passato a valutazione, gli utenti dell'intero processo di quotazione non hanno elementi passati certi e testati sui quali formulare le proprie ipotesi circa il reale valore dell'azienda che intraprende il processo di quotazione. Realtà, quest'ultima, che spiega il fenomeno dell'*underpricing* in sede di IPO e che fomenta tutti quelli che possono essere i comportamenti delle banche di investimento incaricate delle operazioni di quotazione, soprattutto in relazione alla fissazione del prezzo iniziale di offerta e del pacchetto di investitori nell'allocazione dei titoli azionari dell'emittente.

In un tale ambito, mentre le teorie sinora esaminate sono state tutte basate sulla razionalità dei comportamenti strategici di detti operatori, quelle comportamentali prendono in considerazione gli aspetti irrazionali di comportamenti dettati maggiormente da aspetti, appunto, come suggerisce il nome, comportamentali, ossia legati a fattori emozionali, come può essere accaduto

---

<sup>90</sup> [www.consob.it](http://www.consob.it), “Lo scoppio della bolla delle c.d. dotcom”, sezione Le crisi finanziarie.

proprio nei momenti di panico diffuso esaminati nei primi anni del nuovo millennio in seguito alla bolla dei *dot com*.

Tra queste teorie, una delle più importanti anche in termini di ricerche effettuate per la sua conclusione, è quella operata da Welch nei primi anni Novanta, nota come *Information cascades*<sup>91</sup>.

Si tratta di una teoria strutturata su comportamenti cosiddetti “a gregge”, ossia comportamenti adottati dagli investitori in relazione ad un processo che si potrebbe definire anche di reazione a catena, dettate dall’imitazione delle scelte di altri investitori, piuttosto che su informazioni reali estrapolate mediante la già nota attività di *information gathering*. Come visto in precedenza si tratta, infatti, di un’attività costosa ed altamente soggetta al fenomeno del *free riding*, ossia i cui effetti informativi vanno anche a vantaggio di coloro che non hanno effettivamente sostenuto i costi di detta attività di monitoraggio.

Il costo di questa attività, intuitivamente per il discorso delle asimmetrie informative e della presenza di operatori maggiormente informati e di altri meno capaci, è molto noto anche alle banche di investimento che sono incaricate dalle società emittenti di gestire le operazioni di quotazione. Proprio partendo da detta conoscenza, quindi, l’*underwriter* opererà scientemente per un deprezzamento delle azioni da quotare in sede di fissazione del prezzo iniziale di offerta, in modo da creare i presupposti per ottenere un vantaggio in capo agli investitori, i quali, a loro volta, non pienamente consapevoli del valore della società emittente, saranno portati a seguire le scelte di acquisto di soggetti maggiormente informati e desiderosi di acquistare le azioni deprezzate proposte, tanto da acquistare a loro volta.

Questo modello di quotazione e la realizzazione del valore dipendente dal differenziale ottenuto tra il prezzo post quotazione e quello iniziale di offerta pagato porterà presumibilmente anche in seguito gli investitori ad essere favorevoli all’acquisto di altre quote azionarie in successive SEO, senza premunirsi di ottenere informazioni puntuali circa il valore reale delle azioni offerte successivamente alla prima quotazione.

---

<sup>91</sup> WELCH I., “*Sequential sales, learning, and cascades*”, in *Journal of Finance*, 47, 1992, pp. 695-732.

Dal punto di vista dell'emittente, è intuitivo comprendere che, come già visto in precedenza, ciò consentirà di ammortizzare le perdite derivanti dalla prima quotazione con i benefici assunti con i successi delle successive SEO.

Si può parlare, pertanto di *positive cascade*, in quanto, in quest'ottica, il deprezzamento è visto come una sorta di premio ai sottoscrittori iniziali, sebbene l'effetto di queste cascate, se non desiderate da parte dell'emittente o della banca di investimento, può essere tranquillamente evitato mediante la veicolazione di una maggiore comunicazione, nonostante che anche quest'ultima abbia un costo e che possa persino non garantire l'effetto ipotizzato a causa del diffuso scetticismo degli investitori, soprattutto nei mercati attuali, dopo i tragici eventi delle bolle speculative di cui si è parlato all'inizio del paragrafo.

A questa teoria, pertanto, si aggiunge quella nota con la locuzione anglosassone di *investor sentiment e mental accounting theory*, basata sull'assunto che nel mercato esistano investitori maggiormente sensibili ai sentimenti irrazionali di cui si parlava, che, per loro natura, sono facilmente propensi alle *IPO company* e che, magari perché legati ai *brand* di queste società, nutrono forti aspettative nei confronti dei risultati in termini finanziari che tali quotazioni possono assicurare al mercato<sup>92</sup>.

Ovviamente, tutte le imprese hanno interesse a massimizzare i risultati di questi sentimenti positivi nei loro confronti, andando a catturare tutti i benefici finanziari in termini di capitale e di sovrapprezzo delle azioni che possono introitare come differenziale a loro positivo dalla quotazione delle loro azioni mediante un livello di prezzo iniziale più alto rispetto al reale valore della società.

Tuttavia, le ricerche di diversi autori in proposito hanno dimostrato la negatività di un eccesso di offerta, proprio a causa del meccanismo che si è andato a realizzare al momento della bolla speculativa, dato che tale eccesso si è tradotto in un collasso del titolo e del prezzo dello stesso.

A tal proposito, occorre anche sottolineare che, per regolamento dei diversi mercati di ingresso per le società che intendono quotarsi, non è possibile optare per una discriminazione di prezzi delle proprie azioni, come non è nemmeno possibile

---

<sup>92</sup> LJUNGQVIST A. P., NANDA V., SINGH R., "Hot markets, investor sentiment and IPO pricing", in *Journal of business*, 2004.

per l'impresa trattenere una parte delle azioni e ricorrere successivamente al mercato primario per l'allocazione di quelle trattenute, rendendo impossibile allocare in *underpricing* i titoli agli azionisti più razionali ed il contrario, anche in un secondo momento, agli azionisti maggiormente sentimentali.

Questi regolamenti, tuttavia, non impediscono la realizzazione dei comportamenti irrazionali sfruttati dalle emittenti e dalle loro banche di investimento, in quanto il mercato reale, come sottolineato da tanti esponenti autorevoli, non appare perfettamente in linea con il mercato perfettamente concorrenziale della teorizzazione neoclassica, tanto da consentire l'evoluzione reale ed applicabile di strategie basate sul concetto del *mental accounting* di Thaler, ossia sulla consapevolezza che ciascun investitore sia spinto all'azione di acquisto da una sorta di bilancino in parte contabile ed in parte mentale, ove quest'ultimo elemento distoglie l'equilibrio microeconomico dalla pura razionalità neoclassica<sup>93</sup>.

Pertanto, a conclusione della trattazione, si può sostenere, come hanno fatto anche gli autori Ljungqvist e Wilhelm<sup>94</sup>, che le società emittenti non siano in grado di sfruttare appieno l'irrazionalità degli attori del mercato, in quanto non sono di per sé in grado di comprendere appieno i risvolti futuri della loro quotazione, tanto che si affidano agli *underwriter*, i quali, tuttavia, per tutte le motivazioni viste nelle pagine precedenti di questo intero capitolo, spesso hanno tutto l'interesse a trovare un equilibrio tra i vantaggi che possono trarre dal processo di quotazione, che, purtroppo, spesso non coincidono con quelli della società emittente.

---

<sup>93</sup> THALER R., "Mental accounting and consumer choice", in *Marketing Science*, 4, 1985, pp. 199-214.

<sup>94</sup> LJUNGQVIST A. P., WILHELM J. W., "Ipo Pricing in the Dot-Com Bubble," in *Journal of Finance*, 58 (2), 2003, pp. 723-752.

## CAPITOLO III

### Caratteristiche e peculiarità dei mercati del lusso e della moda

#### 3.1 Il settore lusso

L'intento di analisi che si vuole sviluppare nel prossimo capitolo, non può esimersi dal tentativo di operare una descrizione introduttiva delle peculiarità e della complessità del mercato di riferimento dell'azienda scelta, ovvero quello del "lusso" e in particolare quello della moda.

Già a partire dal concetto stesso di lusso, si manifestano le prime difficoltà, configurandosi come estremamente mutevole e sfuggente, manifestando profili anche assai diversi in base all'epoca storica o alla regione geografica.

Come suggerisce l'etimologia del termine, il termine lusso è da ricondursi al sostantivo "luxus -ūs" letteralmente "abbondanza, fasto, magnificenza" (Tacito) e per questa via, il lusso indica anche onore, lustro, distinzione, raggiungimento di un'elevata posizione sociale; ma questi sono significati più tardi, inizialmente l'espressione stava proprio ad indicare "eccesso, sregolatezza, sfarzo e dissolutezza" che sembra derivare semanticamente a sua volta dall'aggettivo "luxus -a -um", che vuol dire "messo di traverso, slogare, disgiungere, disarticolare"<sup>95</sup>.

Fornire un significato del tutto positivo dunque, ad oggi, ci appare oggettivamente poco plausibile, anche se gli "operatori di settore" preferiscono magari presentarlo come espressione di creatività ed abbondanza di energie vitali, comprendendo anche l'idea di superare i limiti tradizionali, la segnalazione di uno scarto, di una differenza, di una frattura, i cui confini diventano sempre più labili e cangianti.

Distinguiamo dunque, almeno due opposte interpretazioni: da un lato identifica una forma di consumo ostentativo ed etero-riferito, dettato essenzialmente dalla necessità di acquistare il bene per esibire di fronte agli altri il

---

<sup>95</sup> CASTIGLIONI-MARIOTTI, *"Il Vocabolario della lingua Latina"*, Loescher, 1990.

proprio status e la propria ricchezza; dall'altro, si preferisce far riferimento alla dimensione emozionale, in questo caso del consumo edonistico ed auto-riferito, secondo cui l'uomo persegue gratificazioni e soddisfazioni personali, che possono essere collegate, ma non necessariamente vincolate, all'acquisto di un bene materiale. Lusso in questo caso significa volere per sé il meglio, cercare di appagare il piacere ed il benessere personale<sup>96</sup>.

Significati tanto opposti evidenziano l'ambiguità polisemantica del concetto stesso e sono molti gli studiosi e addetti al settore ad averlo approfondito, ciascuno in riferimento al suo specifico ambito di ricerca.

Sombart ad esempio considera il lusso come "ogni dispendio che vada oltre il necessario", ma quell'è allora l'essenza "di necessario"? Individua due differenti prospettive: una soggettiva di giudizio di valore ed una oggettiva relativa al complesso di necessità fisiologiche e/o di esigenze culturali; il "lusso qualitativo" coincide con il consumo di beni superiori, mentre il "lusso quantitativo" con quello dello spreco. Nella maggioranza dei casi tali due manifestazioni di lusso si presentano congiuntamente, caratterizzandosi per una "vana superfluità"<sup>97</sup>.

Il rapporto tra l'incremento del reddito e il consumo è il risultato di comportamenti sociali che sono stati puntualmente analizzati da Abrham Maslow<sup>98</sup> secondo cui le persone esprimono bisogni diversi in momenti differenti della vita ed essi si manifestano secondo una precisa scala gerarchica. Osservando la sequenza ci si accorge che il lusso, contrariamente a come si sarebbe potuto pensare, non si colloca al suo vertice ma verosimilmente tra i bisogni "sociali" in quanto esso contribuisce in modo determinante alla creazione del senso di appartenenza ad una determinata classe; ma anche, in secondo luogo, in quelli di "stima" considerato che solo pochi eletti possono acquistare tali beni, per definizione elitari, permetterebbero il raggiungimento di uno status di prestigio e di stima che le persone impegnate a soddisfare i beni dei livelli primari non possono raggiungere. Alla luce di questa ricostruzione, si rileva come tale tipologia di beni svolgano un ruolo tutt'altro che marginale nel contribuire al grado di soddisfazione personale

---

<sup>96</sup> FABRIS G. P., "Il nuovo consumatore: verso il postmoderno", Franco Angeli, 2010.

<sup>97</sup> SOMBART W., "*Lusso e capitalismo*", Edizioni all'insegna del Veltro, 1982.

<sup>98</sup> MASLOW A.H., "*Motivation and Personality*", Harper & Brothers 1954.

che l'individuo cerca nella sua esistenza di raggiungere, pur mantenendo la loro essenza di beni non necessari.

Dunque, mentre per gli economisti il lusso descrive semplicemente categorie di prodotti/servizi la cui domanda presenta una elasticità rispetto al reddito positiva ed elevata, per i sociologi lusso ha a che fare con i consumi ostentativi legati al processo di stratificazione sociale. Per gli "aziendalisti" invece il concetto fa riferimento a determinate industrie e a strategie di marca volte a creare valore intangibile e aspirazionale, mentre per i consulenti e banche d'affari lusso sembra essere un criterio secondo cui raggiungere certe imprese e marchi, spesso estremamente eterogenei in termini di settori di appartenenza, ma che condividono il valore simbolico dei propri prodotti e l'elevato premio in termini di prezzo che ottengono sul mercato<sup>99</sup>.

### 3.2 Analisi della domanda

Nel corso dell'ultimo secolo, sono stati davvero molti i ricercatori ad occuparsi del comportamento del consumatore e del percorso d'acquisto cercando di individuare caratteristiche particolari del pubblico di questo mercato. Sinteticamente potremmo racchiuderli in quattro filoni principali: il consumo ostentativo, il consumo edonistico, la democratizzazione del lusso e il "trading up".

Le basi fondanti del "consumo ostentativo" furono formulate da Liebenstein<sup>100</sup>, prendendo in analisi i suoi tre effetti: "effetto Veblen", "effetto snob" ed "effetto Bandwagon".

Il primo, prende il nome dall'economista e sociologo T. Veblen che nel suo "La teoria della classe agiata"<sup>101</sup>, spiegò, ben oltre un secolo fa, le caratteristiche comportamentali della classe sociale borghese emergente. L'autore attribuì ai beni di lusso la forza di conferire a chi li possiede uno status sociale di prestigio vero o presunto tale. In una società suddivisa sostanzialmente in caste è quasi del tutto

---

<sup>99</sup> MOSCA F., "Strategie nei mercati del Lusso", Egea, 2017.

<sup>100</sup> LIEBENSTEIN H., "Bandwagon, Snob and Veblen Effects in the Theory of Consumers' Demand", in "The Quarterly Journal of Economics", N.64 1950.

<sup>101</sup> MACMILLAN, "Teoria della classe agiata", Einaudi, traduzione It, 1999.

assente la possibilità di una qualunque mobilità sociale che non derivi dalla ricchezza; la stratificazione assume dunque carattere psicologico che scatena una vera competizione diretta soprattutto in senso verticale, fra una classe e quella immediatamente superiore.

L'autore afferma senza mezzi termini che lo spreco è un aspetto comune all'agiatezza e al consumo vistoso: questo aspetto li configura come indiscutibili segni di ricchezza e pertanto mezzi utili ad ottenere considerazione da parte dei soggetti appartenenti al rango sociale a cui aspirano. L'ottenimento di tale considerazione è la base su cui costruire e aumentare la stima di sé.

Sempre riguardo all'autostima, e strettamente legato al primo, è "l'effetto snob". Qui il lusso diventa lo strumento che permette di amplificare il proprio senso di auto realizzazione, infatti una volta soddisfatti i bisogni primari, il consumatore va alla ricerca di beni particolari e soprattutto differenziati per appagare bisogni "gerarchicamente superiori"<sup>102</sup>. Questi consistono proprio nei beni di lusso caratterizzati da un valore intrinseco di ostentazione e di esclusività, date dalla loro eccellente qualità, dall'elevato costo e dalla difficoltà di reperirli: aspetti che attribuiscono a chi li possiede un valore elitario e di distinzione. Due sono i momenti del ciclo di vita di un prodotto di lusso in cui si manifesta l'effetto Snob: nella fase di introduzione quando il consumatore lo acquista tra i primi realizzando così la sua aspirazione ad essere uno dei pochi a possederlo ed in quella di crescita e maturità quando invece egli deciderà di non usufruirne ulteriormente in quanto divenuto di uso comune anche tra persone di classe inferiore.

Questo effetto è ben identificabile nel contesto dell'abbigliamento, infatti, all'interno di relazioni sociali basate sull'apparenza, la moda continua a presiedere in parte i processi d'inclusione ed esclusione sociale e rappresenta, come afferma Simmel<sup>103</sup>, un vero simbolo di appartenenza ad una cerchia sociale e non ad un'altra. Secondo l'autore, la moda avrebbe la doppia funzione di comprendere in sé una cerchia e nello stesso tempo di separarla dalle altre. All'interno delle cerchie il meccanismo posto in essere sarebbe quello dell'imitazione, al fine di raggiungere una similitudine tra i componenti di una cerchia ed una differenziazione rispetto a

---

<sup>102</sup> Concetti già espressi da Maslow.

<sup>103</sup> SIMMELI G., "La moda", Mondadori, 2001.

coloro che non ne sono invece parte; questo meccanismo prende il nome di trickle-down.

Si parla di effetto Bandwagon invece quando l'impulso di un consumatore all'acquisto di un bene di lusso è dovuto al solo suo desiderio di inserirsi in una cerchia sociale<sup>104</sup>. Pur esistendo similitudini con l'effetto Veblen questo meccanismo se ne distingue poiché per l'individuo il bene rappresenta un segnale per il riconoscimento all'interno della propria categoria (differenziazione orizzontale) e non un mezzo per distinguersi da categorie inferiori (differenziazione verticale).

Quanto al "consumo edonistico" alcune ricerche afferenti principalmente al settore della semiotica, hanno dimostrato che una tale esperienza riesce a coinvolgere l'intera sfera emozionale. Esistono infatti molteplici risposte emozionali che possono essere ricondotte a tale tipologia di consumo: piacere sensoriale, bellezza estetica, sensualità, eccitazione, ecc. I beni edonistici sono quelli il cui consumo è principalmente caratterizzato da un'esperienza sensoriale ed emotiva di estetica oppure da un piacere sensitivo, fantasioso e divertente<sup>105</sup>.

I beni edonistici, a differenza di quelli propriamente funzionali, sono oggetti desiderabili che permettono al consumatore di provare piacere e trarre divertimento anche solo attraverso l'acquisto del prodotto; proprio grazie a ciò, gli acquirenti sono meno sensibili ai prezzi per quanto riguarda questo tipo di beni. Non bisogna dimenticare però che, nel prendere la decisione d'acquisto, il consumatore valuta simultaneamente motivazioni edonistiche e utilitaristiche<sup>106</sup>.

Secondo Fabris<sup>107</sup> invece, il lusso divenne "democratizzato", quando la sua accessibilità si diffuse a parecchie classi prima escluse e ciò fu possibile innanzitutto dall'innalzamento generalizzato del benessere dell'intera società (in Italia ad esempio a partire dagli anni '60 del boom economico), aumentarono i redditi delle famiglie e di conseguenza anche la domanda dei beni (tra i quali quelli di lusso) incrementò parallelamente. Le donne cominciarono a lavorare e il loro ruolo all'interno della società cambiò, così come il modello di famiglia. Infine, si

---

<sup>104</sup> BAUDRILLARD J., "La società dei consumi. I suoi miti e le sue strutture", Il Mulino, 1976.

<sup>105</sup> MOSCA F., "Marketing dei beni di lusso", Pearson, 2010.

<sup>106</sup> KASTANAKIS M.N., "Explaining variation in luxury consumption", City University London, 2010.

<sup>107</sup> FABRIS G., "Il nuovo consumatore verso il postmoderno", Franco Angeli, Milano, 2003.

diffuse capillarmente l'istruzione, modificando sensibilmente l'atteggiamento verso la vita stessa, dischiudendosi al cosmopolitismo.

Dal lato pratico, il processo di democratizzazione è basato sulla creazione, da parte delle aziende, di linee che propongono collezioni leggermente più economiche rispetto a quelle che portano il nome della casa di moda; sono degli esempi: Versus di Versace, Baldessarini di Hugo Boss e Fendissime di Fendi, Emporio Armani ecc<sup>108</sup>.

Il “trading up” infine, rappresenta una possibile strategia attraverso la quale l'impresa “cerca di aumentare il prestigio e le vendite di un prodotto già presente sul mercato a minor prezzo e minor contenuto qualitativo creando un articolo a prezzo e qualità superiori e con un nome simile o identico”<sup>109</sup>.

### 3.3 Analisi dell'offerta

Elemento importante che deve essere considerato dalle imprese del lusso è cosa definisce una marca di lusso. Nonostante la mancanza di linee di demarcazione ben definite, esistono comunque alcune linee guida, requisiti minimi che un prodotto o un servizio deve possedere per essere definito di lusso. Si tratta di sei caratteristiche principali, teorizzate da Dubois, Laurent e Czellar<sup>110</sup>, utili a delineare e identificare un brand di lusso:

Qualità eccellente: si compone di differenti fattori, come la qualità e l'unicità delle materie prime utilizzate, l'attenzione ai processi di lavorazione o nel caso di servizi la professionalità del personale e la cura dei dettagli. Si tratta di condizioni che presuppongono una promessa di affidabilità e durabilità, al fine di creare rapporto di fiducia con il consumatore, Un prodotto di alta qualità viene inoltre solitamente accompagnato da un'idea di “eternità”.

Prezzo elevato: come nei casi precedenti non sempre si tratta di una caratteristica osservabile oggettivamente; in generale si parla di prezzo elevato in relazione a prodotti e servizi che svolgono la stessa funzione. La differenza

---

<sup>108</sup> PLAZYK C., *"The democratization of luxury – a new form of luxury"*, in [www.academia.edu](http://www.academia.edu)

<sup>109</sup> Definizione da [www.abi.cab.banche.meglio.it](http://www.abi.cab.banche.meglio.it)

<sup>110</sup> DUBOIS D., LAURENT G., CZELLAR S., *"Consumer rapport to luxury: Analyzing complex and ambivalent Attitudes"*, HEC School of Management, 2001.

sostanziale di prezzo viene legittimata dalla qualità percepita e dalla promessa di longevità ad essa connessa: nella nuova concezione del lusso il prezzo è un fattore necessario ma non sufficiente. Esso deve coniugarsi con la qualità, la rarità, l'estetica, la cultura, la forte componente tecnologica, la matrice artigiana. Lusso è un plesso di significati che trascende ampiamente il valore economico<sup>111</sup>.

Unicità: da intendere in maniera ambivalente, cioè dal lato della domanda che da quello dell'offerta. L'acquisto di tali beni implica per il consumatore uno sforzo economico significativo, trattandosi spesso di prodotti e servizi quasi inaccessibili in relazione alla personale disponibilità economica. Alcuni beni potranno inoltre rimanere solo nell'immaginario del consumatore, qualora non se li possa permettere. Dal punto di vista dell'offerta si fa riferimento invece al principio di rarità, secondo il quale i prodotti di alta gamma vengono percepiti come tali dai consumatori proprio perché rari, se non addirittura unici. A questo si aggiunge una scarsità dell'offerta, sia a livello di lotti di produzione, sia di distribuzione.

Rilevanza estetica e contenuto artistico: l'esperienza edonistica e sensitiva per un prodotto di lusso è un'altra condizione necessaria, comprendendo certamente la vista, ma anche gli altri sensi. Non a caso si paragonano spesso beni di questa categoria a opere d'arte e pezzi da museo. E' importante quindi per il brand definire dei codici estetici chiari, coerenti nel tempo, originali e sempre riconoscibili rispetto alla concorrenza.

Tradizione: il legame con il passato rappresenta ulteriore valore, poiché l'identificazione di una storia nel marchio e nel prodotto, conduce implicitamente ad una promessa di eternità collegata al bene: sia dal punto di vista qualitativo, che da quello del gusto, essendo parte di un codice estetico che ha attraversato generazioni senza soffermarsi sulle mode passeggere.

Carattere superfluo: non rispondendo a caratteristiche di necessità primarie, il bene di lusso offre gratificazioni di ben altro genere, quali l'espressione personale o lo sfoggio ostentativo della propria ricchezza. In alcuni casi si fa anche riferimento al concetto di abbondanza: il consumatore non si limita all'acquisto della sola unità necessaria a soddisfare i bisogni funzionali, ma la supera di gran lunga.

---

<sup>111</sup> FABRIS G., *“Il nuovo consumatore verso il postmoderno”*, Franco Angeli, 2003.

A questi sei punti Chevalier e Mazzalovo (2008) ne aggiungono altri due, in relazione alla sempre maggiore globalizzazione e velocità di trasmissione delle informazioni:

Internazionalità: i brand di lusso devono essere presenti nelle città più ricche ed esclusive del mondo, quali Milano, Parigi, New York e Ginevra, per citarne alcune. Non si vuole in questo modo perdere di vista l'unicità di cui si è parlato precedentemente: la presenza del marchio avviene comunque in ambiti esclusivi, ricercati e destinati solo ad una cerchia di acquirenti che possono permettersi l'esperienza.

Aderenza ai trend sociali e all'ambiente: al mutare delle dinamiche sociali, non possono che corrispondere cambiamenti a livello di valori di consumo, gusto estetico e ideali. Questo aspetto è nel lusso ancora più radicato che nei beni di massa, essendo retaggio della classe sociale che da un certo punto di vista pilota questi cambiamenti. L'attenzione al nuovo è imperativa: non solo per la forte componente tecnologica del mercato dei beni moderno, ma anche per la velocità di trasmissione delle informazioni attraverso i social network, che portano ad un processo di obsolescenza molto più veloce.

Infine, l'economista Brioschi invece, ha condotto alcune indagini di mercato su un campione di persone dai 21 ai 70 anni<sup>112</sup>, al fine di menzionare e poi classificare in ordine di importanza la "percezione" delle persone attraverso i sostantivi che meglio descrivono il lusso. Questi i risultati in ordine di frequenza delle risposte degli intervistati: status, piacere, eccellenza qualitativa, ostentazione, esclusività, rarità, prezzo elevato, tradizione, investimento, materialismo e futilità. Già da quanto fin ora esposto, si deduce piuttosto facilmente che l'industria del lusso si presenti come intrinsecamente differente da tutte le altre, e come tale, richiede un approccio gestionale su scala complessiva completamente diversificato da tutti gli altri settori.

Molto schematicamente si possono segnalare almeno tre differenze macroscopiche, che riguardano le dimensioni dell'azienda, le caratteristiche finanziarie e il fattore tempo<sup>113</sup>.

---

<sup>112</sup> BRIOSCHI A., "Comunicare il Lusso", in Convegno: "Le tendenze del marketing in Europa" C/O Università Cà Foscari di Venezia, 24 novembre 2000.

<sup>113</sup> MOSCA F., "Strategie nei mercati del Lusso", Egea, 2017.

Paradossalmente le dimensioni non sembrano contare molto in relazione alla scarsa importanza delle economie di scala e di scopo. Non è infatti un caso che in generale le aziende siano piccole, spesso a conduzione “familiare”, pur attirando grande stima e suscitando una notevole attrattiva. Resta comunque valida la necessità di “globalizzarsi” ed essere presenti in tutti i paesi più importanti del mondo per generare un fatturato e “visibilità” sufficiente.

Per quanto concerne le caratteristiche finanziarie, si nota come un numero significativo di esse siano in perdita, un aspetto che in altri settori industriali è assolutamente impensabile: un’impresa in perdita viene rapidamente eliminata o assorbita da qualche altro concorrente, oppure si dirigerebbe con poche possibilità di replica verso il fallimento<sup>114</sup>. Nel settore lusso invece esistono brand che segnano risultati in negativo anche per molti anni consecutivi ma che ciononostante riescono a sopravvivere come parte di un gruppo del lusso o come una diversificazione all’interno di un’azienda di un altro settore. Questo è reso possibile prima di tutto per merito dell’immenso valore della marca stessa che resta quasi inalterato, ma anche perché, come visto, riescono ad essere così produttive, attraverso le proprie e tipiche strategie di prezzo, da poter compensare in breve tempo diversi anni di perdite. Per quanto riguarda il fattore tempo, si può osservare come talvolta, per i beni di consumo che si muovono velocemente, è possibile lanciare un prodotto in 6 mesi, avere immediatamente una chiara indicazione delle vendite nei negozi e utilizzare le vendite stesse per coprire rapidamente gli investimenti iniziali.

In molti casi, nel mondo del lusso, un lancio sul mercato richiede parecchio più tempo e ben maggiori investimenti. L’arco temporale di un lancio, infatti, può essere compreso tra i 18 e i 24 mesi, quindi, nel primo anno, per i lanci più importanti, non è raro spendere in pubblicità e promozione una somma equivalente alle previsioni di vendita dell’anno stesso<sup>115</sup>.

Infine, solo per tracciare un piccolo quadro di riferimento che verrà approfondito nelle prossime pagine, la situazione complessiva del mercato in questione dopo due anni di stagnazione (e dell’antecedente grande trend di crescita sostenuto durante tutti gli anni della crisi del 2008) segna un’ottima ripresa proprio

---

<sup>114</sup> CHEVALIER, M., & MAZZALOVO, G., *“Luxury brand management. Una visione completa sull’identità e la gestione del settore lusso”*, FrancoAngeli, 2008.

<sup>115</sup> Ibidem

quest'anno, soprattutto grazie alla fiducia ritrovata dai consumatori, caratterizzata in parte dal ritorno dei turisti in Europa e dalla ritrovata crescita del mercato cinese<sup>116</sup>.

### **3.4 La moda: un concetto complesso e in continua evoluzione**

E' difficile riuscire a comprimere in poche parole un concetto astratto come quello di "moda"; in ambito economico, Maizza tenta una sintesi presentandola come "un fenomeno sociale complesso che è definito come l'atteggiamento di una collettività la quale manifesta uno stile predominante in un determinato periodo"<sup>117</sup>.

La moda, da un punto di vista strettamente aziendale, è certamente estro, creatività, intuito, ma anche organizzazione, strategia e management: queste due componenti, apertamente contrastanti, devono convivere e amalgamarsi perfettamente per assicurare il successo di un'idea imprenditoriale in un settore così articolato<sup>118</sup>. Altro dato interessante, è che può ricomprendere al suo interno molteplici manifestazioni esteriori dell'uomo come l'abbigliamento, l'architettura, l'arte, gli spettacoli ed anche altre sfere non direttamente connesse al concetto di esteriorità (le letture, gli hobby, le vacanze, ecc), ma soprattutto non rappresenta un comparto a sé stante poiché coinvolge settori produttivi, creativi, servizi, cultura, arte, psicologia, media, tecnologia, presentandosi come un comparto multidimensionale integrato con tanti aspetti della vita<sup>119</sup>. Non a caso, per il Grande dizionario Garzanti, la moda rappresenta "l'usanza più o meno mutevole che, diventando gusto prevalente, si impone nelle abitudini, nei modi di vivere, nelle forme del vestire", tanto che la sua stessa radice latina (mos, moris) significa usanza, costume, legge, regola, buoni costumi, moralità.

---

<sup>116</sup> [www.altagamma.it](http://www.altagamma.it), "The True-Luxury Global Consumer Insight", 16/02/2017.

<sup>117</sup> MAIZZA A., "Marca e comunicazione nella gestione delle imprese dell'abbigliamento", Cacucci, p 14, 2000.

<sup>118</sup> GOLIZIA D., "Fashion business model. Strategie e modelli delle aziende di moda", Franco Angeli, 2016.

<sup>119</sup> FOGLIO A. "Il marketing della moda. Politiche e strategie di fashion marketing", Franco Angeli, 2016.

Dal punto di vista del consumatore, affonda le sue radici in elementi e fattori di ordine necessariamente psicologico e sociale. La moda è infatti espressione del mutamento sociale che si manifesta ciclicamente e molto rapidamente con l'innovazione di un prodotto e nell'uso dello stesso. Inizialmente interessa un numero ristretto di soggetti, che hanno la capacità di condizionare gran parte della collettività (basti pensare oggi al ruolo svolto dai "influencer"), determinando poi un'accettazione ampia del nuovo prodotto; negli individui si genera quindi una continua esigenza di possedere determinati prodotti, prescindendo dal logorio di quelli similari già posseduti<sup>120</sup>. Questo fenomeno produce in molti soggetti bisogni omogenei, ma che variano in tempi decisamente più rapidi di quelli che si avrebbero in sua assenza, non incide in maniera profonda sui valori ma rimane ad un livello esteriore, divenendo poi simbolo condiviso dalla collettività attraverso il processo di imitazione<sup>121</sup>; qualora non venga ampiamente accolta non si potrà parlare di moda ma bensì di stile inteso come proposta di un modello<sup>122</sup>.

In ogni caso, chi crea moda non può essere semplicemente considerato come colui che induce a consumi voluttuari, poiché egli ha soprattutto la capacità di cogliere le esigenze latenti dei consumatori e di realizzare un prodotto in grado di soddisfarli. Il mondo della moda è un mondo che vive di tendenze e gusti che cambiano repentinamente, spesso anche nel giro di una stagione. È un mondo quindi, in cui lo studio sociologico del consumatore diventa non solo fondamentale, ma pressoché irrinunciabile. Da questo versante la moda nasce da un'innata tendenza all'imitazione, sollevando gli individui dal problema della scelta e facendoli sentire parte di un gruppo, ma allo stesso tempo permettendo il soddisfacimento del loro bisogno di distinzione e differenziazione.

Allo stesso tempo, la moda distingue e conforma, individua gruppi formali, aggregati di persone che si identificano in qualcosa, introduce comuni modelli culturali di riferimento e produce un'apparenza di similarità. La moda è dunque un modello che distingue in gruppi di appartenenza, segnalando le separazioni tra classi. Le classi più elevate, che per prime si appropriano delle nuove tendenze,

---

<sup>120</sup> MAIZZA A., *"Marca e comunicazione nella gestione delle imprese dell'abbigliamento"*, Cacucci, 2000.

<sup>121</sup> ALBERONI F., *"Consumi e società"*, il Mulino, 1964.

<sup>122</sup> KOTTLER P., *"Marketing Management"*, Pearson Prentice Hall, 2007.

rinnovano la loro moda quando vedono che quelle inferiori cominciano ad imitarla<sup>123</sup>.

Proprio per questa molteplicità di aspetti, che richiedono necessariamente un approccio multidisciplinare, diventa sempre più complicato formare dei manager specializzati nel settore moda, persone in grado di “gestire la creatività”, indirizzandola senza ostacolarla o snaturarla. Le aziende della moda devono saper innovare e scardinare le regole rimanendo però fedeli ai valori della loro marca e rafforzandone il vantaggio competitivo<sup>124</sup>.

Ma ciò che si vuole sottolineare è il bisogno di sfatare l’idea che la moda sia solo spettacolo ed eventi: essa è un fattore sociale, ambientale ed economico che riesce ad unire mondi differenti tra loro quali la creatività e il consumo. In uno scenario così variegato, per vincere la battaglia concorrenziale le imprese devono essere in grado di assecondare le richieste dei consumatori cercando di soddisfare nel miglior modo possibile le loro esigenze, certamente con il marketing, ma anche attraverso un’adeguata progettazione di organizzazione aziendale. La necessità primaria resterà in ogni caso legata alla capacità di adattarsi velocemente al mercato, puntando all’innovazione sia del processo di produzione che del prodotto, con una preferenza per la qualità, il servizio e la differenziazione<sup>125</sup>. Come si accennava, uno degli aspetti più caratteristici del fenomeno moda è rappresentato probabilmente dalla sua instabilità nel tempo. Si può definire il ciclo della moda come il lasso temporale che intercorre dall’introduzione di una moda (un nuovo prodotto, un nuovo look) alla sua sostituzione da parte di una moda successiva; si può dire così che il prodotto di moda ha una vita breve. La sostituzione, a seconda del suo livello di novità, può riguardare caratteristiche di fondo (concetto, stile, materiali di base, accessori), oppure varianti (colore). Le specificità del mercato italiano, ma anche quello dei principali competitor stranieri, implicano dunque un’attività piuttosto febbrile da parte delle aziende del settore, le quali due volte in dodici mesi devono progettare e ricercare nuovi tessuti, colori, modelli, oltre a

---

<sup>123</sup> CURCIO A. M., “*Le mode oggi*”, Franco Angeli, 2015.

<sup>124</sup> SAVIOLO S., TESTA S., “*Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività*”, ETAS libri, 2005.

<sup>125</sup> GOLIZIA D., “*Fashion business model. Strategie e modelli delle aziende di moda*”, Franco Angeli, 2016.

sempre più innovativi metodi di presentazione e distribuzione, il tutto cercando di anticipare i gusti e le aspettative degli acquirenti.

Questo chiama in causa competenze piuttosto avanzate e multidisciplinari poiché tale ciclo, scandito da una logica strutturale, organizzativa e mediatica, viene svolto in tempistiche prestabile e piuttosto fisse (eventi fieristici, sfilate, programmazione di advertising diversificata, ecc.) andando ad interessare l'intero sistema del tessile, dell'abbigliamento, delle calzature e del pellame, quando fino a qualche tempo fa sembrava terreno esclusivo dell'alta moda e del prêt-à-porter femminile. A questa particolare situazione, si aggiunge la diffusa tendenza ad un aumento delle collezioni annuali arrivando al superamento del tradizionale concetto primavera/estate e autunno/inverno. Ogni moda possiede quindi un proprio ciclo di vita, il cosiddetto ciclo di vita del prodotto, che nel nostro settore di riferimento è mediamente molto, ma molto più breve rispetto a tutti gli altri. Le sue fasi specifiche per il settore moda sono<sup>126</sup>:

1) introduzione: fase iniziale di un nuovo stile/prodotto, considerata spesso come moda emergente, è appannaggio di pochi distributori e consumatori opinion leader che hanno come obiettivo quello di distinguersi dagli altri (per volontà di differenziazione di classe, oppure di identificazione con un sistema di valori, a fini promozionali come nel caso di testimonial famosi ecc.);

2) crescita o sviluppo: in questo secondo stadio, in cui non tutte le mode/prodotti hanno la fortuna di entrare, si verifica il processo di diffusione ed adozione; se il nuovo stile riscuote successo e si diffonde in un mercato più ampio, va a costituire ciò che comunemente viene identificato come una "tendenza";

3) maturità: in questa fase il nuovo prodotto di moda raggiunge il massimo della sua diffusione e conoscenza da parte del consumatore; in relazione ai costi aziendali sostenuti nelle fasi iniziali, il *break even point* solitamente si realizza durante questo stadio;

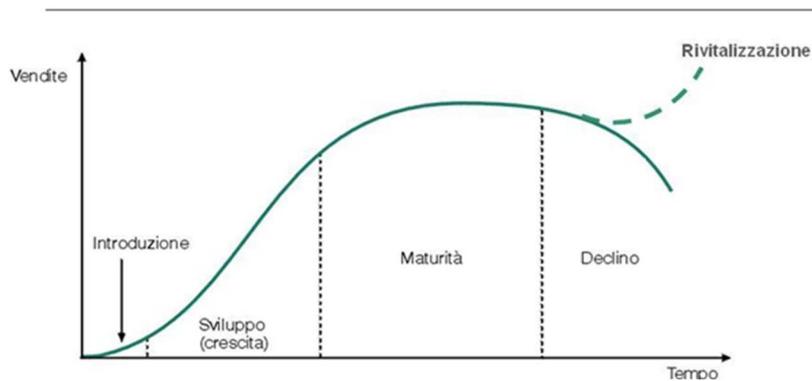
4) Declino: il prodotto, in calo di volume, comincia a non avere più la stessa attrattiva per i consumatori, che saranno invogliati a seguirla solitamente nel caso in cui i capi vengano offerti a prezzi convenienti o promozionali. Questo stadio

---

<sup>126</sup> SAVIOLO S., TESTAS., "Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività", ETAS libri, 2005

caratterizza tutti gli stili destinati a vita breve (le mode) o, in prospettiva di medio-lungo termine, i cambiamenti di carattere strutturale.

5) Rilancio o rivitalizzazione: il ciclo di vita a questo punto è ormai destinato a chiudersi poiché il prodotto sta diventando obsoleto; la rivitalizzazione consiste in un rilancio effettuato attraverso un riposizionamento del prodotto; si tratta di un intervento correttivo sempre facoltativo, ed anzi, in talune circostanze è piuttosto rischioso se non economicamente sconveniente.



**Ciclo di vita del prodotto moda**

A complicare ulteriormente le cose, il risultato dell'evoluzione delle dinamiche descritte è che la lunghezza di un ciclo è tutt'altro che uniforme: infatti possono coesistere cicli classici di lunghissima durata (come ad esempio per capi "basic"), e cicli di brevissima durata che generalmente nascono e muoiono all'interno di un ciclo; ma anche più o meno brevi sequenze all'interno di una di lunga durata (per esempio, i jeans che negli anni sono stati venduti stretti a sigarette, a zampa di elefante, larghi, decorati e ricamati, ecc.); i cicli interrotti, ossia troncati per cause economiche o climatiche e i cicli ricorrenti, quelli che con opportune modifiche apportate ai capi caratteristici di una particolare moda, continuano negli anni<sup>127</sup>.

---

<sup>127</sup> FOGLIO A., "Il Marketing della moda. Politiche e strategie di fashion marketing", Franco Angeli, 2016.

### 3.5 La segmentazione del mercato e i fattori distintivi

La segmentazione di mercato è il processo di divisione dei consumatori in diverse categorie in base a delle caratteristiche distintive; secondo Foglio<sup>128</sup> le aziende ed i retailer vengono continuamente spinti a svolgere una classificazione per omogeneità interne del mercato di riferimento al fine di identificare i clienti più propensi ad acquistare i loro prodotti. I rivenditori di abbigliamento, grossisti e produttori concentrano l'indagine prevalentemente sui dati demografici, personalità e lifestyle dei consumatori; questo permette loro di raggiungere meglio i clienti potenziali, attraverso campagne di marketing e ovviamente linee di prodotto sempre più specifiche e inerenti ai bisogni espressi o potenziali. Di seguito le principali<sup>129</sup>:

Genere: utilizzata soprattutto dai produttori e rivenditori di abbigliamento. Queste linee (uomo-donna) possono includere abbigliamento casual e business per entrambi i sessi. Un piccolo negozio di abbigliamento può anche specializzarsi in un genere specifico, la vendita abiti da uomo e biancheria intima femminile.

Età. Molti produttori di abbigliamento di mirano a ragazze adolescenti con le loro linee di tendenza e alla moda, che sono però in continuo cambiamento e per questa ragione, spesso in tali prodotti il pubblico non cerca un'elevata qualità o una buona durata nel tempo. Ad esempio neonati e bambini piccoli rappresentano ulteriori segmenti ed i brand che producono a per questa fascia di popolazione, possono accrescere le proprie linee anche con accessori relativi all'età infantile o rivolti ai loro genitori<sup>130</sup>.

Base geografica. Si basa sulla consapevolezza che le preferenze dei clienti possono variare anche molto nelle diverse regioni o aree geografiche e un fattore determinante potrebbero essere le condizioni atmosferiche prevalenti in una determinata regione, ma non solo le tendenze culturali di una città piuttosto di un'altra giocano un ruolo decisivo e fondamentale.

Comportamenti e le abitudini d'acquisto, si rapporta ai processi che portano un certo individuo ad effettuare un acquisto o a determinare la mancata

---

<sup>128</sup> Ibidem

<sup>129</sup> SAVIOLO S., TESTA S. "Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività", ETAS libri, 2005.

<sup>130</sup> CANCRINI C., "La moda: alcune considerazioni sul mercato, le aziende e i processi di innovazione", Aracne, 2007.

conclusione della vendita. Ad esempio, i clienti possono acquistare la linea di abbigliamento di un piccolo produttore per prestigio, oppure preferiscono fare acquisti in grandi magazzini, outlet, on-line, grandi negozi multimarca ecc. perché ricevono un servizio migliore, una maggiore scelta o perché percepiscono una migliore qualità.

Stili di vita. Rappresenta un altro modo in cui è possibile suddividere il mercato e di identificare su quali prodotti e servizi aggiuntivi specializzarsi; un esempio limite: i produttori che creano e vendono indumenti per cacciatori o personale militare avranno un'ampia produzione di capi in mimetica, proprio per soddisfare le esigenze della propria clientela. Ma molto più frequentemente la differenziazione può essere anche in base a convinzioni, gruppi di appartenenza, idee o filosofie di vita. Queste classiche rappresentazioni del consumatore si prestano poi ad essere sovrapposte alla maggior parte dei mercati e dei sotto settori dell'abbigliamento. Alla ormai superata classificazione proposta da kim et al.<sup>131</sup> (haute couture, lusso accessibile, mercato di massa e marchi a "sconto"), solo negli ultimi anni sono in molti ad aver proposto classificazioni ancora più accurate. Bisogna poi evidenziare come la crisi economico finanziaria del 2008 abbia scompaginato e ridisegnato ampiamente il settore, come molti altri del resto.

Jahn et al.<sup>132</sup>, nel 2012 osservava che ai più alti livelli, l'industria della moda è relativamente isolata dai cambiamenti economici; dunque se i timori di recessione non hanno di fatto scoraggiato il top di gamma, ma che anzi in realtà si è registrato un aumento di clienti in un momento in cui molte altre aziende stavano combattendo la diminuzione delle vendite.

Il mercato del lusso negli anni 2008-2013 ha registrato continui e significativi aumenti<sup>133</sup>, presentando performance ben superiori ai marchi *mainstream*; il lusso accessibile e conveniente, invece è stato un mercato in calo poiché i suoi clienti con meno sicurezza finanziaria si sono mostrati ben più reticenti rispetto al passato a spendere in abbigliamento e accessori.

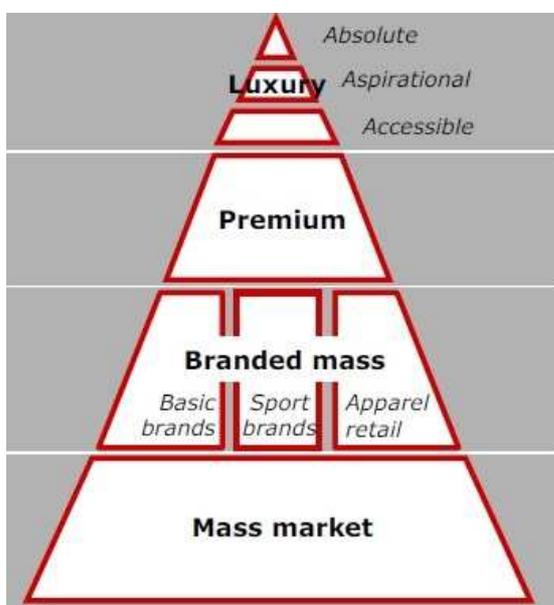
---

<sup>131</sup> KIM E. et al.. "Cross-national market segmentation in the fashion industry", a study of the European, Korean, and US consumers. Emerald

<sup>132</sup>JAHN B., KUNZ W. "How to transform consumers into fans of your brand", Journal of Service Management, Vol. 23 Issue: 3, 2012, pp.344-361.

<sup>133</sup> www2.deloitte.com, "Global Powers of Luxury Goods"

Ad oggi il quadro condiviso è quello presentato dalla società di ricerche e consulenza Bain & Company<sup>134</sup> che va ad ampliare l'originaria piramide del lusso proposta da Allèrès<sup>135</sup>. Nel segmento più alto, al suo apice viene identificato il settore del “lusso inaccessibile o assoluto”: l'autore fa esplicito riferimento a beni o servizi disponibili in tiratura limitata, molto spesso pezzi unici prodotti artigianalmente, distribuiti in maniera selettiva e a prezzi elevatissimi. Affinché un prodotto si collochi in questa categoria deve necessariamente mantenere costanti nel tempo tali connotati, sopravvivere al mutare delle mode e alla competizione sempre crescente. Gli acquirenti appartengono alla classe sociale in assoluto più ricca, che manifesta la propria superiorità attraverso il possesso di beni non solo molto costosi, ma anche esclusivi e rarissimi.



**Fig.2 Piramide della moda**

Si passa quindi al segmento “intermedio o aspirazionale”: in questo caso i prodotti pur avvicinandosi ai precedenti per prezzo e reperibilità, non sono più pezzi unici, seppur adattabili alle esigenze del cliente. Il consumatore tipo resta comunque nelle sfere più alte della società senza tuttavia potersi permettere il lusso assoluto; in genere si ravvisano individui che ha raggiunto una vita agiata grazie al proprio

<sup>134</sup> [www.economyup.it](http://www.economyup.it), “Perché i luxury media non raggiungono quasi mai chi vorrebbero”, 27/10/2015.

<sup>135</sup> ALLERES D., “Luxe... Stratégies, Marketing”, Ed. Economica, 2005.

successo professionale e che dunque cerca nei beni di lusso un'affermazione dello status raggiunto, piuttosto chi proviene da una famiglia di “super ricchi”.

Nel fondo c'è infine il “lusso accessibile”: brandizzato, alla moda e distribuito su larga scala, comprendente la maggior parte dei beni disponibili alla fascia più agiata della classe media, che non si accontenta dei soli prodotti premium. L'acquisto avviene in questo “universo” soprattutto per imitazione delle classi superiori<sup>136</sup>.

A seguire le linee premium, prodotti di qualità a costi accessibili, spesso di sartoria, di marchi minori o magari caduti in disgrazia; successivamente le marche di massa suddivise in basic, sport e apparel retail ed infine il mercato di massa a bassissimo costo.

Tuttavia secondo alcuni<sup>137</sup>, la moda sembrerebbe aver perso la “semplice” classificazione dell'offerta piramidale, con prodotti bassi, medi e di alta fascia, poiché ogni anno la fascia media del mercato sembra ridursi sempre più a favore di quelle alte da una parte e delle più accessibili dall'altra.

Questa polarizzazione dei consumi ha portato da un lato a nuove opportunità di mercato e dall'altro ad una maggiore competitività e ad una maggior difficoltà nel trovare il posizionamento ideale sul mercato da parte delle marche. I consumatori sono divenuti molto più eterogenei di una volta, lo status sociale e la classe di appartenenza influenzano sempre meno le scelte d'acquisto e la segmentazione classica basata sull'esigenze e sugli stili di vita del consumatore funzionano sempre meno.

### **3.6 La complessità della filiera**

Per quanto possa apparire singolare, il rapporto che lega moda (creatività) e industria (manifattura tessile e abbigliamento) è un fenomeno piuttosto recente.

---

<sup>136</sup> QUALIZZA G., “*Estetiche della vita quotidiana: nuovi scenari del lusso*”, in “Tigor: rivista di scienze della comunicazione”, 2010, p. 58 - 74

<sup>137</sup> [www.mymarketing.net](http://www.mymarketing.net), “*Moda 2.0 e nuova segmentazione della domanda: i fattori critici di successo*”, 2017.

Seguendo il filo storico ricostruito da Paris<sup>138</sup>, fino agli anni '50 e '60 del secolo scorso infatti, l'industria tessile e dell'abbigliamento in tutto l'occidente era orientata essenzialmente alla produzione di abiti per l'esercito o da lavoro esaltando le caratteristiche di funzionalità e non certo gli aspetti estetici o semantici del prodotto; ancora nei primi anni del secondo dopoguerra, la gran parte dei consumatori ricorreva ancora ad artigiani locali per far confezionare un abito o per far adattare abiti usati, oppure se li auto-produceva.

Da un'indagine sui consumatori realizzata dalla Doxa nel 1953-54 si evidenziano dati piuttosto chiari: solo un uomo su quattro e solo una donna su dieci aveva acquistato in un negozio un abito confezionato industrialmente, ricalcando una situazione abbastanza tipica in Europa, mentre negli Stati Uniti la produzione su larga scala di abiti era già avviata un decennio prima<sup>139</sup>.

D'altro canto, la moda vera e propria, cioè la produzione di capi di abbigliamento ad elevato contenuto estetico e simbolico, era distante dalla produzione industriale e dal consumo di massa, rivolgendosi ad una ristretta élite e l'organizzazione della produzione restava comunque di tipo artigianale e contigua a quella di tipo artistico. L'unità tra produzione materiale e la creazione estetica e di senso, era ricomposta nella figura dell'artigiano-stilista, il couturier. La stessa etichetta di maison con cui si definiva l'impresa del couturier richiamava l'idea che la produzione avvenisse in un ambito ristretto<sup>140</sup>.

L'ibridazione tra lavoro creativo del couturier e organizzazione industriale, che ha dato luogo all'industria della moda come è conosciuta oggi, si realizzerà solo successivamente, dopo un processo lungo e tortuoso, alla fine degli anni Settanta e ha come strumento i primi contratti di *licensing* strategico e di lunga durata tra uno stilista ed un'impresa industriale. Il luogo dove ciò si verifica compiutamente è

---

<sup>138</sup> PARIS I., "Oggetti cuciti. L'abbigliamento pronto in Italia dal primo dopoguerra agli anni Settanta", Franco Angeli, 2007.

<sup>139</sup> Ibidem

<sup>140</sup> Non che questo impedisse alle maison di produrre su una scala relativamente ampia, le cronache dicono che già Charles Worth alla fine dell'800 e Chanel nel primo dopoguerra occupavano migliaia di lavoratori, un numero superiore a quello che si incontra nelle imprese di abbigliamento di oggi, ma con una organizzazione di tipo artigianale.

l'Italia e i protagonisti furono il Gruppo Finanziario Tessile di Marco Rivetti nel ruolo dell'industria e Giorgio Armani nel ruolo dello stilista per la creatività<sup>141</sup>.

Oggi il termine filiera indica l'insieme delle imprese che apportano un contributo alla creazione del valore aggiunto di un prodotto finale. Nella sua accezione più ampia, il termine comprende non solo le imprese che costituiscono anelli della catena produttiva e distributiva di un bene (dalla trasformazione delle materie prime a monte del processo produttivo fino alla sua collocazione sul mercato), ma anche le imprese che sono fornitrici di beni intermedi o servizi essenziali alla trasformazione e alla vendita del prodotto<sup>142</sup>. La filiera produttiva del tessile abbigliamento è una filiera estesa e articolata. A partire dalla trasformazione delle materie prime fino alla fase finale della confezione, il prodotto attraversa una lunga sequenza di fasi di lavorazione. Ciascuna di queste fasi costituisce un settore che, a sua volta, può essere segmentato al suo interno sulla base, per esempio, di criteri merceologici<sup>143</sup>.

Sistema Moda Italia<sup>144</sup>, l'associazione di rappresentanza degli industriali del tessile e della moda, ha suddiviso le fasi produttive della filiera in otto categorie, filatura e preparazione a monte, tessitura, nobilitazione, biancheria per la casa, maglieria esterna, intimo e calzetteria, confezione, varie tessili e componenti, ciascuna delle quali è articolata in gruppi merceologici (in totale 26). L'estensione della filiera rende particolarmente importante l'integrazione e il coordinamento delle diverse componenti da cui essa è costituita: quanto più è elevato il grado di interazione, tanto più un Paese può ambire a conquistare un duraturo vantaggio competitivo nella produzione di un determinato bene.

Saviolo, operando una sintesi semplificativa della filiera presenta, per ogni fase, un diverso livello d'impresa<sup>145</sup>:

**Aziende primarie:** producono fibre, filati, materie prime che poi forniscono alle industrie di tessuti, queste a loro volta indirizzano i loro prodotti alle industrie

---

<sup>141</sup> RICCHETTI M., CIETTA E., *“Il valore della moda. Industria e servizi in un settore guidato dall'innovazione”*, Mondadori, 2006.

<sup>142</sup> SAVIOLO S., TESTA S., *“Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività”*, ETAS libri, 2005.

<sup>143</sup> Ibidem

<sup>144</sup> <http://www.sistemamodaitalia.com/it/>

<sup>145</sup> SAVIOLO S., TESTA S., *“Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività”*, ETAS libri, 2005.

dell'abbigliamento; stilisti e produttori ricevono da queste industrie ispirazione per creare i loro prodotti o anche per perfezionarli con quanto di creativo e innovativo continuamente offrono loro.

**Aziende secondarie:** realizzano con la collaborazione di stilisti interni o esterni i prodotti finiti; queste industrie possono essere a monosettore (abbigliamento uomo, abbigliamento donna, abbigliamento bambino/a, ecc.), o avere una o più divisioni (prêt-à-porter, classico, casualwear, ecc.). Queste industrie comprano dalle aziende primarie per poi produrre e vendere direttamente o attraverso le aziende distributive ai consumatori. L'offerta di queste aziende presenta caratterizzazioni diverse: 1) aziende con il marchio dei produttori stilisti (Giorgio Armani, Gianfranco Ferrè, Bruno Cucinelli, ecc.), 2) aziende che producono con loro marchio aziendale (Gft, Max Mara, Maska, ecc.), 3) aziende terziarie che producono per altre aziende con marchi diversi (ricevendo direttive di produzione dai loro committenti).

**Aziende distributive:** comprendono grossisti, grande distribuzione, distribuzione organizzata, dettaglianti, vendite per corrispondenza; va evidenziato che le stesse imprese produttrici spesso hanno loro punti di vendita, per cui l'attività di vendita s'integra direttamente con quella di produzione (come ad esempio Zara, Disegual, H&M ecc.).

**Aziende per servizi ausiliari:** la filiera ai vari livelli riceve indicazioni da parte di consulenti di produzione, marketing, vendita, finanza e fisco, di stilisti, di ricercatori, di agenzie di P.R. e di ricerca del personale, di pubblicitari, ecc.

L'eccellenza della moda italiana si è imposta negli anni soprattutto per merito della padronanza dell'intera filiera oltre che alle sue caratteristiche peculiari. Le dimensioni aziendali ad esempio, piccole e media per la maggior parte a differenza degli altri principali competitor, permettono una maggiore flessibilità in presenza di una crescente varietà dei semilavorati e dell'accorciamento del loro ciclo di vita, l'elevato grado di specializzazione delle imprese, la prevalenza di rapporti contrattuali di subfornitura, l'elevato grado di interrelazione delle imprese tessili che consente all'intera filiera di operare come un grande laboratorio di

innovazioni in un settore, come quello della moda, che per sua natura si alimenta dell'innovazione continua<sup>146</sup>.

Ma non solo, la moda italiana deve il proprio successo anche al binomio filiera-distretti. Tuttavia molti osservatori concordano che qualcosa stia lentamente cambiando, proprio a partire da questo binomio. Il processo di delocalizzazione ha infatti colpito anche il nostro Paese coinvolgendo l'intero sistema produttivo, stravolgendo la propria rete e crescendo dal punto di vista dimensionale. Ma non solo, si sta assistendo anche ad una crescente tendenza all'integrazione verticale della filiera.

Come osserva Martucci<sup>147</sup>, fino a pochi anni fa tutte le attività della filiera erano orientate alla produzione ed era abbastanza raro che s'instaurassero relazioni di collaborazione-cooperazione con i soggetti disposti a monte o a valle. Di fatto, scarso era l'orientamento al cliente, dove il consumatore finale finiva per essere in diretto contatto esclusivamente con il distributore, mentre dalla prospettiva del produttore ogni questione inerente la vendita era di fatto esclusa.

Poche poi erano le imprese che dedicavano accurate politiche di brand o comunicazione rivolte al consumatore finale ed ancor meno quelle che tentavano di attuare un tipo di distribuzione diretta tramite negozi monomarca. In sintesi la forza e l'influenza erano concentrate "a monte" della filiera, nella produzione e di fatto nei rapporti di forza l'offerta dominava sulla domanda.

Negli ultimi anni il ruolo e la vicinanza al mercato di consumo sono stati riconsiderati dai soggetti della filiera e ciascuno ha iniziato a scendere a valle, cercando di avvicinarsi il più possibile al consumatore finale. L'obiettivo generale è divenuto ricercare il collegamento diretto al mercato di consumo finale, il solo in grado di generare sviluppo e stabilità nelle vendite e di far cogliere in modo tempestivo i cambiamenti nelle tendenze del mercato. Allo stesso tempo anche il cliente ha subito una significativa evoluzione, come abbiamo osservato precedentemente, iniziando a modificare sensibilmente il proprio mercato di riferimento e a sviluppare la propria influenza verso gli altri soggetti della filiera; è infatti aumentata la sua esigenza, come la sua selettività, anche grazie ai nuovi

---

<sup>146</sup> Ibidem

<sup>147</sup> www.psicolab.net, "La filiera del Sistema Moda", 24/11/2008.

strumenti tecnologici di informazione che gli hanno permesso di essere più informato ed aggiornato. Il risultato di questa differente prospettiva ha finito di ricadere direttamente sul mercato, ormai frazionato in una moltitudine di segmenti, ognuno distinto dagli altri nei bisogni e nei comportamenti d'acquisto.

Per concludere si può dire che la tendenza del processo di modernizzazione del sistema distributivo italiano è orientata verso l'integrazione in capo ad uno stesso soggetto economico di tutte le funzioni della *supply chain*, con la realizzazione di assortimenti di prodotti, quasi tutti monomarca. Un'altra possibilità è rappresentata da integrazioni parziali, con il raggiungimento da parte della distribuzione di un'identità d'insegna.

### **3.7 L'industria della moda nel settore manifatturiero italiano**

A chiudere il quadro del settore saranno riportate alcune conclusioni dell'indagine, condotta dal centro Studi e Ricerche di Monte dei Paschi di Siena e presentata nel 2017 su dati Eurostat, "L'industria italiana della moda: analisi del settore tessile, abbigliamento e pelle".

Lo studio in questione si pone l'obiettivo di analizzare il settore «moda», inteso come l'insieme delle attività economiche relative alle industrie tessili, dell'abbigliamento, articoli in pelle e simili. In base alla classificazione ISTAT, il settore così definito corrisponde alle divisioni ATECO 2007 CB 13,14 e 15, escludendo perciò altri settori limitrofi come ad esempio orologi, gioielli e prodotti di bellezza.

Gli esiti complessivi sono parecchio incoraggianti, l'industria della moda italiana, così come la manifattura nel suo complesso, sono riuscite a mantenere un ruolo di rilievo nel panorama internazionale anche in questi ultimi anni di profondo mutamento strutturale.

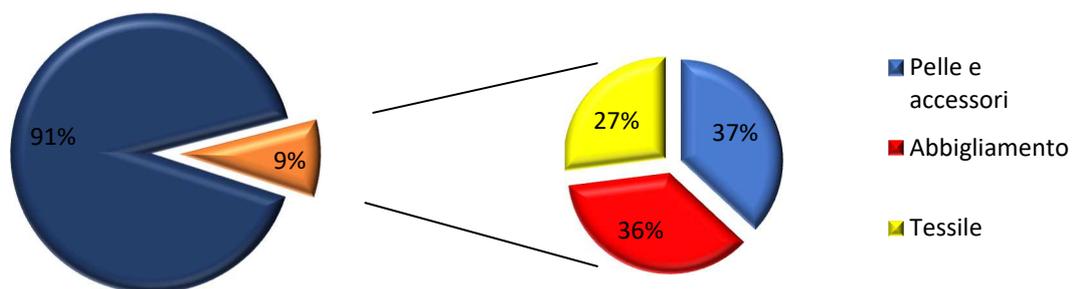
A fronte di una riduzione significativa del numero delle imprese, e degli occupati, la produttività del settore è comunque aumentata; nelle esportazioni si registra una crescita del valore nel quinquennio 2011-2015, anche se i dati del 2016,

seppur provvisori, evidenziano un'inversione del trend, con un prezzo medio unitario in leggero calo dopo anni di crescita ininterrotta.

Settori	N° imprese	Fatturato (Mln €)	Val. Aggiunto (Mln €)	N° occupati
Tessile	14.359	21.393	5.938	124.465
Abbigliamento	29.442	28.244	7.104	198.506
Pelle e accessori	15.436	29.031	7.060	141.062
Tot. Industria moda	59.237	78.667	20.102	464.033
Totale manifatturiero	396.422	867.515	204.054	3.654.887

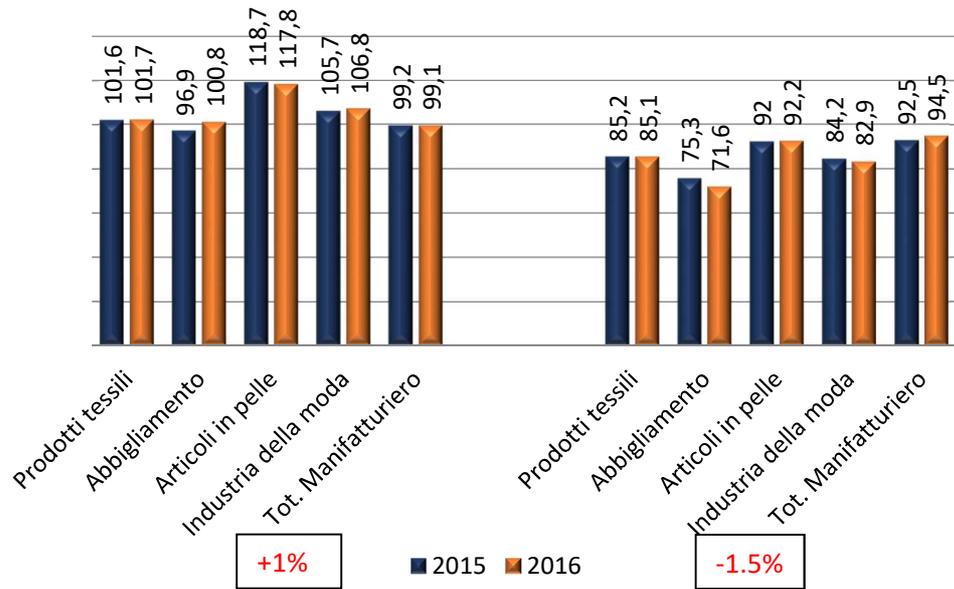
### I numeri del manifatturiero italiano (2014)

■ Altre industrie manifatturiere (788,8 mld)



### Fatturato dell'industria della moda nella manifattura italiana (2014,%)

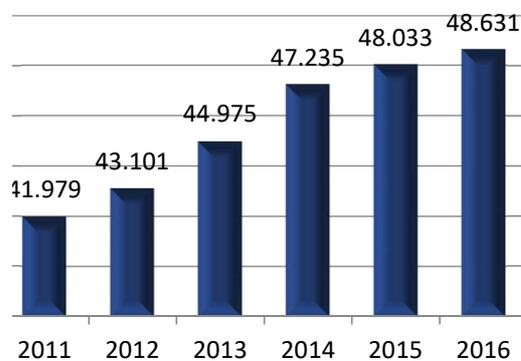
### Fatturato (2010=100)-Produzione (2010=100)



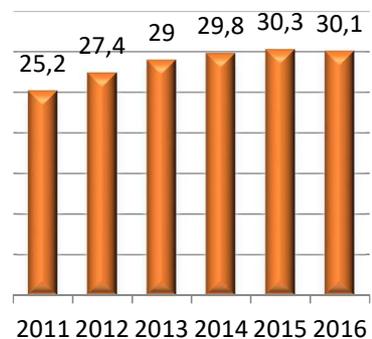
I principali paesi di sbocco restano Francia, Germania e Stati Uniti, ma è la Cina a registrare il maggior incremento in termini di valore esportato (+206% tra il 2006 e il 2016).

In relazione al solo abbigliamento, le stime presentate auspicano un buon aumento di vendite al dettaglio a livello globale confermando i trend già evidenziati nel recente passato soprattutto per merito dei grandi e promettenti mercati di Cina e India, seguiti da Brasile e Russia.

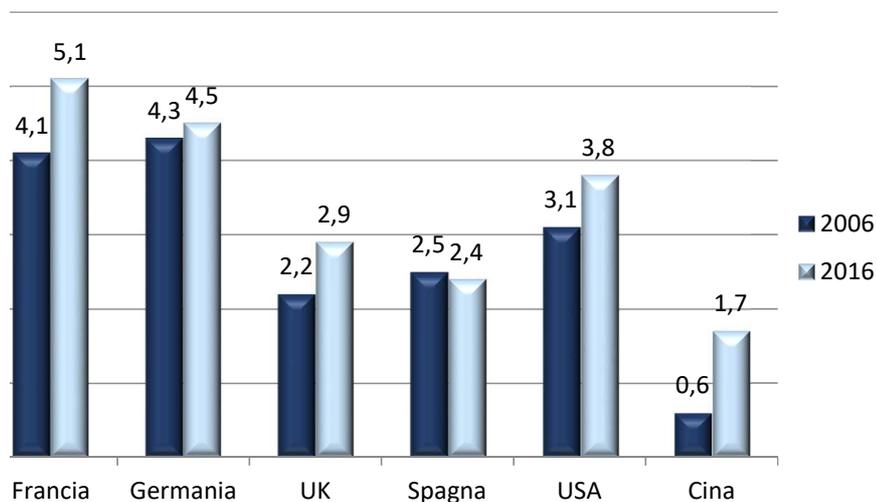
### Valore (mln)



### Prezzo medio unitario Kg/€

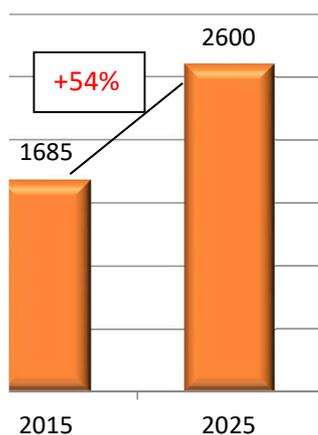


### Esportazioni della moda italiana

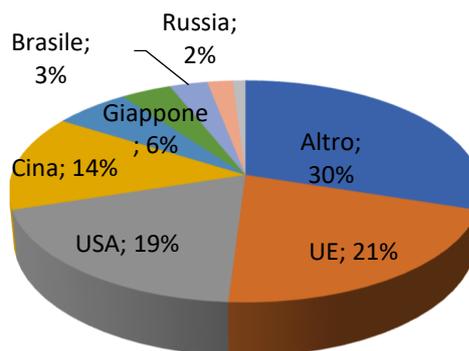


### Esportazioni per Paesi (Mld)

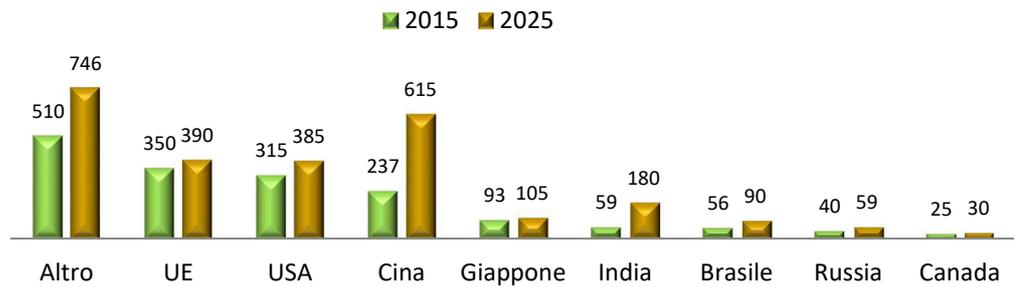
Per quanto riguarda il mercato globale dell'abbigliamento nel 2015 raggiungeva il valore di quasi 1.700 miliardi di dollari nel 2015 e le stime prevedono che raggiungerà i 2.600 miliardi di dollari entro il 2025. Le principali aree geografiche di riferimento sono Stati Uniti ed Europa, ma tra i paesi a maggior potenziale si candidano Cina e India.



Previsioni di crescita (Mld \$)



Fatturato per area geografica 2015 (%)



### Previsioni di crescita per area geografica (Mld \$)

L'industria della moda italiana si conferma un comparto strategico nella manifattura nazionale, con un forte appeal internazionale. Il processo di cambiamento strutturale di cui parlato precedentemente, nonostante il calo degli occupati sembrerebbe aver reso più competitivo il settore in un mercato da sempre caratterizzato da una forte concorrenza. Per il futuro sarà cruciale, e piuttosto scontato, la capacità del settore di affermarsi nei paesi a forte crescita che possono essere decisivi nelle prospettive di un comparto ormai maturo.

## CAPITOLO IV

### La quotazione in borsa del gruppo Brunello Cucinelli S.p.A.

#### 4.1 La struttura del mercato finanziario italiano

Le differenti necessità delle aziende che conducono al ricorso del mercato azionario sono connesse ad una moltitudine di variabili che non riguardano semplicemente le rispettive caratteristiche peculiari interne e dal settore di appartenenza, ma anche da un insieme di elementi esogeni; tra questi ultimi occorre considerare ad esempio, il ruolo svolto dal mercato finanziario con riferimento al suo sviluppo, dai fattori istituzionali e fiscali ovvero dai diversi ordinamenti normativi<sup>148</sup>.

Dal momento che il mercato finanziario rappresenta un luogo privilegiato dal quale le imprese possono raccogliere importanti risorse dall'esterno, per far fronte a investimenti e crescita, è plausibile che esso, a vario titolo, possa influenzare la politica e la strategia finanziaria delle imprese stesse.

Le modalità, la facilità e la propensione a rapportarsi con il mercato dipendono però dal suo stesso sviluppo e dalla sua organizzazione<sup>149</sup>.

Il grado di evoluzione di questo comparto è infatti strettamente connesso alla struttura industriale del Paese in cui opera, all'esistenza di apposite tutele per i risparmiatori e alla previsione di norme in tema di vigilanza e trasparenza<sup>150</sup>.

---

<sup>148</sup> BANFI A., *“I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa”*, Isedi, 2013.

<sup>149</sup> Allo stesso tempo, l'evoluzione e l'articolazione di un mercato tengono conto delle diverse caratteristiche delle aziende che vi operano. Con riferimento al mercato borsistico si noterà che l'affermazione di differenti tipologie di aziende ha richiesto l'istituzione di segmenti di mercato azionario ad esse dedicati

<sup>150</sup> VISENTINI G., *“La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; le riforme; oggi”*, Relazione al convegno “Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti”, Napoli 18 maggio 2007.

Dalla consultazione della letteratura e da raffronti cross country<sup>151</sup>, è possibile osservare come il ruolo del mercato, nei confronti delle attività e delle scelte delle aziende, si differenzi in relazione al sistema economico.

Intuitivamente, si potrebbe ritenere che l'economia di un paese funziona meglio e si potenzia laddove il sistema imprenditoriale possa contare su un apparato finanziario efficiente e moderno<sup>152</sup>.

Tuttavia, sebbene in linea di principio queste affermazioni sono valide, la realtà appare parecchio più complessa, potrebbe infatti essere vero anche che l'efficienza di un sistema finanziario sia buona perché il sistema economico è altrettanto attivo.

Di fatto è innegabile la strettissima relazione che lega l'andamento delle variabili economiche con quelle finanziarie. Piuttosto vasta è infatti la mole di studi e ricerche che analizzano il fenomeno, già nel 1995 un'indagine che fece scuola<sup>153</sup> riconobbe una preferenza tra "orientamento al mercato" e "orientamento bancario".

Nei primi, tipici sono gli esempi dei paesi Anglosassoni, il mercato finanziario rappresenta il nodo centrale per il finanziamento degli investimenti, ma anche per il monitoraggio aziendale, il riassetto e il controllo. In siffatto contesto, con riferimento al fenomeno della quotazione, si rileva una propensione piuttosto elevata all'ingresso in Borsa, le aziende sono infatti numerose, appartenenti ai più differenti settori e generalmente nel corso dei primi stadi del ciclo di vita aziendale.

Per contro, i paesi *bank-oriented*, caratteristici del continente Europeo e del Giappone, sono caratterizzati per una sensibile preferenza al ricorso bancario e presentano andamenti specifici piuttosto diversi; il numero di aziende quotate è generalmente inferiore e di grande dimensione, spesso già affermate nel rispettivo settore da molti anni.

Nell'ambito dei due diversi sistemi, i presunti costi e benefici derivanti dall'ammissione in Borsa variano in modo così consistente da far registrare andamenti molto dissimili.

---

<sup>151</sup> BANFI, "I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa", Isedi, 2013.

<sup>152</sup> VISENTINI G, MUSOLINO M., "La competitività del sistema bancario e finanziario italiano", (Documento Istruttoriale), Luiss Guido Carli, 2003.

<sup>153</sup> RAJAN R.G., ZINGALES L., "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", In The Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, 1995, pp. 1421-1460

Nel contesto europeo, l'Italia rappresenta un caso particolare, dove le ragioni per lo scarso sviluppo borsistico son figlie di aspetti caratteristici in larga parte riconducibili alla storia economica, giuridica, politica e sociale del paese; il tessuto economico italiano a partire dal secondo dopoguerra si è da subito distinto per la considerevole presenza di piccole e medie imprese, spesso organizzate in distretti industriali, che per finanziarsi, sono ricorse per lo più all'indebitamento sistematico<sup>154</sup>.

Il mercato azionario italiano, dunque, risente fortemente di questa impostazione primigenia e si presenta ancora oggi caratterizzato da una ridotta capitalizzazione, oltre che da un limitato numero di società quotate, tanto che economie ben più piccole, come quelle dei Paesi Bassi o della Danimarca, possiedono più imprese quotate<sup>155</sup>.

Le forme del comparto finanziario-creditizio si sono così adattate, da dopo il '45, al regime di economia mista allora vigente, dove il sistema prevedeva una rigorosa separazione della banca dall'industria, nonché la costituzione di appositi enti pubblici preposti alla gestione di alcuni aspetti dell'economia italiana (a questo proposito si può ricordare l'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) responsabile della ristrutturazione delle imprese industriali e bancarie insolventi, che ha sostenuto la spinta alla nazionalizzazione del sistema industriale e finanziario)<sup>156</sup>.

Il settore del credito, che è stato sottratto al mercato per essere organizzato come servizio pubblico, ha progressivamente assunto un ruolo prevalente in forza del quale l'intero sistema finanziario ha ruotato intorno ad un comparto bancario dominante, che ha sfavorito la nascita di un mercato finanziario che avrebbe reso le imprese più indipendenti dagli istituti di credito<sup>157</sup>.

La normativa risultava poco allettante ma era soprattutto la politica fiscale, fino a pochi anni fa, a sfavorire l'investimento in borsa il ricorso agli aumenti di capitale delle aziende, la distribuzione dei dividendi e la quotazione stessa.

---

<sup>154</sup> ZAMAGNI V., *“Dalla rivoluzione industriale all'integrazione europea”*, il Mulino, 1999.

<sup>155</sup> <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database>

<sup>156</sup> BATTILANI P., FAURI F., *“L'economia italiana dal 1945 ad oggi”*, il Mulino, 2014

<sup>157</sup> *Ibidem*

Gli investitori abituali (come fondi comuni di investimento, private equity e venture capitalist) erano assenti nel capitale delle imprese e di conseguenza non hanno fornito il loro contributo all'ingresso delle aziende in borsa e all'andamento del mercato di Borsa e dei corsi azionari. Solo a partire dagli anni novanta, grazie all'imprevedibilità dei mercati finanziari globali e al processo di integrazione europea, il mercato italiano ha iniziato a beneficiare di nuove norme organizzative e di funzionamento attraverso una crescente privatizzazione del sistema creditizio, incentivando le concentrazioni tra gli intermediari nazionali<sup>158</sup>. Tra i provvedimenti che maggiormente hanno inciso si possono ricordare il decreto EuroSim<sup>159</sup>, la privatizzazione della Borsa<sup>160</sup> e la riforma del testo unico della finanza<sup>161</sup>.

Si è reso necessario promuovere lo sviluppo del mercato mobiliare per consentire la competitività con mercati internazionali, ma anche per costituire una valida alternativa, per le imprese, rispetto al finanziamento bancario, contribuendo a ridurre i relativi costi del finanziamento. Si è infine cercato di agevolare il collegamento diretto tra emittenti e investitori attraverso la predisposizione di una disciplina più accurata circa gli strumenti finanziari utilizzabili; inoltre, sono state previste regole volte ad incentivare la concorrenza tra operatori finanziari entro il territorio nazionale, attenuando quegli aspetti che per lungo tempo avevano reso il sistema bancario nazionale settore protetto<sup>162</sup>.

---

<sup>158</sup> VISENTINI G., *“La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; le riforme; oggi”*, Relazione al convegno “Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti”, Napoli 18 maggio

<sup>159</sup> Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415. "Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi"

<sup>160</sup> Avvenuta nel 1997, contestualmente al varo di strumenti meno penalizzanti per l'ammissione alla quotazione delle aziende ed è stato inoltre previsto un incentivo fiscale per tutte le aziende di piccole e medie dimensioni che hanno deciso di quotarsi.

<sup>161</sup> TUF (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58). Si introduce una grande riorganizzazione normativa degli intermediari, ai mercati e alle società quotate.

<sup>162</sup> BANFI A., *“I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa”*, Isedi, 2013.

## 4.2 Motivazioni alla quotazione per i brand moda di lusso italiani

Come anticipato, il mercato mobiliare, in particolare nei paesi dotati di sistemi finanziari evoluti, costituisce uno dei più rilevanti canali di finanziamento delle imprese, in tale ambito, il collocamento presso il pubblico di titoli azionari, favorito dall' ammissione alla quotazione di titoli stessi, rappresenta la modalità più comune di ricorso al mercato ed una delle più vantaggiose. Questa, infatti, consente alle aziende che optano per la quotazione di perseguire i programmi di sviluppo senza squilibrare la propria struttura finanziaria, e senza dover individuare uno specifico partner che voglia condividere tali programmi<sup>163</sup>.

Naturalmente l'opzione borsistica non è riservata solo alle grandissime aziende, anzi proprio quelle di medie dimensioni riescono a modificare la propria struttura piuttosto velocemente riuscendo così a perseguire la propria strategia di sviluppo.

Le aziende italiane del Sistema Moda, da sempre sinonimo di eccellenza del Made in Italy hanno compreso ormai da tempo la necessità di adeguare il proprio modello di business al panorama internazionale, sempre mutevole e che obbliga a cercare tutte le strade possibili al fine di perseguire lo sviluppo aziendale e di sfruttare le opportunità che la globalizzazione dei mercati offre.

Il modello di business tradizionale, basato sulla centralità della funzione produttiva, non appare più sufficiente a supportare la crescita costante delle nostre aziende nel contesto di mercato attuale tanto che negli ultimi anni si assiste ad un cambiamento sostanziale per l'ottenimento di vantaggi competitivi con modalità diverse dalle tradizionali e che sono rivolte a valorizzare le potenzialità del marchio<sup>164</sup>.

Secondo quanto affermato da Pambianco in collaborazione con Pwc già nel Rating annuale 2014<sup>165</sup>, questo modello di business nuovo si basava su alcune leve principali tra cui:

---

<sup>163</sup> FABRIZI P.L., *“Economia del mercato mobiliare”*, EGEA, 2016.

<sup>164</sup> Ibidem2, in

<sup>165</sup> [www.pambinaconews.com](http://www.pambinaconews.com), *“Ricerca sulla quotabilità delle aziende dei settori”*, in Le Quotabili rating 2014.

- Lo sviluppo di una rete di negozi gestiti direttamente, riequilibrando il peso eccessivo dato nel passato al canale wholesale.

- L'internalizzazione dei brand precedentemente concessi in licenza, assumendosi il rischio connesso allo sviluppo ed alla distribuzione della collezione, ma beneficiando del controllo diretto sul marchio;

- L'espansione all'estero sia in mercati maturi ma profittevoli e talune volte ancora poco esplorati (come gli Stati Uniti), sia in paesi con un'economia in fase di sviluppo (come nel Far East ed in Medio Oriente) sfruttando l'appeal di cui gode il Made in Italy.

- L'affermazione di un nuovo concetto di Total Retail, che spazia dallo sviluppo dei nuovi canali di comunicazione "social", all'allargamento a nuovi canali distributivi, come l'e-commerce.

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

Risulta evidente che queste strategie basate sull'immagine aziendale, sul marchio e sull'internazionalizzazione abbiano bisogno di una struttura finanziaria solida nonché di un top management e partner industriali in grado di supportare tali scelte da un punto di vista operativo e gestionale.

Pambianco sottolinea poi, che anche il ruolo stesso dello stilista-fondatore necessita di essere rivisto in un'ottica più funzionale allo sviluppo del marchio e affiancato da figure manageriali di alto profilo che sappiano implementare scelte strategiche importanti. In questo contesto risulta centrale il ruolo della finanza come sostegno ed acceleratore delle nuove scelte strategiche con l'obiettivo di aumentare la creazione di valore.

La finanza, infatti, soprattutto in una realtà industriale come quella nazionale caratterizzata da aziende familiari anche nel settore del lusso è rimasta per lungo tempo ai margini del settore moda italiano e ciò anche a causa

dell'atteggiamento del fondatore, in molti casi anche stilista, che non ha quasi mai visto positivamente l'ingresso nella società di nuovi soci finanziatori.

E' proprio negli ultimi anni invece che si assiste ad un'inversione del trend, per cui sono proprio queste società caratterizzate dalla coincidenza della figura dell'imprenditore con quella dello stilista ad aver focalizzato la loro attenzione sugli strumenti di finanza aziendale, inizialmente con l'ingresso nel capitale dei fondi di Private Equity (tra i più recenti Twin Set, Betty Blue e Versace) e, successivamente attraverso la quotazione in borsa (come ad es. Cucinelli, ma anche Ferragamo, Italia Independent, Moncler ecc.).

Per lungo tempo infatti, il carattere familiare delle aziende italiane ha impedito loro di godere dei grandi vantaggi che possono derivare dal mercato finanziario: immediato accesso a capitali freschi, aumento delle visibilità del brand anche in un'ottica di investimento, maggior capacità di realizzare *business plan* ambiziosi, possibilità di implementare piani di incentivazione a dipendenti e manager, per allineare i loro obiettivi a quelli dell'impresa. La quotazione in borsa consente al management di avere interlocutori privilegiati in un dialogo costante teso alla creazione di valore, garantendo al contempo un buon livello di autonomia nelle strategie di sviluppo. Ed i vincoli di informativa periodica vengono tipicamente letti come uno strumento di confronto con il mercato e con i competitor sempre nell'ottica di sviluppo del business<sup>166</sup>.

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

Tra le più recenti spiccano Salvatore Ferragamo avvenuta nel giugno del 2011, Brunello Cucinelli ad aprile 2012, Italia Independent nel giugno 2013 e Moncler nel novembre 2013. Si tratta di brand che fanno del *Made in Italy* un segno indiscusso del proprio successo, che sono arrivati alla quotazione attraverso percorsi e scelte strategiche differenti. Nel caso di Ferragamo, ad esempio, la quotazione è arrivata dopo oltre 80 anni di storia iniziata dallo stilista/fondatore e proseguita dai suoi figli; differente è il caso di Cucinelli, società più giovane, fondata a fine anni '70 e nata dalla geniale intuizione di Brunello Cucinelli di realizzare

---

<sup>166</sup> Fabrizio P.L., "Economia del mercato mobiliare", EGEA, 2016.

maglioni colorati da donna in cashmere; storia ancora più recente è quella di Italia Independent, che di fatto era quasi una start-up, nata nel 2007 ed operativa in un business di nicchia come quello degli occhiali di alta gamma; diverso ancora è il caso di Moncler, brand nato in Francia negli anni '50 e rilanciato da Remo Ruffini a partire dal 2003, apprezzando anche il contributo finanziario delle *private equity*.

Benché si tratti di aziende con un DNA fortemente diverso tra loro, queste quattro realtà hanno scelto la strada della quotazione per accedere a quei capitali necessari per il sostegno del marchio e per accelerare il percorso di espansione internazionale.

Va posta poi una ulteriore considerazione, nel panorama internazionale di riferimento le dinamiche della finanza hanno condotto ad una forte contrapposizione tra i giganti gruppi del lusso quali LVMH, Richemont, Kering e aziende *family business*, soprattutto italiane, che cercano di difendere la loro identità di artigianato storico ed indipendenza.

La contrapposizione maggiore si riscontra nelle opposte politiche di management poste in essere da pool di manager dei grandi gruppi. Questi, infatti, rimangono alla guida della società per pochi anni, massimo cinque e sono spinti a quelle decisioni che possano comportare loro i guadagni massimi nel breve periodo e, quando quotate, ad avvantaggiarsi dei piani di stock option, senza curarsi degli obiettivi del lungo periodo<sup>167</sup>.

I *family business* del lusso invece, presentano una storia molto radicata nel tessuto territoriale ed artigianale in cui si sono sviluppati e sono mossi da un lato, dalla necessità di adottare strategie di crescita del business anche a livello internazionale per non soccombere ed essere oggetto di acquisto dai grandi gruppi stranieri, dall'altro dalla volontà di valorizzare il territorio, l'artigianalità e supportano lo sviluppo dell'economia locale, affidando parte consistente della produzione delle loro collezioni al sapere manuale tipico del *made in Italy*<sup>168</sup>.

---

<sup>167</sup> GENCO P., PENCO L., "Assetti di governo e strategie nelle medie imprese. Un approfondimento sulle medie imprese quotate", Franco Angeli, 2013.

<sup>168</sup> Secondo una recente indagine Consob (2016) il 60% delle imprese quotate ha come primo azionista una famiglia, se si tiene conto anche delle non quotate, le imprese familiari sono oltre l'85% del totale.

La decisione di quotarsi in Borsa reca con sé consistenti modifiche aziendali sia per quanto riguarda la sua organizzazione interna che le sue modalità operative; siffatta scelta si configurerà pertanto come una rilevante decisione strategica, a breve, ma anche a medio-lungo termine, alla quale si sommano notevoli implicazioni: come altre operazioni di finanza straordinaria, l'ingresso in Borsa costituisce un momento di fortissima "discontinuità" che richiede un'opportuna valutazione<sup>169</sup>.

È necessario tenere presente i benefici e gli svantaggi derivanti dalla decisione di quotarsi: l'impresa, per esempio, da un lato, potrà accedere a un'ampia gamma di opportunità di finanziamento, prima precluse, ma dall'altro sarà obbligata a ottemperare a più stringenti adempimenti informativi; occorre inoltre considerare preventivamente il possibile impatto sull'assetto proprietario e manageriale, sull'intera organizzazione aziendale e sui rapporti con fornitori, clienti, istituti di credito e dipendenti<sup>170</sup>.

Nel settore della moda poi, ulteriori variabili aggravano il quadro, in considerazione delle caratteristiche peculiari della sua complessa Filiera e della fortissima interconnessione esistente tra gli attori che vi operano.

Lo studio delle motivazioni che possono indurre le imprese ad accedere sui mercati borsistici è particolarmente articolato e la letteratura in materia è molto vasta tanto che negli ultimi anni, soprattutto a cavallo dei due millenni, sono state condotte numerose ricerche empiriche, nella prospettiva di analizzare i fattori determinanti della quotazione e gli effetti reali e potenziali che ne scaturiscono<sup>171</sup>.

I principali fattori identificati, ritenuti capaci di spiegare la differente propensione alla quotazione concernono le dimensioni, l'età, lo stadio del ciclo di vita, il grado di rischio degli investimenti, la struttura proprietaria e finanziaria e lo

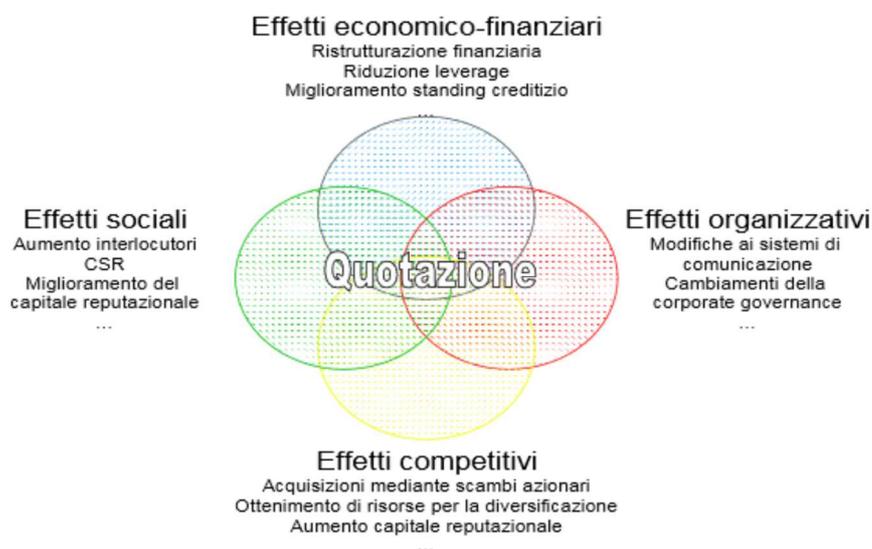
---

<sup>169</sup> ROMANO G., "Strategie aziendali e quotazione in Borsa", Giuffrè, 2012.

<sup>170</sup> GENCO P., PENCO L. "Assetti di governo e strategie nelle medie imprese. Un approfondimento sulle medie imprese quotate", Franco Angeli, 2013.

<sup>171</sup> Come ad esempio quelle di: Franzosi A., Pellizzoni E. (2003), "La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane", BitNotes, n. 7; Pagano M., Panetta F., Zingales L. (1998), "Why do Companies Go Public? An empirical Analysis", Journal of Finance, vol. 53, pp. 27-64; Chemmanur T.J. (1999), "A theory of the going-public decision", The review of financial Studies Summer, 12 (2), pp. 249-279

sviluppo tecnologico<sup>172</sup> che a loro volta producono effetti di carattere economico-finanziario, organizzativi, competitivi e sociali.



### 4.3 La rilevanza dei requisiti sostanziali alla decisione di quotazione

Come evidenziato nei capitoli precedenti, a monte della decisione di quotazione intercorrono parecchie variabili da considerare e controllare. A complicare ulteriormente il quadro, le aziende che decidono per il “going public” (soprattutto le PMI), devono soddisfare alcuni requisiti indispensabili sia di ordine formale che sostanziale. Sono questi ultimi, svincolati da una normativa vera e propria<sup>173</sup>, a rispondere essenzialmente alla logica economico finanziaria che tende ad un giusto ed equo equilibrio tra tutela del privato azionista ed esigenze strettamente legate al mercato; compiutamente si sta facendo riferimento

<sup>172</sup> FRANZOSI A., PELLIZZONI E., “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, BitNotes, n. 7, 2003.

<sup>173</sup> Tale valutazione si basa sull’attrattività del business aziendale e sulla qualità delle strategie perseguite dall’impresa: la struttura manageriale e organizzativa, il ruolo dell’imprenditore, gli obiettivi e i piani strategici predisposti rappresentano gli elementi principali di giudizio. Pertanto i requisiti sostanziali degli emittenti non si deducono da alcuna norma regolamentare o di legge, come per i formali, ma consistono nell’idoneità complessivamente valutata di una società di accedere alla quotazione in borsa.

all'insieme delle caratteristiche organizzative, finanziarie e gestionali che identificano una società con un buon potenziale di successo a generare reddito distribuibile in relazione alle prestazioni prospettiche attese e non all'andamento storico<sup>174</sup>.

La “verifica” di tali caratteristiche di successo precedono necessariamente il momento della presentazione dei requisiti “formali” e per comprenderne meglio il significato proveremo ad analizzare la posizione economica e organizzativa della più importante società italiana del settore moda-lusso: il gruppo Armani. Fondato negli anni '70 da Giorgio Armani ed attualmente uno dei brand del *luxury* italiano più importante al mondo con diverse linee di moda all'attivo: Giorgio Armani Privé, Giorgio Armani, Emporio Armani, Armani Collezioni, AJ Armani Jeans, A/X Armani Exchange, Armani Junior, Armani/Casa<sup>175</sup>.

Non a caso il brand è stabilmente posizionato al primo posto (ormai da diversi anni) nella classifica stilata da Pambianco anche nel 2017<sup>176</sup>. I fattori che vengono analizzati nello studio per la composizione del ranking, sono diversi e riguardano sia la situazione economica della società che la sua forza nel mercato.

A ciascun fattore è stato attribuito un peso, a seconda della sua importanza per valutare la quotabilità e a ciascuna azienda è stato assegnato un punteggio, su ciascun fattore, che va da 1 (minimo) a 10 (massimo). L'assegnazione dei punteggi relativamente ai fattori Notorietà del Marchio, Forza Distributiva e Fascia di Mercato in cui l'azienda opera (lusso, medio/alta, media) è stata effettuata sulla base di valutazioni Pambianco<sup>177</sup>, quella relativa agli altri fattori sulla base dei dati di bilancio. I punteggi ottenuti su ciascun fattore sono stati moltiplicati per il peso di questo, in modo da avere una graduatoria di quotabilità ponderata.

---

<sup>174</sup> BANFI A. “*I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*”, Isedi, 2013.

<sup>175</sup> [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org).

<sup>176</sup> [www.pambianconews.com](http://www.pambianconews.com), “*In Borsa con il rating*”, 10/01/2017.

<sup>177</sup> [www.pambianconews.com](http://www.pambianconews.com), “*Ricerca sulla quotabilità delle aziende dei settori*”, in *Le Quotabili rating 2014*.

Fattori	Peso %
Crescita % (3 anni precedenti)	18
EBITDA medio (3 anni precedenti)	18
Notorietà del marchio	16
Dimensione	13
Export	13
Forza distributiva (neg. diretti)	9
Indebitamento	8
Fascia di mercato (Lusso, Medio/alta/media)	5
<b>Totale</b>	<b>100</b>

**Fattori e pesi % per la composizione del Ranking di "quotabilità" secondo Pambianco**

Il Gruppo Armani ha ottenuto nel 2017 uno score dei 81,4, superiore ad ogni altra società per cui attualmente risulta la società del lusso italiana che ha i migliori requisiti sostanziali per accedere al mercato borsistico.

Ranking		Trend	Main Board	Score
2015	2016			
1	1	↔	Giorgio Armani	81,4
7	2	↑	Valentino	80,1
2	3	↓	Ermenegildo Zegna	72,6
5	4	↑	Gianni versace	71,6
4	5	↓	Dolce&Gabbana	71,1
8	6	↑	Vicini	69,4
3	7	↓	Stefano Ricci	67,1
12	8	↑	Calzedonia	64,3
New	9	New	Golden Goose	63,2
16	10	↑	Paul&Shark	63,1

**Confronto Ranking di "quotabilità" secondo Pambianco (2015-2016)**

Se la società interessata alla quotazione dispone dei requisiti formali, ma non di quelli sostanziali, risulterà difficile procedere in tempi brevi alla loro formazione, poiché essi richiedono modifiche strutturali spesso complesse e di lunga attuazione. Sebbene non sia possibile elencare i requisiti sostanziali in

generale in modo completo a causa del fatto che sono fortemente connaturati all'identità propria e specifica di ciascuna impresa, di seguito riportiamo un elenco semplificato dei requisiti più comunemente richiesti<sup>178</sup>:

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

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

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

- **Presenza di un leader.** E' importante che prima dell'avvio del processo di quotazione, venga identificata, nell'ambito della struttura aziendale, una persona di riferimento con la massima visibilità sia nella fase di presentazione dell'azienda

---

<sup>178</sup> AIFI, "Guida alla quotazione", 2016, in: [www.datocms-assets.com](http://www.datocms-assets.com).

ai potenziali sottoscrittori dei titoli, che nei successivi incontri con la comunità finanziaria. Solitamente questa figura è ricoperta dal Presidente o dall'Amministratore Delegato o comunque da una persona con una solida esperienza e conoscenza dell'azienda e un'ottima capacità di coinvolgimento di tutti i dipendenti.

#### **4.4 Presentazione del caso aziendale**

Brunello Cucinelli nasce nel 1953 a Castel Rigone, un piccolo paese in provincia di Perugia. Il suo esordio nell'imprenditorialità avviene piuttosto precocemente, già a 25 anni infatti pone le basi del suo futuro successo entrando nel settore dell'abbigliamento, ed in particolare, nella lavorazione di un filato nobile e ricercato come il cashmere.

La grande passione e perseveranza con cui si dedica al suo lavoro, negli anni a seguire, gli varranno il titolo di "The King of Cashmere", attribuito dal quotidiano statunitense *The New Yorker*, nel marzo 2010<sup>179</sup>.

L'idea imprenditoriale di partenza, mostra alcune analogie con l'esperienza di Luciano Benetton, il quale a partire dagli anni '60, prendendo spunto dal celebre maglione giallo confezionato dalla sorella, lanciò la moda dei maglioni di shetland colorati ottenendo fin dall'immediato un grande successo nel mercato in generale ed in particolare in quello del pubblico giovane.

Proprio su questa scia si inserisce Cucinelli, che, scostandosi decisamente dalle tendenze e dagli stereotipi di quegli anni dove le tonalità del cashmere era limitata a tonalità neutre comprese tra il beige e il grigio, reinterpreta il filato restando all'interno del perfetto connubio tipico del "*made in Italy*" di tradizione e innovazione.

Tale rielaborazione non si esaurisce certo nella sola scelta di colori più accesi, ma anche e soprattutto all'introduzione del materiale nelle collezioni femminili, fino ad allora privilegio tradizionalmente riservato agli uomini, mediante disegni più avvitati per meglio adattarli al corpo delle donne.

---

<sup>179</sup> MEAD R., Letter from Umbria, "*The Prince of Solomeo*," *The New Yorker*, March 29, 2010

Il passo è davvero breve, tradizione, moda, innovazione e l'utilizzo del filato nobile per eccellenza gli apriranno la strada verso un successo senza precedenti. L'attività fu dunque inizialmente incentrata sulla esclusiva produzione di maglieria in cashmere, nel 1978, presso un piccolo laboratorio ad Ellera di Corciano. L'attività prosegue fino alla prima metà degli anni ottanta con una produzione e vendita composta solamente da capi di maglieria e i primi mercati di riferimento sui quali decide di puntare sono la Germania e gli Stati Uniti, paesi con una particolare solidità finanziaria e che si trovavano in un momento di grande stabilità economica. Il successo e grande interesse da parte del mercato permettono una progressiva crescita tanto che nel 1985 decide di fare un salto di qualità ampliando ulteriormente la sua emergente attività acquistando il trecentesco Castello di Solomeo e spostandovi le proprie attività.

Già in questi anni, comincia così ad emergere la sua peculiare sensibilità imprenditoriale e umana, dove l'attenzione al prodotto, alla cultura e al rispetto dei propri dipendenti costituiranno le basi fondamentali per il suo successo negli anni a venire. Anche la scelta della sede, rientra in questa sua visione. Solomeo infatti è un luogo che egli stesso definisce in linea con la sua cultura e le sue origini contadine. La bellezza del paesaggio poi, così come la semplicità dei luoghi ed il contatto con la natura corrispondevano ai mezzi da lui ricercati per lo sviluppo della sua concezione di "Impresa Umanistica". Il complesso delle bellezze paesaggistiche, storiche ed artistiche, infatti, rappresentavano quanto di più utile ed adatto per alleggerire il duro e talvolta ripetitivo lavoro degli artigiani. L'essere immersi in una realtà di questo tipo avrebbe inoltre risvegliato la natura spirituale dei suoi collaboratori e, assieme alla serenità trasmessa dal contesto, avrebbe stimolato una maggiore creatività ed impegno nell'esecuzione delle mansioni di ciascuno.

Non vi sono cartelli che indicano la presenza dell'azienda, non compaiono i tipici capannoni industriali: l'azienda è il Borgo stesso le cui case sono laboratori, uffici oltre che abitazioni.

Iniziò così un'originale ed audace opera di riqualificazione del Borgo che si protrarrà per ben 23 anni: tutti i locali saranno così caratterizzati dalla più accurata

conservazione di cornici in pietra, pitture murali ed affreschi, pavimenti in mattonato e travi in legno<sup>180</sup>.

Il concetto stesso di fabbrica secondo Cucinelli si discosta da quello ormai da anni radicato nell'immaginario collettivo; non vi sono i capannoni ad uso industriale tipici delle tradizionali realtà imprenditoriali post Rivoluzione Industriale, ma "case-laboratorio" che fanno riaffiorare nei ricordi gli ormai obsoleti sistemi produttivi. Il Borgo viene ad essere così composto da un vero e proprio reticolo di laboratori artigianali che hanno sede nelle piccole case ristrutturate, dislocati, a seconda dei criteri di specializzazione delle lavorazioni, nell'intero paese: sono contraddistinti all'esterno da targhe in pietra che documentano l'epoca di ristrutturazione e restauro e riportano frasi di illustri maestri dell'antichità<sup>181</sup>.

L'aver ricreato un ambiente così caldo e familiare, scevro da pressanti fiscalismi ed imposizioni gerarchiche evidenti, incide in maniera positiva su diversi aspetti quali la serenità del personale e la nascita di rapporti interpersonali maggiormente informali. Questo secondo l'ideatore permette la generazione di un flusso continuo di idee, esperienze e consigli che, nel tempo, avrebbero portato ad ottimi risultati stante la necessità di affrontare un mercato estremamente competitivo, in continua riconfigurazione, assetato di creatività, innovazione e continuo rinnovamento<sup>182</sup>. Il progressivo ed importante ampliamento dell'attività della Società ha recentemente reso necessaria la costruzione di una nuova sede aziendale alle porte di Solomeo; questa si differenzia dalla prima per essere una struttura di nuova costruzione ma, anche in questo caso, non sono stati trascurati gli aspetti estetici, artistici e paesaggistici: l'arredamento interno è in linea con quello degli stabili del Borgo e fanno cornice ambientale alla struttura estesi frutteti e boschi di cedri e pini.

Quanto alle caratteristiche del prodotto, sono ormai parecchi anni che la commercializzazione avviene sotto l'unico brand "Brunello Cucinelli" comprendente un'ampia gamma di capi ed accessori *casual-chic*, offrendo un

---

<sup>180</sup> TABARRINI M., "L'Umbria si racconta", Dizionario, 3 vol., Foligno, 1982.

<sup>181</sup> Ibidem

<sup>182</sup> BRUNELLI P., "Brunello Cucinelli spa: il re del cashmere. I successi dell'economia", Edizioni Edizioni, 2014.

caratteristico esempio di lusso “*absolute*”, nel quale il “*made in Italy*” viene coniugato nella sua espressione migliore: qualità, artigianalità, creatività, esclusività e cultura del bello sono gli elementi distintivi del brand, insieme ad una grande capacità di recepire le innovazioni del mercato sia nei gusti che nelle tendenze di moda consentendo così, in un connubio unico, di realizzare una linea di prêt-à-porter/casual-chic capace di abbracciare i gusti di una clientela molto ampia, giovane e meno giovane. Coniugare antico e moderno, obiettivi aziendali e necessità umane sono il segreto di un’impresa che per la sua portata innovativa viene guardata con interesse da molti.

Continuamente alla ricerca di un equilibrio estetico tra naturalezza e distinzione, le ultime collezioni di Brunello Cucinelli, si rivolgono ad un *target* consapevole e ricercato con una proposta più cittadina e metropolitana che non rinuncia alla morbidezza dei colori, alle fibre ed ai materiali preziosi, in equilibrio tra ricercatezza e minimalismo. Sartorialità e interventi artigiani si mescolano al mondo “*active*” che diventa “*soft luxury*” per il giorno e più importante per la sera. A seguito della strategia di ampliamento dell’offerta perseguita negli anni addietro l’azienda è attiva nella produzione di maglieria, camicie da uomo e da donna, abiti da donna e abiti da uomo, capispalla, sciarpe, scarpe, accessori. Un rilievo importante hanno assunto negli ultimi cinque anni proprio questi ultimi, seguendo il trend generale delle case di lusso; gli accessori rappresentano i prodotti che nel corso del tempo hanno saputo conquistare una parte sostanziale dei ricavi che per Cucinelli vale più del 15 % del fatturato.

#### **4.5 Un’organizzazione peculiare**

Già da questi primissimi dati si possono trarre alcune conclusioni sulla peculiarità di quest’uomo e della sua azienda e di come sia stato in grado di trarre il suo vantaggio competitivo proprio a partire da una forma di organizzazione piuttosto rara e controcorrente.

Le scelte innovative infatti, sono tutt'altro che limitate all'ambito stilistico; la sua è una vera e propria rivoluzione nella sfera imprenditoriale: il suo principale e manifesto desiderio è infatti quello di creare, come egli stesso la definisce, un'Impresa Umanistica<sup>183</sup>.

Una visione dunque, non esclusivamente legata alle logiche di profitto, alle strategie manageriali diffuse ed alle collegate modalità organizzative. Una tale, e legittima, "ossessione" per il profitto però, mal si adatta alla peculiare realtà aziendale in questione ed alla specificità del personale; da qui la promessa fatta a se stesso di lottare per la creazione di qualcosa di costruttivo e spiritualmente elevato dove i valori immateriali e spirituali fossero parte integrante dell'impresa. Lui stesso in un'intervista ha dichiarato: "Gli uomini devono poter lavorare in un ambiente che dia loro serenità; è necessario riprogettare i modelli che non mettono al centro la dignità dell'uomo."<sup>184</sup>

L'uomo dunque assurge a bene supremo dell'impresa ed il profitto rappresenta non tanto il fine ultimo, ma piuttosto un mezzo per conseguire la valorizzazione dell'uomo stesso, per rendere l'azienda sempre più solida e le relative condizioni di lavoro più favorevoli.

Il profitto quindi ottiene una connotazione positiva solo nel momento in cui viene ulteriormente investito in attività che migliorano la dimensione artistica del mondo e quella spirituale dell'uomo.

Questo avviene, concretamente, tenendo conto anche dei valori, degli interessi e delle funzioni dei dipendenti, secondo principi di equità. Considerare l'uomo il punto focale del sistema economico e sociale rimarca la soggettività delle persone, tanto che i valori umani assumono un aspetto preminente e diventano fattori strategici di sviluppo economico; il sistema di rapporti interpersonali è ampio ed informale, esteso alla globalità aziendale e, grazie alla condivisione degli obiettivi e della propria dimensione, le persone possono sviluppare un senso di "appartenenza" all'azienda che in alcuni casi assume più i tratti caratteristici di una

---

<sup>183</sup> BRUNELLI P, "*Brunello Cucinelli spa: il re del cashmere. I successi dell'economia*", Edi&sons Ed., 2014

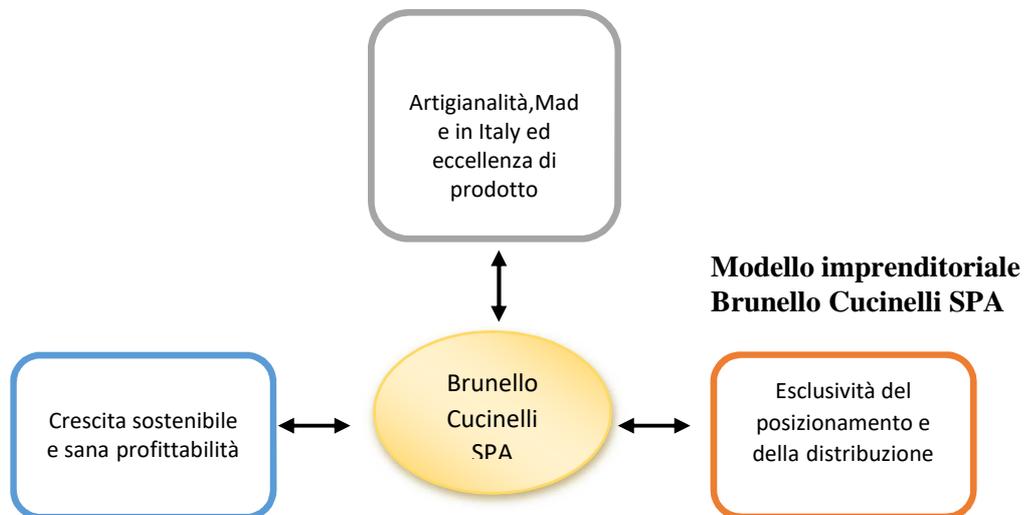
<sup>184</sup> [www.pambianconews.com](http://www.pambianconews.com), "Brunello Cucinelli – azienda del mese".

comunità nella quale la partecipazione è reale e vissuta e non soltanto ideologica e concettuale<sup>185</sup>.

Un maggiore coinvolgimento del lavoratore conduce inoltre ad una partecipazione più consapevole nella gestione dei processi produttivi: il capitale di conoscenza viene tutelato e nasce uno stimolo per la crescita dimensionale dell'impresa ed il miglioramento dell'assetto organizzativo.

Si definisce custode dell'Impresa, dei luoghi e del sapere collettivo e non proprietario in quanto il concetto di possesso nasconde sempre una sfumatura negativa.

L'organizzazione proiettata verso scenari innovativi necessita di maggiore autonomia e motivazione per chi vi prende parte e questi elementi possono essere conquistati solo grazie ad un'organizzazione meno rigida, flessibile, con una riduzione dei livelli gerarchici dove il contributo di ognuno non solo è riconosciuto ed apprezzato, ma è linfa vitale per l'innovazione che non è mai competenza di uno solo, ma richiede collaborazione, partecipazione diretta e personale<sup>186</sup>.



<sup>185</sup>BRUNELLI P, "Brunello Cucinelli spa: il re del cashmere. I successi dell'economia", Edi&sons Ed., 2014.

<sup>186</sup> Ibidem

#### 4.6 Politiche distributive, esperienza di acquisto e reti di vendita

Sempre di più, negli ultimi anni, la prospettiva esperienziale di acquisto sta conoscendo ampia diffusione un po' in tutti i settori e in particolari in quelli del lusso; le aziende cominciano a prendere sempre più in considerazione immagini, sensazioni e sentimenti come elementi identificativi più che validi su cui far leva oltre alle caratteristiche funzionali, estetiche e simboliche del prodotto che, dal loro versante, sembrano perdere sempre più rilevanza. Il consumatore post-moderno<sup>187</sup> sembra infatti essere sempre più influenzato nelle sue scelte di acquisto dalla continua ricerca di esperienze nuove ed esaltanti piuttosto che dei prodotti stessi, non è più il singolo oggetto ad essere acquistato infatti, bensì la sua natura intrinseca, i valori di cui è portatore e le tradizioni che esso stesso tramanda.

Oggi il punto vendita rappresenta il mezzo di comunicazione più vicino al consumatore, il reale punto di contatto tra cliente ed azienda, esercitato innanzitutto a livello fisico e in secondo luogo a livello emotivo tanto da divenire inteso sempre più come un “*point of performance*” o un *point of meeting*”, ed è ritenuto essenziale per distinguersi dalla massa.

Gli *store* Cucinelli sembrano aver compreso appieno questa esigenza permettendo al consumatore di vivere un'esperienza unica e riconoscibile all'insegna del *lifestyle* italiano, accogliendolo in luoghi familiari ed emotivamente coinvolgenti caratterizzati da un *concept* lineare, pulito e ricercato come listoni in legno naturale, piccoli oggetti di ricerca e di antiquariato locale che ricreano un ambiente country chic così come lo sono le collezioni stesse<sup>188</sup>.

Ma non solo, i punti vendita del Gruppo trasmettono anche la storia e la cultura italiana e la lunga tradizione artigianale, facendosi portatori e testimoni dell'eccellenza e della qualità superiore del prodotto; l'unicità dell'atmosfera è fornita direttamente dai principali elementi architettonici originari della boutique di Solomeo che richiamano paesaggi, tradizione e storia umbre enfatizzati mediante l'uso di luce e toni caldi. Gli arredi originali sono stati riprodotti da abili maestri

---

<sup>187</sup> FABRIS G., “*Il nuovo consumatore verso il postmoderno*”, Franco Angeli, 2003.

<sup>188</sup> BRUNELLI P., “*Brunello Cucinelli spa: il re del cashmere. I successi dell'economia*”, Edi&sons Ed., 2014.

artigiani distinguendosi dai convenzionali spazi di vendita e conferendo agli spazi interni calore e valore al brand.

Quanto al meccanismo di distribuzione, essendo il prodotto assolutamente “esclusivo”, anche questa segue logiche “restrittive” al fine di ottenere produzione selettiva, ma bilanciata, cercando di mantenere l’aura di un prodotto “artigianale” e prestando particolare attenzione al tema dell’esclusiva territoriale. L’impresa ha tra i suoi principali obiettivi quello di mantenere la coesione interna ed esterna del suo *concept*, ovvero le caratteristiche principali rappresentative del gusto della Società e che, in sostanza, definiscono la percezione dei propri prodotti. In ottemperanza a questo, il Gruppo tiene periodici incontri, tendenzialmente trimestrali, con i clienti *wholesale* ed in generale con le reti di vendita affinché la *mission* aziendale non solo venga compresa, ma soprattutto interiorizzata e condivisa<sup>189</sup>.

Nello specifico, si vedranno i dati aggiornati a settembre 2017<sup>190</sup>:

**Canale Retail** – incremento pari al +19,8%, con i ricavi che raggiungono i 187,3 milioni di euro (incidenza del 48,7%) rispetto ai 156,3 milioni di euro nei primi 9 mesi dello scorso anno (incidenza del 44,9%). La crescita sembrerebbe favorita dalla performance LFL e dall’evoluzione del network di boutique, che include la conversione di alcuni spazi di vendita dalla gestione di terzi alla gestione diretta. I 9 mesi dell’anno presentano dati di sell-out molto interessanti, sia per quanto riguarda le collezioni primavera/estate 2017, sia in relazione alle vendite in corso dell’autunno/inverno 2017. Contribuisce alla performance anche la crescita dei punti vendita, che raggiunge 93 boutique dirette al 30 settembre 2017, con 3 aperture nette negli ultimi 12 mesi e la conversione delle 4 boutique di Mosca dal canale monomarca wholesale. Positivo inoltre il contributo del passaggio alla gestione diretta, dalla gestione multimarca wholesale, di alcuni shop-in-shop in Canada presso i Luxury Department Stores di Holt Renfrew in Canada.

**Canale monomarca Wholesale** – vendite pari a 21,8 milioni di Euro (incidenza del 5,7%), con una crescita del +3,0%, escludendo i passaggi dalla gestione di terzi alla gestione diretta della nostra boutique on-line e delle 4 boutique

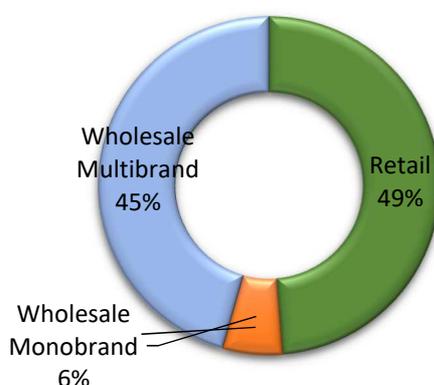
---

<sup>189</sup> Ibidem

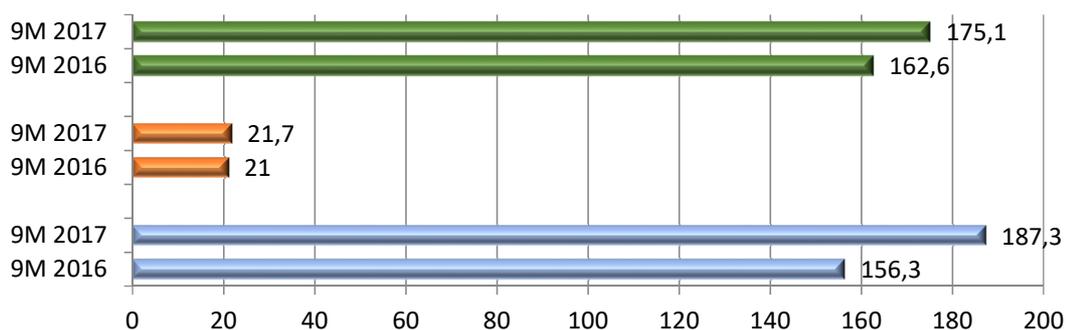
<sup>190</sup> [www.corcianonline.it](http://www.corcianonline.it), “Brunello Cucinelli: tutti i numeri dei primi 9 mesi del 2017”.

di Mosca (la performance contabile è pari al -25,9% ). Il trend di crescita è favorito da una presenza esclusiva, con un network attuale di 30 boutique presenti in location prestigiose, con spazi di vendita che permettono di esprimere interamente il gusto delle collezioni, gestiti dai partner aziendali con la stessa cura e attenzione con cui sono gestite le boutique dirette.

**Canale multimarca Wholesale** – crescita del +7,7%, con i ricavi pari a 175,1 milioni di Euro al 30 settembre 2017 (incidenza del 45,6%) rispetto ai 162,6 milioni di Euro al 30 settembre 2016 (incidenza del 46,7%). La raccolta ordini delle collezioni Primavera/Estate 2018, recentemente conclusa, ha evidenziato dati molto interessanti, che confermano un trend di progressiva crescita, importante e sostenibile nel medio-lungo periodo. La performance del canale multimarca, con solidi risultati in tutte le aree geografiche, è resa possibile sia dal buon rapporto instaurato nel corso degli anni con i multimarca più prestigiosi e con i più importanti *Luxury Department Store*, sia da tutte quelle attenzioni che solitamente vengono dedicate agli spazi dove è presente il brand.



**Incidenza del fatturato per canali distributivi (settembre 2017)**



**Variazione in volumi incidenza del fatturato per canali distributivi (sett. 2016 – sett. 2017)**

A partire dall'esercizio 2011, il Gruppo attua la vendita dei prodotti anche attraverso la boutique monomarca on line. Partner dell'operazione è stato Yoox Group il quale ha realizzato una boutique virtuale che ricalca in toto i tratti distintivi di quelle reali, riuscendo così nell'intento di diffondere la filosofia aziendale, la tradizione umbra, l'alta artigianalità e l'amore per i dettagli.

A partire da gennaio 2017 la boutique on-line è gestita direttamente dalla società, un obiettivo fortemente voluto per continuare a restare esclusivi in un contesto in continua evoluzione, dove è noto il rischio di diluizione e massificazione dell'offerta e dove rimane fondamentale l'attività quotidiana di "protezione del brand".

#### **4.7 Brunello Cucinelli entra in Borsa Italiana. Motivazioni strategiche e il lancio IPO**

Le motivazioni strategiche per questo grande passo possono essere facilmente dedotte dall'analisi del prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione<sup>191</sup> dove l'azienda, oltre ad adempiere a tutte le

<sup>191</sup> "Il Prospetto Informativo è costituito dal Documento di Registrazione, dalla Nota Informativa e dalla Nota di Sintesi, ai sensi dell'art. 94, comma 4, del d.lgs. n. 58 del 1998. Il Documento di Registrazione è stato depositato presso la Consob in data 13 aprile 2012 a seguito di comunicazione del provvedimento di approvazione con nota dell'11 aprile 2012 protocollo n. 12028744. La Nota Informativa e la Nota di Sintesi sono state depositate presso la Consob in data 13 aprile 2012 a

comunicazioni di legge, rende noti i suoi obiettivi per il biennio 2012-2014 (per altro ampiamente confermati dal bilancio consolidato dell'anno di riferimento<sup>192</sup>, i quali verranno analizzati nel dettaglio nelle prossime pagine).

La necessità di ricercare capitale fresco dal mercato nasce dall'esigenza dichiarata di perseguire ed implementare una strategia che renda possibile una crescita e uno sviluppo del marchio coerente, adeguata e sostenibile nel settore del "lusso assoluto". Il raggiungimento di tali aspettative economico-finanziarie poggerà essenzialmente su 5 pilastri:

1. rafforzamento dell'immagine del marchio ed efficace comunicazione della filosofia d'impresa;
2. innovazione continua e ampliamento dell'offerta;
3. rafforzamento e crescita dei canali di distribuzione;
4. sviluppo e perfezionamento del modello organizzativo dell'attività;
5. continuo perfezionamento dell'organizzazione interna.

1) Coerentemente al suo iter storico, l'azienda intende continuare a valorizzare attraverso la comunicazione, ancor più in seguito alla quotazione, la sua filosofia d'impresa umanistica e i suoi valori etici, con l'obiettivo di consolidare la capacità distintiva e identitaria del marchio. A tal fine continua nella propria attività comunicativa che la contraddistingue, incentrata sulla promozione di attività di interesse locale/territoriale, sulla collaborazione con prestigiose università e sulla diffusione di campagne pubblicitarie basate sulla comunicazione di uno stile di vita e di messaggi di contenuto sociale-filosofico piuttosto che sui singoli prodotti. Risulta chiara la fondamentale importanza rivestita dalla *brand awareness* a livello globale, con il relativo ampliamento della clientela fidelizzata. Per tali ragioni la società ha deciso di incrementare la spesa destinata alla realizzazione di campagne pubblicitarie e di attività promozionali, focalizzandosi sia sui canali di comunicazione tradizionali sia sull'utilizzo dei nuovi canali digitali offerti dallo sviluppo tecnologico.

---

seguito di comunicazione del provvedimento di approvazione con nota dell'11 aprile 2012 protocollo n. 12028744. Il Documento di Registrazione, la Nota Informativa e la Nota di Sintesi devono essere letti congiuntamente tra loro", in: <http://investor.brunellolocucinelli.com/yep-content/media/prospetto-informativo.pdf>

<sup>192</sup> [www.investor.brunellolocucinelli.com](http://www.investor.brunellolocucinelli.com), "Bilancio consolidato al 31/12/2014".

2) Per quanto concerne l'offerta prodotto, il Gruppo conferma l'obiettivo strategico di rafforzare i caratteri peculiari del marchio che lo caratterizzano: stile contemporaneo, qualità eccellente dei prodotti, sartorialità e artigianalità della loro realizzazione. Allo stesso tempo si ritiene di poter migliorare i volumi di vendita focalizzandosi sulle categorie prodotto attualmente proposte e che compongono l'offerta di tipo "total look casual-chic di lusso". In linea con il posizionamento di mercato, i prezzi dei prodotti Brunello Cucinelli si manterranno a un livello di assoluta esclusività. Il piano prevede inoltre un maggior sviluppo per la linea maschile e degli accessori rispetto a quella antecedente la quotazione. In particolare, si pone l'accento sia sull'ampliamento della gamma merceologica per l'uomo sia su una diversificazione del mix dell'offerta. Quanto agli accessori maschili, cui si applicano gli elevati standard di qualità e creatività che contraddistinguono l'offerta dei capi di abbigliamento, sarà dedicato maggiore spazio espositivo nei negozi monomarca (DOS e franchising) e multimarca.

3) Alta priorità ricopre anche l'ampliamento della rete distributiva nei paesi esteri ed in particolare sull'ampliamento del canale *retail*, ritenuto fulcro e adeguata linea direttrice della crescita nelle città e nei Paesi stranieri di maggiore prestigio, realizzando un programma di aperture di nuovi DOS e la conversione in DOS di alcuni negozi monomarca attualmente in regime di *franchising* (Russia), con particolare focalizzazione in Europa, Nord America e Asia. Si intende rafforzare anche il canale *wholesale* multimarca attraverso il consolidamento della propria presenza all'interno dei *department store*, ma anche rafforzando i rapporti con i principali clienti già acquisiti e incrementando la superficie dedicata ai prodotti. Il piano, inoltre, prevede lo sviluppo di specifici canali di vendita per la gestione dei prodotti invenduti, nel rispetto delle direttrici della strategia di crescita del Gruppo. Al riguardo, è prevista l'apertura di un numero limitato di *outlet* negli Stati Uniti d'America o nei mercati più distanti. Sempre maggiore attenzione e rilievo ottiene il canale on-line di vendita avviata ormai nel 2011 in collaborazione con YOOX Group, anche al fine dell'ampliamento della base della clientela del Gruppo. Il Gruppo ritiene che entro la fine dell'arco temporale del piano, il canale di vendita on-line dovrebbe incrementare la propria incidenza sui volumi di vendita complessivi.

4) Il Gruppo dimostra inoltre una forte volontà a rafforzare il proprio modello organizzativo al fine di renderlo ancor più efficiente, incrementare i volumi di produzione e assicurare che tale *trend* non sia disgiunto dall'elevata qualità e, più in generale, che sia in linea con gli standard del Gruppo Brunello Cucinelli.

Tali obiettivi non potrebbero essere raggiunti se non attraverso l'instaurazione di relazioni commerciali con nuovi laboratori specializzati nella lavorazione artigianale e sartoriale. Secondo i programmi, l'inserimento avverrà gradualmente così da permettere un'accurata verifica della loro qualità produttiva e capacità organizzativa. Inoltre, lo sviluppo dovrà avvenire anche grazie al potenziamento della capacità produttiva degli attuali façonisti. L'incremento dei volumi di produzione può, inoltre, consentire un maggiore sfruttamento dei benefici economici derivanti dalle economie di scala, di modo che venga ottimizzata l'incidenza del costo del venduto. È intenzione del Gruppo realizzare investimenti per l'ampliamento della superficie dedicata al processo produttivo e quella dei magazzini a disposizione così come gli investimenti programmati per il potenziamento del sistema informatico.

5) Infine il Gruppo, nell'ambito del raggiungimento dei propri obiettivi strategici, intende procedere anche ad un rafforzamento della propria organizzazione interna al fine di massimizzarne l'efficienza. In tale ottica, il Gruppo procederà ad assumere personale specializzato, rafforzando in particolare la struttura centrale commerciale a supporto dell'espansione del canale retail (per poter gestire e controllare a livello centralizzato le principali attività a sostegno dell'espansione del relativo canale) e il team di visual merchandising (in previsione della realizzazione di aperture di nuovi negozi monomarca (DOS e franchising) e di espansione della presenza del marchio all'interno dei negozi multimarca).

Quanto al lancio della IPO, avvenuta il 10 Aprile 2012, il Gruppo ottenne l'autorizzazione alla quotazione nel mercato telematico azionario, secondo il tradizionale metodo del *bookbuilding*.

L'IPO è stata caratterizzata da un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS) che ha avuto ad oggetto 20 milioni e 400mila azioni, di cui 8 milioni rivenienti dall'Aumento di capitale effettuato e 12 milioni e 400 mila azioni di proprietà delle società Fedone s.r.l. e Fundita S.r.l., completamente partecipate

dalla Holding Brunello Cucinelli S.p.A.. Il flottante totale dopo l'offerta, considerato che l'operazione di *greenshoe* – eventuale ulteriore offerta in caso di successo dell'IPO – pari al 10% dell'offerta totale, non è stata sfruttata è rimasto pari al 33%<sup>193</sup>.

Durante la raccolta delle adesioni all'offerta degli investitori si è assistito a un fortissimo interesse da parte di questi ultimi, tanto che Medio Banca - il *Global Coordinator* - registrò prenotazioni per 347 milioni di titoli, ben 17 volte il quantitativo di azioni offerte, tanto da spingere ad una anticipazione del lancio (inizialmente previsto per il 3 maggio ma poi avvenuto il 27 aprile)<sup>194</sup>.

Il lancio in Borsa di Cucinelli è stato un gran successo, in una sola giornata tutte le azioni sono state vendute ed in più il prezzo di Offerta delle Azioni determinato secondo il meccanismo dell'*open price* è stato di 7,75 Euro, il più elevato tra i valori compresi nel minimo e nel massimo valore di vendita delle azioni stesse<sup>195</sup>.

La stima del ricavato complessivo derivante dall'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, comprensivo del ricavato stimato derivante dall'aumento di capitale, riferiti al Prezzo Massimo, e al netto delle commissioni massime

---

<sup>193</sup> [www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com), “*Prospetto Informativo*”.

<sup>194</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), “*Milano festeggia il debutto record di Cucinelli*”, 28/04/2012.

<sup>195</sup> I Proponenti, hanno individuato, infatti, d'intesa con i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione, un intervallo di valorizzazione indicativa del capitale economico della Società compreso tra un minimo non vincolante ai fini della determinazione del Prezzo di Offerta, di Euro 405 milioni ed un massimo vincolante di Euro 465 milioni, pari ad un minimo non vincolante di Euro 6,75 per Azione ed un massimo vincolante di Euro 7,75 per Azione, quest'ultimo pari al Prezzo Massimo. Alla determinazione del suddetto Intervallo di Valorizzazione Indicativa e del Prezzo Massimo si è pervenuti considerando i risultati e le prospettive di sviluppo nell'esercizio in corso e in quelli successivi della Società e del Gruppo, tenuto conto delle condizioni di mercato ed applicando le metodologie di valutazione più comunemente riconosciute dalla dottrina e dalla pratica professionale a livello internazionale, nonché le risultanze dell'attività di investor education effettuata presso Investitori Istituzionali di elevato standing nazionale ed internazionale. In particolare, ai fini valutativi sono state considerate le risultanze derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato, che prevede la comparazione della Società con alcune società quotate di riferimento, sulla base di indici e moltiplicatori di grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali significative e, come analisi di controllo, il metodo finanziario di valutazione dei flussi di cassa (c.d. Discounted Cash Flow) basato sulla attualizzazione dei flussi di cassa prospettici. Il Prezzo Massimo delle Azioni è pari ad Euro 7,75 per Azione e coincide con il valore massimo dell'Intervallo di Valorizzazione Indicativa.

Il controvalore del Lotto Minimo e del Lotto Massimo di Adesione Maggiorato, calcolati sulla base del Prezzo Massimo, ammonta rispettivamente ad Euro 3.875 ed Euro 38.750. Fonte: <http://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/prospetto-informativo.pdf>

riconosciute al Consorzio per l'Offerta Pubblica e al Consorzio per il Collocamento Istituzionale, fu pari ad Euro 151 milioni<sup>196</sup>.

Dati rilevanti	
Lotto minimo di Adesione (n° Azioni)	500
Lotto minimo di Adesione Maggiorato (n° Azioni)	5000
N° Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	20.400.000
% Capitale Sociale Soc. rappresentata dalle Azioni oggetto Offerta Globale	30%
Numero minimo di Azioni oggetto dell'Offerta Pubblica	2.040.000
% Azioni oggetto dell'Offerta Pubblica rispetto all'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	10%
N° Azioni della Società dopo l'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	68.000.000
N° Azioni oggetto Opzione Greenshoe (massime)	2.040.000
% Azioni oggetto Opzione Greenshoe rispetto all'Offerta Globale di Vendita e Sottoscrizione	10%
% capitale sociale della Società rappresentata dalle Azioni OGVeS + Opzione Greenshoe	33%
Intervallo di valorizzazione indicativa (euro per Azione)	6,75/7,75

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

In merito sarà forse opportuno spiegare un tale successo, almeno in parte, sulle basi delle performance del triennio antecedente (2009-2011) "in cui ha registrato una crescita del fatturato del 53,5% mentre il margine operativo lordo è cresciuto del 177,5% grazie ad un miglioramento dei margini di oltre 7 punti percentuali. Il risultato operativo è passato da 11,5 a 34,9 milioni di Euro (+203,8%) mentre il risultato netto si è più che quadruplicato a 20,3 milioni. Gli indicatori di redditività vedono il ROE passare dal 22,8% al 55,3% e il ROI salire dal 13,1% al 39,3%. A livello patrimoniale si registra una diminuzione del rapporto "debt to equity" da 2,51 a 1,26"<sup>197</sup>.

<sup>196</sup> [www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com), "Prospetto Informativo".

<sup>197</sup> [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it), "Analisi IPO Brunello Cucinelli".

#### 4.8 Ipotesi di *underpricing* del titolo

Come accennato, l'IPO ha avuto un grandissimo successo considerando che la domanda di azioni è stata quasi 20 volte superiore all'offerta, costringendo il *lead underwriter* a sospendere il *roadshow* in anticipo per eccesso di domanda. Inoltre, nel primo giorno di inizio delle negoziazioni del titolo in Borsa, il prezzo delle azioni è salito più del 50% rispetto al prezzo di offerta raggiungendo il valore di 11.6 euro (giusto per fornire indicazioni di carattere anticipatorio, attualmente le azioni Brunello Cucinelli sono scambiate a circa 27,50 (24/01/18), quasi quattro volte superiore al prezzo di offerta iniziale)<sup>198</sup>.

Considerati tali dati è lecito presupporre la configurazione di un *underpricing*, che come del resto accade per molte aziende quotande, si delinea in profili sfumati e di cui non sempre è agevole dare interpretazioni univoche e certe.

Nel caso analizzato si potrebbe far forse riferimento per interpretare il fenomeno alla teoria definita nel secondo capitolo come *Information cascades*<sup>199</sup> secondo cui, gli investitori tengono conto del mondo che li circonda e del comportamento degli altri investitori. Pertanto, se nessuno o pochi investitori sono disposti a comprare le azioni offerte nell'IPO anche gli investitori con informazioni positive sull'impresa che si quota, e quindi potenzialmente pronti all'acquisto delle azioni non entreranno nel mercato.

Per contrastare questo possibile rischio, le banche d'affari tendono a sottovalutare il prezzo dell'offerta pubblica iniziale, definendone uno più basso rispetto a quello che i riferimenti aziendali offrirebbero, confidando in un effetto a cascata di acquisti che limiterebbe l'evenienza di ritrovarsi a proprio carico azioni invendute da ricollocare in un secondo momento a prezzi ancor più svantaggiosi.

L'azienda si presentava al momento dell'IPO come altamente attrattiva e appartenente ad un settore in continua crescita e con ottime prospettive per il futuro; del resto, come evidenziato precedentemente i risultati economici del triennio

---

<sup>198</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>199</sup> Teoria che rientra nell'ambito delle "Teorie comportamentali" citate nel secondo capitolo.

antecedente erano stati molto positivi e nulla lasciava presagire un cambio di tendenza negli anni successivi; gli operatori del mercato del lusso in Europa sono stati in grado di superare la crisi dei debiti sovrani che ha coinvolto i paesi dell'Eurozona dal 2011, concentrando le proprie risorse sui consumatori dei territori asiatici, “i nuovi ricchi” del ventunesimo secolo.

Tuttavia, nello stesso periodo, forte e crescente era lo scetticismo generale riguardo la situazione economico-finanziaria in cui stagnava il nostro Paese, senza contare che Cucinelli fu l'unica società, di piccole dimensioni e per di più a conduzione familiare<sup>200</sup>, a quotarsi nel 2012. Siffatte questioni avrebbero potuto costituire un freno oggettivo all'investimento di soggetti esterni, consapevoli del limitato ruolo che sarebbero stati chiamati a ricoprire nel definire la strategia e dunque le sorti dell'azienda.

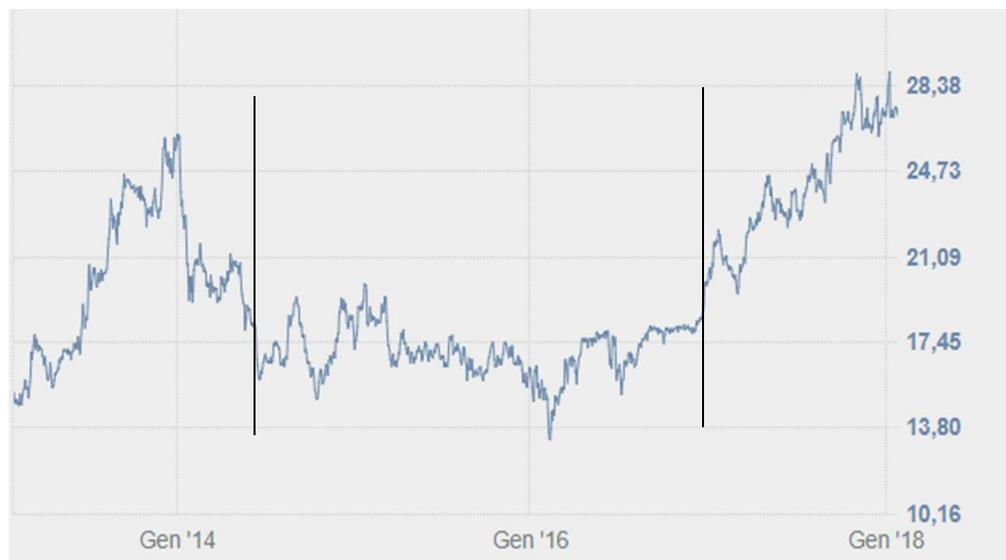
In realtà se l'*underpricing* può certamente ridurre le entrate finanziarie, nel caso di Brunello Cucinelli può essere interpretato in senso positivo, in quanto ha incentivato l'interesse degli investitori verso un'azienda che è stata considerata comunque un buon affare, mettendo nella dovuta luce i fondamentali e le prospettive di crescita future; inoltre ha reso possibile capitalizzazione più elevata rispetto alle previsioni, con notevole beneficio all'immagine aziendale e del *brand* stesso.

#### **4.9 Analisi economico-finanziaria aziendale**

Osservando attentamente il grafico dell'andamento azionario del titolo Brunello Cucinelli, si potrebbe idealmente analizzarlo dividendolo arbitrariamente in 3 macro momenti: IPO – dicembre 2014, gennaio 2015 – dicembre 2016 e gennaio 2017 – oggi.

---

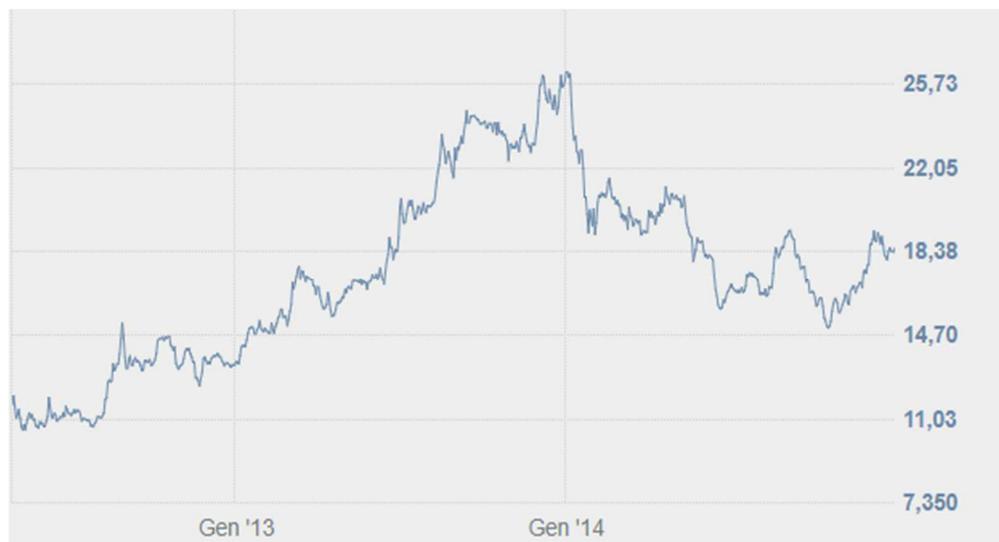
<sup>200</sup> Come ricordato, Brunello Cucinelli era il fondatore, il CEO e Presidente della Società, proprietario, secondo le previsioni, di più di due terzi del capitale azionario mediante le due sue società (Holding Fedone srl e Fundita srl).



**Grafico andamento borsistico del titolo ultimi 5 anni, suddiviso in tre periodi di riferimento. Fonte: Borsa Italiana**

Il primo, abbraccia un arco temporale che va dall'IPO fino a dicembre 2014, dove l'evidenza mostra un'impennata considerevole fino a gennaio 2014 portandolo a valori praticamente identici a quelli odierni. In data 3 gennaio 2014 infatti, in poco meno di due anni, raggiunge la considerevole cifra di 26,25 euro per azione, (da 7,50 del 27 aprile 2012) con un + 135%.

Ciò che emerge da quest'analisi è un dato molto positivo per l'azienda umbra; infatti, Cucinelli, in particolare dal semestre successivo la sua quotazione in Borsa, ha registrato un andamento sempre crescente sia rispetto l'indice di mercato che rispetto i suoi principali concorrenti, solo negli ultimi mesi del 2014 si è registrato un significativo calo, sebbene i valori delle azioni si siano attestati comunque ben al di sopra del prezzo fissato nella IPO.



**Grafico andamento del titolo dal lancio IPO a fine 2014. Fonte: Borsa Italiana**

In considerazione del lasso temporale che separa la quotazione in Borsa di Brunello Cucinelli sino ad oggi è abbastanza ampio, è dunque possibile inquadrare il problema anche a livello finanziario oltre che economico, nel senso che la valutazione della scelta strategica può essere esaminata anche in relazione dell'accoglimento da parte del mercato azionario e in particolare degli investitori.

Come accennato, il titolo ha mostrato un'ottima resistenza negli anni della crisi economica (considerando il periodo 2012-2014), un atteggiamento anticiclico, del resto seguito anche da altre case di moda italiane come Ferragamo, Tod's e Prada e straniere, ad esempio LVMH.

Nel caso delle maison italiane, in particolare, il successo sul mercato finanziario è prevalentemente imputabile alla forza e alla reputazione globale dei brand, oltre che alla garanzia della qualità su cui il *Made in Italy* può contare, che di certo rimane uno dei capisaldi dell'economia nazionale. Per verificare l'andamento in Borsa di Brunello Cucinelli (ed estrapolare le reazioni e l'accoglimento da parte degli investitori e del mercato) è possibile confrontare il titolo dell'azienda con l'indice di mercato FTSE MIB, che prende in considerazione i titoli quotati in Borsa a Milano con maggiore capitalizzazione<sup>201</sup>.

<sup>201</sup> Si veda, [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Oppure, può esser ancor più significativo riportare l'analisi di alcuni multipli, in particolare, un indice di fondamentale importanza potrebbe essere rappresentato dal rapporto EV/EBITDA, il cui valore è da intendersi come il costo dell'azione, nel senso che maggiore è il rapporto, tanto più "costosa" risulta essere l'azione stessa. Le medesime considerazioni possono essere condivise con il caso del rapporto P/E. Per quanto riguarda l'azienda in esame i multipli descritti sono aumentati costantemente dal suo ingresso a Piazza Affari.

Titoli	Prezzo al 27/04/12	EV/EBITDA 2012	P/E 2012	EV/EBITDA 01/2014	P/E 01/2014	Performance prezzo azione
Brunello Cucinelli	7,75	11,1	20,7	20,38	39,4	135%
Ferragamo	16,7	12,5	28	14,74	25,35	34%
LVMH	124,9	8,1	15,8	10,64	20,07	9%
Prada	50,95	14,4	24,6	23,38	22,67	7%
Tod's	85,85	9,8	18	12,43	20,17	2%
Media		11,2	21,4	16,3	25,5	38%

**Tabella confronto multipli tra competitor, IPO a gennaio 2014.**  
**Fonte: elaborazione su dati Mediobanca**

Come si nota, l'EV/EBITDA è salito da 11.1 a 20.38 mentre il multiplo P/E da 20.7 a 39.4, valori che si attestano come ampiamente superiori rispetto la media dei competitor considerati.

Infine, il quadro finale e completo dell'effettiva creazione di valore all'interno dell'azienda stessa può essere analizzato mediante la valutazione dell'evolversi di alcune variabili, che determinano il sentore di una crescita dell'azienda.

La maggiore disponibilità di capitale così ottenute ha permesso la realizzazione dei progetti preventivati. Proprio a partire da questi si è infatti osservata una significativa crescita dei canali distributivi, che nel settore di riferimento rappresentano forse la prima chiave di sviluppo per la crescita del marchio e l'accessibilità nei confronti del mercato.

Come si osserva dal bilancio consolidato a dicembre 2014<sup>202</sup>, l'azienda dispone di 71 *Retail* e 34 *Wholesale* Monomarca.

<sup>202</sup> [www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com), "Bilancio consolidato al 31/12/2014".

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

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

**Crescita e distribuzione punti vendita nel periodo di riferimento. Fonte: Bilancio consolidato 2014**

Conto Economico Consolidato di sintesi						
(In migliaia di Euro)	Esercizio chiuso al 31 dicembre				Variazione	
	2014	% su ricavi	2013	% su ricavi	2014 vs. 2013	2014 vs. 2013 %
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	357.383	100,0%	324.570	100,0%	32.813	+10,1%
EBITDA <sup>(1)</sup>	63.041	17,6%	58.181	17,9%	4.860	+8,4%
Risultato operativo	49.329	13,8%	46.956	14,5%	2.373	+5,1%
Risultato netto dell'esercizio	31.787	8,9%	29.575	9,1%	2.212	+7,5%

**Fonte: Bilancio consolidato 2014**

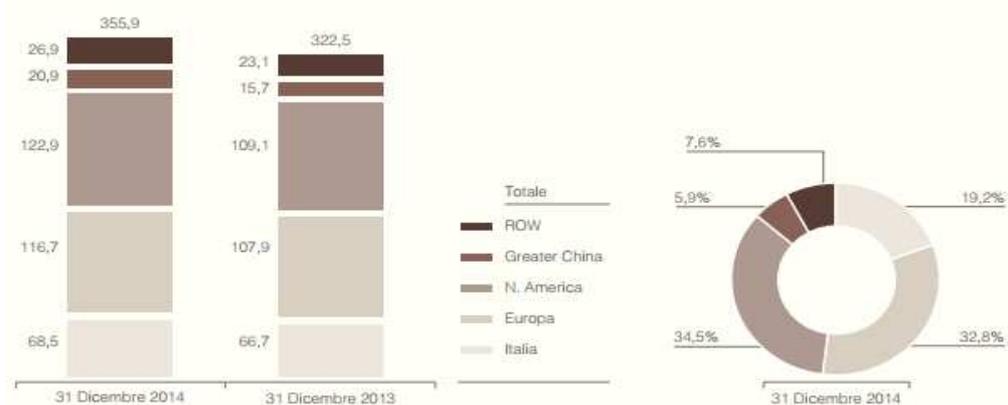
I risultati raggiunti nel 2014 risultano interessanti in tutti i canali distributivi, grazie alle vendite nelle superfici esistenti e al contributo di nuovi e selezionati spazi. Inoltre si evidenziano crescite significative in tutti i mercati internazionali, la cui incidenza percentuale sui ricavi netti è pari al 80,8% e dove si registrano incrementi complessivi pari al +12,4% rispetto ai dati del passato esercizio. Anche il mercato italiano riporta un interessante e significativo incremento dei ricavi, pari al +2,7%, evidenziando sani e sostenibili risultati.

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



**Performance di fatturato per canali di vendita (2013-2014). Fonte: Bilancio consolidato 2014**

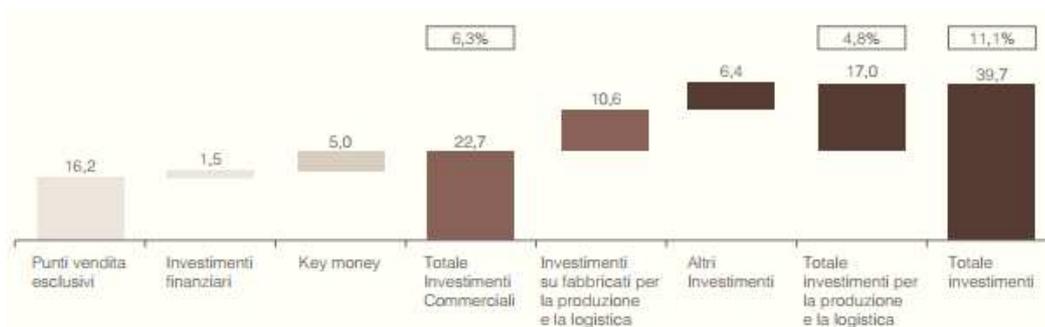
(In migliaia di Euro)	Esercizio chiuso al 31 dicembre				Variazione	
	2014	incid. %	2013	incid. %	2014 vs. 2013	2014 vs. 2013 %
Italia	68.494	19,2%	66.664	20,7%	1.830	+2,7%
Europa	116.699	32,8%	107.897	33,4%	8.802	+8,2%
Nord America	122.883	34,5%	109.068	33,8%	13.815	+12,7%
Greater China	20.872	5,9%	15.728	4,9%	5.144	+32,7%
Resto del Mondo (RoW)	26.961	7,6%	23.123	7,2%	3.838	+16,6%
<b>Totale</b>	<b>355.909</b>	<b>100,0%</b>	<b>322.480</b>	<b>100,0%</b>	<b>33.429</b>	<b>+10,4%</b>



**Distribuzione incidenze su base geografica (2013-2014) Fonte: Bilancio consolidato 2014**

A chiusura del periodo di riferimento, sarà opportuno valutare l'effettivo apporto di risorse di cui Cucinelli può vantare dopo l'ingresso in Borsa rispetto agli

investimenti sostenuti in azienda. Ciò permette di comprendere la direzione dall'impresa, dato che spesso i benefici in termini di sviluppo e crescita hanno un orizzonte temporale di medio o lungo termine. Come visto con le altre variabili, anche per il caso degli investimenti sarà fornita una panoramica a livello grafico, dettagliata per destinazione.



**Suddivisione degli investimenti (2014) Fonte: Bilancio consolidato 2014**

Come è possibile notare, i maggiori interventi, in termini di investimenti, riguardano “l’area *operation*” (in linea di massima quindi riferiti a macchine, impianti, stabilimenti, logistica etc.) e i *key money* (ovvero gli importi pagati per subentrare nei contratti di immobili commerciali situati in luoghi di prestigio).

Senza contare la rilevanza di quelli destinati all’apertura e strutturazione di punti vendita, riconducibili in maniera importante all’entrata nell’area di consolidamento della società SAS White Flannel (Cannes) e Pearl Flannel S.p.r.l. (Knokke) ed alle aperture dei nuovi negozi direttamente gestiti dal Gruppo in Europa, Stati Uniti e Brasile.

A chiusura dell’anno 2014, come da obblighi di legge previsti dall’art. 120 del Tuf, la proprietà societaria dichiarata era così suddivisa:

Azionista	Numero azioni	% su capitale ordinario
Fedone S.r.l.	41.858.000	61,56%
FMR Llc	3.933.758	5,79%
Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.A.	2.040.000	3,00%
Fundita S.r.l.	1.710.000	2,52%
Capital Research and Management Company	1.394.000	2,05%
Altri azionisti	17.064.242	25,08%
<b>Totale</b>	<b>68.000.000</b>	<b>100,0%</b>

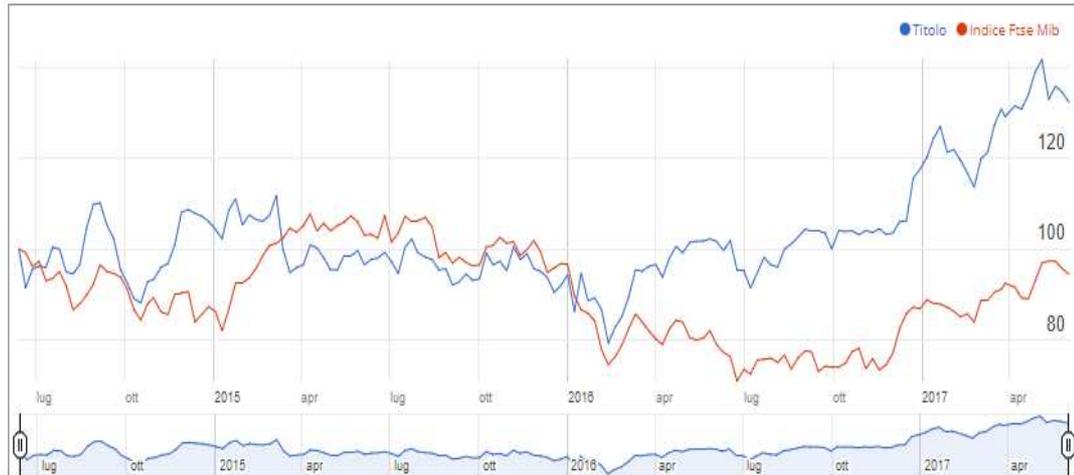
**Proprietà azionaria 2014. Fonte: Bilancio consolidato 2014**

Passando ora in analisi i due periodi successivi, nel primo, che parte dal 2015 per arrivare a fine 2016, l'andamento azionario rimane piuttosto stabile, intorno al valore di 17.00 euro per Azione, registrando il picco negativo il 10 febbraio del 2016 a quota 13,29. Si potrebbe superficialmente definirlo come un lungo periodo di stabilizzazione, non infrequente in casi di partenze estremamente positive.



**Andamento del Titolo nel triennio 2015-2017. Fonte Borsa Italiana**

Tuttavia, se si osserva con maggiore attenzione i dati finanziari del triennio 2014-2016, la società ha comunque registrato una performance del 32,3% nettamente superiore al -5,6% fatto registrare dall'indice Ftse Mib: dopo una fase laterale continuata per oltre un anno fino a novembre 2015, il titolo ha iniziato un trend discendente che ha portato a perdere circa il 20% in poco più di due mesi (minimi di febbraio 2016); è seguita una ripresa dei corsi piuttosto decisa con un guadagno di quasi oltre il 100% a gennaio di quest'anno.



**Confronto titolo con andamento generale Ftse Mib nel periodo di riferimento. Fonte: Google Finance**

Non sarà certamente casuale, sebbene questa situazione di apparente stallo si sia protratta nel tempo, che la società ha continuato a registrare performance economiche in linea con gli anni passati, molto probabilmente in virtù dei buoni investimenti che sono stati riversati nell'azienda. Nella fattispecie, attraverso una crescita del fatturato del 27,9% mentre il margine operativo lordo è salito del 20,8% a seguito di una diminuzione dei margini di un punto percentuale; in crescita anche il risultato operativo (+14,8% a 56,6 milioni) mentre l'utile è passato da 31,8 a 37,1 milioni di Euro (+16,8%).

L'anno 2016, non è stato un anno felice per il settore moda di lusso per la Borsa in generale. A parte poche eccezioni, i titoli hanno sofferto su tutte le piazze da Milano a Hong Kong, passando per Londra e New York. Si è salvata Parigi, anche grazie alle performance dei due più importanti gruppi del lusso al mondo, Lvmh e Kering. I numeri parlano da soli: a Piazza Affari sono andati bene Brunello Cucinelli e Moncler (+24,14% e +27,17%), ma hanno sofferto Luxottica, Safilo, Damiani, Tod's e Geox. Gli andamenti in Borsa rispecchiano in quasi tutti i casi i dati di fatturato e redditività: nel 2016 la maggior parte dei marchi ha dovuto fare i conti con crescite dei consumi di beni di lusso inferiori al passato, soprattutto a causa del rallentamento della Cina e dell'Asia in generale, della persistente crisi della Russia e della ripresa inferiore alle attese del mercato americano<sup>203</sup>.

<sup>203</sup> [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), "Il lusso "vede" il rilancio nel 2017, 04/01/2017.

Dopo tale stagnazione, il mercato mondiale del lusso registra una ripresa nel 2017 grazie alla fiducia ritrovata dai consumatori, caratterizzata dal ritorno dei turisti in Europa e alla forte crescita del mercato cinese. Una progressione i cui trascinatori sono stati anche i *Millennials* e il *Web*, il canale nell'anno di riferimento ha registrato il maggiore incremento delle vendite di beni di lusso (+24%). Questo è il quadro dipinto dalla Fondazione Altagamma, che riunisce le principali aziende del lusso in Italia, insieme allo studio Bain & Company, e presentato mercoledì 25 ottobre 2017 a Milano<sup>204</sup>.

Secondo le loro stime, il mercato mondiale dei beni di lusso (pelletteria, moda, orologeria, gioielleria, profumi e cosmetici) dovrebbe raggiungere i 262 miliardi di euro a fine 2017, registrando una crescita del 5% a cambi costanti, contro la crescita nulla del 2016 e l'aumento dell'1% del 2015. A cambi costanti, l'incremento del 2017 è del 6%. Questa tendenza positiva nel mercato del lusso globale, nettamente superiore alle attese, dovrebbe proseguire l'anno prossimo. Secondo il *consensus* stabilito da Altagamma, le vendite di beni di lusso nel 2018 dovrebbero aumentare del 4% nel settore dell'abbigliamento, del 5% in quello degli orologi e gioielli e del 7% nella pelletteria e accessori.

Bain & Company punta invece su una crescita dal 4 al 5% all'anno per i prossimi tre anni, per raggiungere dai 295 ai 305 miliardi di euro di vendite di beni di lusso nel 2020<sup>205</sup>.

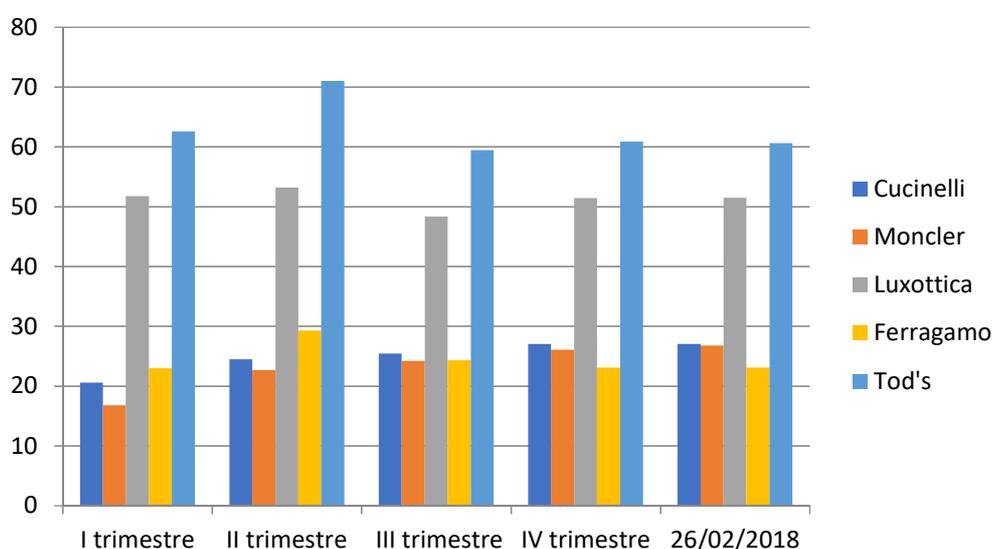
Cercando di riportare un confronto tra *competitors* più attuale, si vede però che gli andamenti dei titoli significativamente in positivo sono solo Brunello Cucinelli e Moncler, quindi in questo caso, sebbene la crescita dell'azienda in esame segua il *trend* positivo delle borse valori di tutto il mondo, così come quello specifico del settore moda/lusso, il titolo Cucinelli appare possedere un *appeal* decisamente superiore e svincolato che logiche cicliche.

---

<sup>204</sup> [www.bain.com](http://www.bain.com), "Luxury goods worldwide market study, 22/12/2017.

<sup>205</sup> [www.fashionnetwork.com](http://www.fashionnetwork.com), "Lusso: il 2017 segna la ripresa del settore, con una crescita del 5%, 25/10/2017.

Società	I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre	26/02/2018	Variazione % sul periodo
Cucinelli	20,55	24,48	25,45	27,01	27,05	24,03%
Moncler	16,8	22,66	24,18	26,08	26,78	37,27%
Luxottica	51,75	53,2	48,35	51,45	51,5	-0,49%
Ferragamo	22,98	29,25	24,29	23,1	23,1	0,52%
Tod's	62,6	71	59,45	60,9	60,6	-3,30%



**Comparazione andamenti trimestrali (2017) tra competitors. Fonte: elaborazione su dati Borsa Italiana**

nel pieno rispetto dei criteri di esclusività, osserviamo una ulteriore crescita dei punti vendita e delle voci del conto economico per il biennio 30 giugno 2016 – 30 giugno 2017 nella tabella a seguire.

Canale Distributivo	30 giugno 2017	30 giugno 2016
RETAIL	91	86
WHOLESALE MONOMARCA	32	36

	Italia	Europa	Nord America	Greater China	Resto del Mondo (Row)	Totale
Totale Punti vendita Brunello Cucinelli	16	46	24	20	17	123

**Incremento punti vendita e distribuzione geografica (2016-2017). Fonte: Bilancio Consolidato giugno 2017**

### Conto Economico Consolidato di sintesi

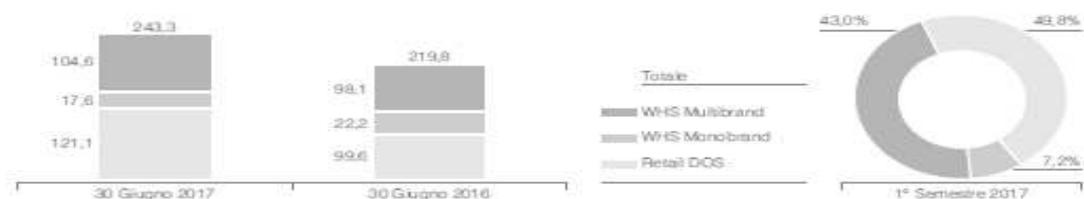
(In migliaia di Euro)

	1° Semestre chiuso al 30 giugno				Variazione del periodo	
	2017	% su ricavi	2016	% su ricavi	2017 vs. 2016	2017 vs. 2016 %
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	244.503	100,0%	220.333	100,0%	24.170	+11,0%
EBITDA	41.592	17,0%	35.484	16,1%	6.108	+17,2%
Risultato operativo	31.025	12,7%	25.926	11,8%	5.099	+19,7%
Risultato netto del periodo	19.852	8,1%	16.025	7,3%	3.827	+23,9%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni normalizzato:	244.503	100,0%	220.333	100,0%	24.170	+11,0%
EBITDA normalizzato	41.592	17,0%	36.777	16,7%	4.815	+13,1%
Risultato operativo normalizzato	31.025	12,7%	27.219	12,4%	3.806	+14,0%
Risultato netto del periodo normalizzato	19.852	8,1%	17.943	8,1%	1.909	+10,6%

### Fonte: Bilancio Consolidato giugno 2017

L'azienda, dal comunicato diffuso, si dice molto soddisfatta dei risultati ottenuti considerando, a ragione, l'anno 2017 un momento di ulteriore e definitiva svolta, l'inizio di un "nuovo mondo", in cui l'impatto di Internet è molto forte sull'umanità e riteniamo stia cambiando per sempre il "rapporto con il commercio", rendendo sempre più importante l'attenzione e la protezione del brand<sup>206</sup>. Il mercato europeo, includendo l'Italia, raggiunge un peso pari al 48,1% del totale.

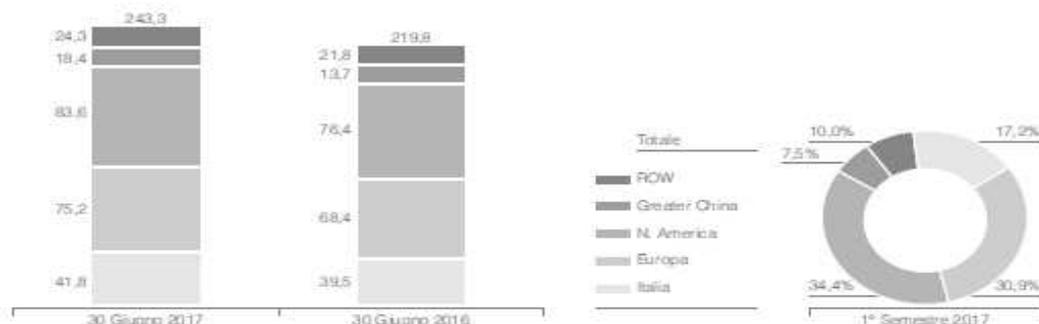
	1° Semestre chiuso al 30 giugno				Variazione del periodo	
	2017	incid. %	2016	incid. %	2017 vs. 2016	2017 vs. 2016 %
Retail	121.121	49,8%	99.555	45,3%	21.566	+21,7%
Wholesale Monomarca	17.600	7,2%	22.221	10,1%	(4.621)	-20,8%
Wholesale Multimarca	104.606	43,0%	98.064	44,6%	6.542	+6,7%
<b>Totale</b>	<b>243.327</b>	<b>100,0%</b>	<b>219.840</b>	<b>100,0%</b>	<b>23.487</b>	<b>+10,7%</b>



### Performance di fatturato per canali di vendita (06/2016-06/2017). Fonte: Bilancio consolidato giugno 2017

<sup>206</sup> Ibidem

(In migliaia di Euro)	1° Semestre chiuso al 30 giugno				Variazione del periodo	
	2017	incid. %	2016	incid. %	2017 vs. 2016	2017 vs. 2016 %
Italia	41.814	17,2%	39.464	18,0%	2.350	+6,0%
Europa	75.234	30,9%	68.444	31,1%	6.790	+9,9%
Nord America	83.584	34,4%	76.445	34,8%	7.139	+9,3%
Greater China	18.371	7,5%	13.651	6,2%	4.720	+34,6%
Resto del Mondo (RoW)	24.324	10,0%	21.836	9,9%	2.488	+11,4%
<b>Totale</b>	<b>243.327</b>	<b>100,0%</b>	<b>219.840</b>	<b>100,0%</b>	<b>23.487</b>	<b>+10,7%</b>



**Distribuzione incidenze su base geografica (06/2016-06/2017). Fonte: Bilancio consolidato giugno 2017**

Dopo aver completato il Grande Progetto quadriennale 2013-2016 con 150,5 milioni di euro investiti (relativa incidenza sulle vendite cumulate pari al 10%), il nuovo piano di investimenti del triennio 2017-2019 ha come presupposto la salvaguardia dell'esclusività, del prestigio e della protezione del brand, sia nel canale "fisico" che in quello "on-line".

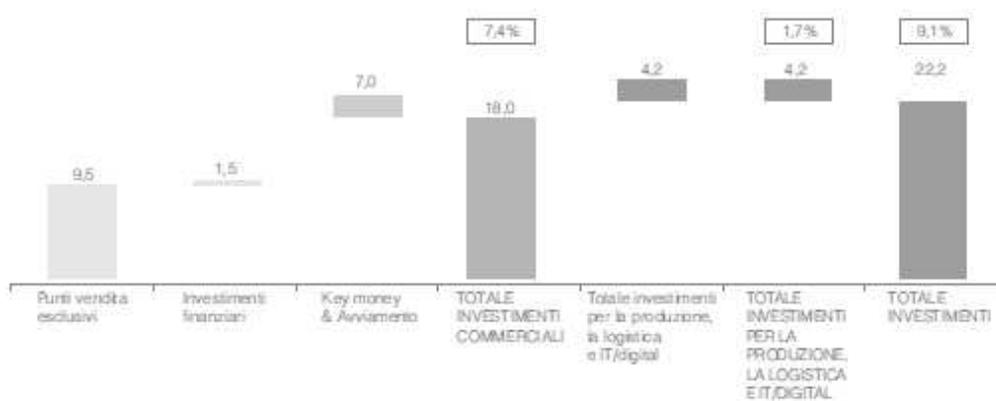
Gli investimenti commerciali sono ancora una volta dedicati all'apertura di esclusive boutique, selezionati e importanti riposizionamenti, incremento di alcune superfici di vendita e spazi dedicati nei *Luxury Department Stores*, oltre al continuo rinnovo del *network di boutique* monomarca, con l'introduzione di innovative soluzioni di *visual merchandising e lay-out* che rendono le boutique stesse testimonianza della cultura del brand.

Al termine di gennaio 2017 hanno debuttato i nuovi siti web del brand. Una tappa significativa del Grande Progetto Digitale che ha potenziato la strategia di presenza sulla rete, ora organizzata e gestita interamente all'interno dell'azienda di Solomeo.

Per un ulteriore approfondimento, si fa riferimento alla seguente tabella che indica gli investimenti ripartiti per tipologia e categoria effettuati dal Gruppo nel corso del 30 giugno 2017, del 31 dicembre 2016 e del 30 giugno 2016:

<i>(In migliaia di Euro)</i>	al 30 giugno 2017	al 31 dicembre 2016	al 30 giugno 2016
Investimenti in Immobilizzazioni immateriali	8.449	4.220	2.110
Investimenti in Immobili, impianti e macchinari	12.186	25.393	15.868
Investimenti in Immobilizzazioni finanziarie (*)	1.516	165	(119)
<b>Totale Investimenti</b>	<b>22.151</b>	<b>29.778</b>	<b>17.859</b>

(\*) Depositi cauzionali netti (saldo dai versamenti effettuati al netto dai rimborsi ricevuti)



**Suddivisione degli investimenti 30/2017. Fonte: Bilancio consolidato giugno 2017**

## CONCLUSIONE

L'IPO, come visto, sembra essere un percorso complesso che implica per le società che intendono quotarsi una valutazione approfondita su tutti gli aspetti legati alla quotazione nonché su tutti gli eventuali risvolti che tale evento potrebbe avere sulla gestione aziendale. Detto ciò, nel testo sono stati anche menzionati i benefici di natura operativa, finanziaria, organizzativa e fiscale che derivano dalla quotazione.

Tuttavia il mercato borsistico italiano è ancora poco sviluppato, questo perché da sempre l'Italia così come la maggior parte dei paesi UE sono bank oriented, motivo per cui le imprese tendono ad affidarsi quasi completamente al debito bancario piuttosto che optare per una differenziazione dei finanziamenti. Questo fenomeno si riscontra notevolmente se si limita l'analisi al settore della moda. La finanza, infatti, in una realtà industriale come quella nazionale caratterizzata da aziende a conduzione familiare anche nel settore del lusso è rimasta per lungo tempo ai margini del settore moda italiano, e questo anche a causa dell'atteggiamento del fondatore, in molti casi stilista, che non ha quasi mai visto positivamente l'ingresso nella società di nuovi finanziatori. A tal riguardo, Cucinelli ha adottato un atteggiamento diverso scegliendo la via della quotazione; celebri alcune sue frasi in sede di IPO: "In Italia il 90% delle imprese familiari muoiono con il fondatore, alla mia non voglio che succeda", "voglio portare il made in Italy vero, di grande qualità e artigianato e il rispetto per il lavoro, perché un'impresa che produce benessere per i suoi soci non può che avere una vita lunga". Proprio questo aspetto dell'uomo che assurge a bene supremo dell'impresa, e il cui profitto si tramuta come mezzo per conseguire la valorizzazione dell'uomo stesso, è un concetto poco radicato nelle imprese, ma caratteristico della peculiare organizzazione della società Brunello Cucinelli. Venendo alla quotazione, avvenuta il 10 aprile 2012, si può dire che l'arrivo di nuovi capitali ha permesso alla società di implementare una strategia che renda possibile una crescita e uno sviluppo del marchio, questo attraverso: (i) rafforzamento dell'immagine del marchio e comunicazione della filosofia

d'impresa; (ii) innovazione e ampliamento dell'offerta; (iii) rafforzamento e crescita dei canali di distribuzione; (iv) sviluppo e perfezionamento del modello organizzativo dell'attività e (v) continuo perfezionamento dell'organizzazione interna.

Dall'analisi economico-finanziaria sviluppata sul finire del quarto capitolo si può vedere anche visivamente, con l'ausilio dei grafici, la crescita della società. Al 30 giugno 2017 i punti vendita Brunello Cucinelli sono arrivati alla modica cifra di 123, di cui 91 Retail e 32 Wholesale monomarca. Basti pensare che nel 2013, anno susseguente alla quotazione, i punti vendita totali erano 98. Questa è un'ulteriore conferma di come la società abbia impiegato le "nuove risorse" derivanti dalla quotazione, per sostenere la crescita internazionale del brand. Un grande aiuto nel recepire tali informazioni è stato dato dalla lettura del prospetto informativo, nonché dai bilanci e le relazioni allegate agli stessi.

Il caso in questione inoltre segue le logiche di *underpricing* ampiamente discusse nel secondo capitolo. Entrando nel merito dell'*underpricing*, si evince che la configurazione delineata sembrerebbe quella dell'*Information cascades*, secondo cui gli investitori tengono conto del comportamento degli investitori che li circondano. Pertanto, se nessuno o pochi investitori sono disposti a comprare le azioni offerte nell'IPO anche gli investitori con informazioni positive sull'impresa non daranno seguito all'acquisto. Questo rischio si presentava perché Cucinelli nonostante si presentava al momento della quotazione come una società altamente attrattiva e appartenente ad un settore in continua crescita, allo stesso tempo, nel periodo, forte era la preoccupazione per la situazione economico-finanziaria in cui si trovava il paese, e inoltre non da meno conto Cucinelli si presentava come una *family business*. Le questioni su menzionate avrebbero potuto costituire un freno oggettivo all'investimento di soggetti esterni. Per contrastare questo rischio, l'*underwriter* (nel caso in questione Medio Banca) sembra aver optato per una sottovalutazione del prezzo iniziale di offerta per renderlo più appetibile, al fine di stimolare un effetto a cascata di acquisti. Questa è l'interpretazione che mi sento di dare per l'analisi in questione, è bene dire però che l'*underpricing* si delinea in profili sfumati e di cui non sempre è agevole dare interpretazioni univoche e certe. In conclusione, l'*underpricing* nel caso di Cucinelli si può definire come un

evento positivo che ha reso possibile una capitalizzazione più elevata rispetto alle previsioni, con notevole beneficio all'immagine aziendale e del *brand* stesso.

Dando uno sguardo ai numeri ai numeri per il mercato globale dell'abbigliamento i dati sono confortanti, raggiungendo un valore di circa 1.700 miliardi di dollari al 2015 con previsioni molto ottimistiche che vedono il mercato raggiungere i 2.600 miliardi entro il 2025. I mercati di riferimento sono ovviamente Europa e Stati Uniti con un occhio di riguardo a due economie in grande ascesa, vedi Cina e India. Pertanto sarebbe consigliabile per molte PMI italiane del lusso di replicare il "Modello Cucinelli".

## BIBLIOGRAFIA

- Fazioli R. “Economia delle public utilities”, Webster, Padova, 2013
- Barry B.C., Jennings R.H., “The opening price performance of Initial Public Offerings of Commons stocks”, in *Financial Management*, 22, 1993
- Romano G., “Strategie aziendali e quotazione in borsa”, Giuffrè, Milano, 2012
- Ibbotson R.G., “Price performance of Common Stock New Issue”, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, 3, 1975
- Lombardo S., “Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni”, Giuffrè, Milano, 2011
- AA. VV., “Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore, Teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto”, Franco Angeli, Milano, 2013
- Ljungvist A., Jenkinson T., Wilhelm W., “Global integration in primary equity markets: the role of U.S. banks and U.S. investor”, in *Review of Financial Studies*, 16, 2003
- AA. VV. “Istituzioni e mercati finanziari”, Pearson Bologna, 2007
- AA. VV. “Dalla strategia al piano. Elementi informativi e di supporto”, Giappichelli, Torino, 2016
- Myers S.C., “The capital structure puzzle”, in *Journal of Finance*, 39, 1984,
- Draho J., “The IPO decision. Why and how companies go public”, Edward Elgar Publishing Limited, UK, 2004
- Amorosino S., “Manuale di diritto del mercato finanziario”, Giuffrè, Milano, 2008
- Mazzoleni A., “Il finanziamento all’impresa. La scelta tra debito e capitale, Franco Angeli, Milano, 2016
- Giudici P., “La responsabilità civile nel mercato nel diritto dei mercati finanziari”, Giuffré, Milano, 2008.
- Leggieri G., “Regole, funzionamento e controllo dei mercati”, Giuffrè, Milano, 2010
- Meles A., “Private equity e sviluppo dell’impresa. Analisi teorica e indagini empiriche”, Franco Angeli, Milano, 2013
- Amato A., “Finanza e regolazione nel settore idrico”, 2011

- Iosio C., “IPO per le PMI italiane”, IPSOA, Wolters Kluwer, Milano, 2011
- Curi C., “Valuing Financial Conglomerate”, Franco Angeli, Milano, 2017
- Chen H.R., Ritter J.R., “The seven percent solution”, in *Journal of Finance*, n. 55, 2000
- Lazzari V., Geranio M., “Il mercato delle Initial Public Offering nell’Europa continentale”, in *Quaderni di ricerche*, n. 32, 2003.
- Attanasio F., “Prospetto informativo e responsabilità della Consob”, Edizioni Scientifiche Italiane, Salerno, 2010
- Bonacchi M., “Aziende multi-utility e misurazione delle prestazioni”, Franco Angeli, Milano, 2005
- Panzarini E., “Il contratto di opzione”, Vol. 1, Giuffrè, Milano, 2007
- Oriani M., Zanaboni B., “Trattato di private banking e wealth management. Il private banking”, Vol. 1, Hoepli, Milano, 2016
- Brosio G., Muraroo G., “Il finanziamento del settore pubblico”, Franco Angeli, Milano, 2006
- Rigamonti S., “Nuove quotazioni alla Borsa Italiana: separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria, Franco Angeli, Milano, 2005
- Nimalendran M, Ritter J.R., Donghang Z., “Do today’s trades affects tomorrow’s IPO allocations?”, in *Journal of Financial Economics*, n.84, 2007
- Jenkinson T., Jones H., “IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutiona investor”, in *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2009
- Marazzi C., “E il denaro va: esodo e rivoluzione dei mercati finanziari, Bollati Boringhieri, Torino, 1998
- Liungvist A., “IPO pricing in the dot-com bubble”, in *The Journal of Finance*, n. 3, 2003
- Riva A., “Valutazione aziendale e strategica”, Aracne Editrice, Roma, 2008
- Zara C., “Valutazione finanziaria per le decisioni di investimento”, Egea, Milano, 2005
- Traoncioni O., Baiardi L., “Valutazione, valorizzazione e sviluppo immobiliare”, Maggioli Rimini, 2010
- Franceschi L.F., Comi L., “Modelli Finanziari per la valutazione d’azienda”, Educatt Editore, Milano, 2015
- Cioli V., “Modelli di business e creazione di valore nella new economy”, Franco Angeli, Milano, 2005

- Tutino M., “Performance, valore e misurazione nell’azienda. Relazioni teoriche e indagine empirica”, Franco Angeli, Milano, 2013
- Shefrin H., “Finanza aziendale comportamentale. Una decisione per creare valore”, Apogeo, Milano, 2007
- Grinblatt M., Hwang C.Y., “Signalling and the pricing of the new issues”, in *Journal of Finance*, 44, 1989
- Logue D., “On the pricing of unseasoned equity issues: 1965-1969”, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1973
- Ibbotson R.G., Jaffe J., “Hot issue markets”, in *Journal of Finance*, 2002
- Ritter J.R., Welch I., “A review of IPO activity, pricing, and allocations in *Journal of Finance*, 2002
- Loughran T., Ritter J.R., Rydqvist K., “Initial public offerings: International insights”, in *Pacific Basin Finance Journal*, 2, 2012
- Mok H.M.K., HuI Y., “Underpricing and aftermarket performance of IPOa in Shanghai”, in *Pacific Baisn Finance Journal*, 6, 1998
- Su. D., Fleisher B.M. “An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs, in *Pacific Basin Financial Journal*, 7, 1999
- Kimbro M., “Managing underpricing? The case of pre-IPO discretionary accruals in China”, in *Journal of International Financial Management and Accounting*, 16, 2005
- Aggarwal R., “Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, in *Journal of Finance*, 2000
- Rock K., “Why new issues are underpriced”, in *Journal of Financial Economics*, 15, 1986
- Beneveniste L.M., Spindt P.A., “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, in *Journal of Financial Economics*, 24, 1989
- Aggarwal R., Krigman L., Womack K.L., “Strategic IPO under-pricing, information momentum, and lockup expiration selling”, in *Journal of Financial Economics*, 66, 2002
- Jensen M.C., Meckling W.H., “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency costs and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976
- Baron D.P., Holmstrom B., “The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem”, in *Journal of Finance*, 35, 1980

- Ljungqvist A.P., “IPO underpricing. Empirical Corporate Finance”, Eds. B.Epsen Eckbo, North Holland, 2007
- Muscarella C. J., Vetsuypens M.R., “A simple test of Baron’s model of IPO underpricing”, in Journal of Financial Economics, 9, 1989
- Allen F., Faulhaber G.R., “Signaling by underpricing in the IPO market”, In Journal of Financial Economics, 23, 1989
- AA. VV. “Politica economica”, Vol. 13, Il Mulino, Bologna, 1997
- Beatty R.P., Ritter J. R., “Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings”, in Journal of Financial Economics, 15, 1986
- Booth J. R., Smith R., “Capital raising, underwriting and the certification hypothesis”, in Journal of Financial Economics, 15, 1986
- Benveniste L. M., Busaba W. Y., “Bookbuilding vs. fixed price: an analysis of competing strategies for marketing IPOs”, in Journal of Financial and Quantitative Analysis, 32, 1997
- Rydqvist K., “IPO Underpricing as tax-efficient compensation”, in Journal of Banking and Finance, 21, 1997
- Taranto M., “Employee stock option and the underpricing of initial public offerings”, Working paper, University of Pennsylvania, 2003.
- Molesti R., “Impresa e partecipazione: esperienze e prospettive”, Franco Angeli, Milano, 2006
- Stoughton N. M., Zechner J., “IPO mechanisms, monitoring and ownership structure”, in Journal of Financial Economics, 49, 1998
- Grossman S., Hart O., “Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation”, in Bell Journal of Economics, 11, 1980,
- Zingales L., “Insider ownership and the decision to go public”, in Review of Economics Studies, 62, 1995
- Welch I., “Sequential sales, learning, and cascades”, in Journal of Finance, 47, 1992
- Thaler R., “Mental accounting and consumer choice”, in Marketing Science, 4, 1985
- Castiglioni-Mariotti, "Il Vocabolario della lingua Latina", Loescher, 1990
- FABRIS G. P, "Il nuovo consumatore: verso il postmoderno", Franco Angeli, 2010.
- Sombart W., "Lusso e capitalismo", Edizioni all'insegna del Veltro, 1982

- Maslow A.H., "Motivation and Personality", Harper & Brothers 1954
- Mosca F., "Strategie nei mercati del Lusso", Egea, 2017
- Liebenstein H., "Bandwagon, Snob and Veblen Effects in the Theory of Consumers' Demand", in "The Quarterly Journal of Economics", N.64 1950
- Macmillan, "Teoria della classe agiata", Einaudi, traduzione It, 1999
- Simmeli G., "La moda", Mondadori, 2001
- Baudrillard J., "La società dei consumi. I suoi miti e le sue strutture", Il Mulino, 1976
- Mosca F., "Marketing dei beni di lusso", Pearson, 2010
- Kastanakis M.N., "Explaining variation in luxury consumption", City University London, 2010
- Dubois D., Laurent G., Czellar S., "Consumer rapport to luxury: Analyzing complex and ambivalent Attitudes", HEC School of Management, 2001
- Brioschi A., "Comunicare il Lusso", in Convegno: "Le tendenze del marketing in Europa" C/O Università Cà Foscari di Venezia, 24 novembre 2000
- Chevalier, M., & Mazzalovo, G., "Luxury brand management. Una visione completa sull'identità e la gestione del settore lusso", FrancoAngeli, 2008
- Maizza A., "Marca e comunicazione nella gestione delle imprese dell'abbigliamento", Cacucci, p 14, 2000.
- Golizia D., "Fashion business model. Strategie e modelli delle aziende di moda", Franco Angeli, 2016
- Foglio A. "Il marketing della moda. Politiche e strategie di fashion marketing", Franco Angeli, 2016
- Alberoni F., "Consumi e società", il Mulino, 1964
- Kotler P., "Marketing Management", Pearson Prentice Hall, 2007
- Curcio A. M., "Le mode oggi", Franco Angeli, 2015
- Saviolo S., Testa S., "Le imprese del Sistema moda. Il management al servizio della creatività", ETAS libri, 2005
- Cancrini C., "La moda: alcune considerazioni sul mercato, le aziende e i processi di innovazione", Aracne, 2007
- Kim E. et al.. "Cross-national market segmentation in the fashion industry", a study of the European, Korean, and US consumers. Emerald
- Jahn B., Kunz W. "How to transform consumers into fans of your brand", Journal of Service Management, Vol. 23 Issue: 3, 2012

- Alleres D., “Luxe... Stratégies, Marketing”, Ed. Economica, 2005
- Qualizza G., “Estetiche della vita quotidiana: nuovi scenari del lusso”, in “Tigor: rivista di scienze della comunicazione”, 2010
- Ricchetti M., Cietta E., “Il valore della moda. Industria e servizi in un settore guidato dall'innovazione”, Mondadori, 2006
- Banfi, “I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa”, Isedi, 2013
- Rajan R.G., Zingales L., “What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data”, In Journal of Finance, Vol. 50, No. 5, 1995
- Zamagni V., “Dalla rivoluzione industriale all'integrazione europea”, il Mulino, 1999
- Battilani P., Fauri F., “L'economia italiana dal 1945 ad oggi”, il Mulino, 2014
- Genco P., Penco L., "Assetti di governo e strategie nelle medie imprese. Un approfondimento sulle medie imprese quotate", Franco Angeli, 2013
- Romano G., "Strategie aziendali e quotazione in Borsa", Giuffrè, 2012
- Franzosi A., Pellizzoni E., “La quotazione in Borsa: attitudini e comportamenti delle imprese italiane”, BitNotes, n. 7, 2003
- Tabarrini M., “L'Umbria si racconta”, Dizionario, 3 vol., Foligno, 1982
- Brunelli P., "Brunello Cucinelli spa: il re del cashmere. I successi dell'economia", Edi&sons Edizioni, 2014

## SITOGRAFIA

- [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)
- [www.consob.it](http://www.consob.it)
- [www.academia.edu](http://www.academia.edu)
- [www.abi.cab.banche.meglio.it](http://www.abi.cab.banche.meglio.it)
- [www.altagamma.it](http://www.altagamma.it)
- [www2.deloitte.com](http://www2.deloitte.com)
- [www.economyup.it](http://www.economyup.it)
- [www.mymarketing.net](http://www.mymarketing.net)
- [www.sistemamodaitalia.com](http://www.sistemamodaitalia.com)
- [www.psicolab.net](http://www.psicolab.net)
- [www.pambianconews.com](http://www.pambianconews.com)
- [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org)
- [www.datocms-assets.com](http://www.datocms-assets.com)
- [www.corcianonline.it](http://www.corcianonline.it)
- [www.investor.brunellocucinelli.com](http://www.investor.brunellocucinelli.com)
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it)
- [www.bain.com](http://www.bain.com)
- [www.fashionnetwork.com](http://www.fashionnetwork.com)
- [www.money.it](http://www.money.it)

## ABSTRACT

Il tema su cui si focalizza l'intera trattazione sono le IPO, da cui poi verranno analizzate le varie sfaccettature. L'*Initial Public Offering* rappresenta l'offerta dei titoli azionari di una società che per la prima volta intende quotarsi nel mercato regolamentato primario. Non bisogna far confusione tra mercato primario e mercato secondario; nel mercato primario possono essere effettuate le Offerte Pubbliche di Sottoscrizione ("OPS"), le Offerte Pubbliche di Vendita ("OPV") o anche un mix delle due le cosiddette Offerte Pubbliche di Sottoscrizione e Vendita ("OPSV"). Al contrario, il mercato secondario è il luogo susseguente alla quotazione, dove avviene la compravendita delle azioni emesse sul mercato dalla prima quotazione. Tornando alle tipologie di IPO che si possono riscontrare nel mercato primario, è utile chiarire la differenza tra quelle sopra citate. Con l'OPS si realizza un vero e proprio incremento del capitale sociale, in quanto la società emette sul mercato nuovi titoli azionari, sui quali i vecchi soci non hanno esercitato alcun diritto, lasciandone l'acquisto alla platea degli investitori. Nel caso invece di OPV, le contrattazioni non generano alcun incremento del capitale sociale dell'impresa in quanto avvengono su titoli azionari già esistenti e di proprietà di vecchi soci che hanno intenzione di uscire dalla compagine sociale.

Chiariti gli aspetti riguardanti le varie tipologie di IPO che si possono verificare, si esplicitano i benefici e gli oneri che impatteranno sull'impresa che intende avviare il processo di quotazione. Tra i vantaggi vi è: (i) l'acquisizione di ingenti capitali, che, oltretutto, è capitale di rischio e non di debito, e pertanto, ha un rendimento legato alle sorti finanziarie dell'impresa; (ii) rafforzamento dell'immagine sociale, questo grazie agli obblighi informativi che una società quotanda deve adempiere, il cui adempimento, le conferisce una qualifica di trasparenza e solidità agli occhi degli investitori; (iii) maggiore liquidità, grazie all'esistenza del suddetto mercato secondario, le quote di proprietà degli azionisti possono esser scambiate/vendute più facilmente; (iv) ingresso di *manager* maggiormente qualificati, attirati da piani di *stock option*, che permettono di

legare la loro fedeltà operativa al futuro dell'azienda; (vi) l'abbattimento dell'aliquota fiscale per i primi tre anni, grazie al *Super dual income tax*. Tuttavia, aldilà dei benefici appena descritti, vi possono essere anche dei risvolti poco piacevoli come ad esempio l'esposizione della redditività della società agli andamenti del mercato, tra cui, attività di speculazione e fluttuazione. Nonché la perdita di controllo e la diluizione dell'assetto proprietario potrebbe lasciar spazio a *manager* che potrebbero mettere in atto strategie con risultati positivi nel breve periodo, ma dannose nel medio-lungo. La società quotanda inoltre avrà l'obbligo di fornire una serie di informazioni di carattere contabile, finanziario e di *compliance*; un meccanismo di *disclosure* che rientra tra i costi che la società dovrà sostenere per il processo di quotazione a cui si aggiungono le retribuzioni pagate ai soggetti coinvolti nel processo, gli *advisor: underwriter (lead manager o anche global coordinator), sponsor, lo specialist* e altre figure che possono aggiungersi in base alla complessità dell'operazione. Definiti gli attori del processo di quotazione è opportuno analizzare le fasi di tale procedimento. La prima di queste è focalizzata sulla *due diligence* effettuata dall'*underwriter*, al fine di verificare l'esattezza, la veridicità e la trasparenza dei dati necessari alla redazione del prospetto informativo. A questa segue una fase di *pre-marketing*, si tratta di un'attività propedeutica atta a catturare le prime impressioni degli investitori, si tratta di una fase molto utile che consente di avere a disposizione maggiori elementi di valutazione circa il prezzo delle azioni che sarebbero disposti a pagare. La fase successiva è la vera e propria fase del *marketing*, ossia la reale sponsorizzazione dell'IPO presso gli investitori, che si concretizza mediante *road shows* e *meeting* nei quali si spiegano le caratteristiche tecniche dell'operazione oggetto di quotazione. In questi incontri si possono raccogliere una sorta di prenotazione di acquisto delle azioni (*bookbuilding*), sebbene non si tratti di offerte giuridicamente vincolanti, possono essere molto utili per la società, in quanto darà indicazione sulle quantità di azioni vendibili nonché sulla tipologia di investitori interessati. Elementi che porteranno alla formazione definitiva dell'*offering price*; che potrà esser calcolato in diversi modi, il più famoso dei quali risulta essere il metodo del *bookbuilding*, il cui appellativo anglosassone già suggerisce la fattibilità della fissazione del prezzo in funzione di un approccio

basato proprio sull'elencazione degli acquirenti. Tra le altre metodologie comuni risultano il *fixed price regime* e l'*auction method*. Il primo di questi metodi fissa il prezzo in modo alquanto arbitrario, ancora prima della raccolta degli ordini (non vincolanti) da parte degli investitori. Questa tipologia è stata ampiamente superata dai modelli che sono in grado di calcolare il prezzo di offerta in funzione delle richieste degli investitori. L'*auction method*, o metodo dell'asta, in quanto partendo un prezzo minimo fissato dall'*underwriter*, gli investitori potranno indicare la quantità di azioni che intendono comprare, specificando il prezzo superiore a tale soglia minima che sono disposti a sborsare per quella determinata quantità e tipologia di azioni. Questo metodo potrebbe sembrare molto simile al *bookbuilding*, in quanto entrambe le tipologie sono basate sull'esame della rivelazione della domanda per la determinazione del prezzo, ma la differenza sostanziale tra i due modelli deriva dal fatto che l'*auction method* può essere implementato anche attraverso procedure informatizzate di incontro tra domanda e offerta, quindi senza l'ausilio di intermediari specializzati, elemento quest'ultimo indispensabile nel *bookbuilding approach*. Definito il prezzo delle azioni, sarà possibile stendere il prospetto informativo definitivo; il prospetto informativo è un documento che contiene i dati rilevanti della situazione economica, finanziaria e patrimoniale della società quotanda, che sarà sottoposto al controllo dell'organo di vigilanza, in Italia, tale compito di controllo spetta alla Consob. Entrando nei tecnicismi del processo finale prima della quotazione, oltre a presentare il prospetto informativo, la società dovrà contestualmente allegare la domanda di ammissione alla quotazione nonché un *business plan*, che dia la possibilità di monitorare anche in seguito alla quotazione il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Per valutare l'effettivo successo della quotazione occorrerà attendere il passaggio dal mercato primario a quello secondario; questa fase, è nota come post IPO, ed è il momento in cui inizia il *trading* vero e proprio nei listini ufficiali.

In questa prima analisi effettuata si ha avuto modo di approfondire il fenomeno della quotazione, sotto diversi punti di vista, ossia partendo dalla sua definizione per poi esaminare i suoi attori fino alla determinazione dell'*offering price*. L'analisi si è, quindi, interrotta all'ingresso della società nel mercato regolamentato, senza quindi valutare i risvolti che la quotazione del titolo può

avere nel momento immediatamente seguente a tale ingresso. Risvolti che sono analizzati nel secondo capitolo, dove il *focus* riguarda l'*underpricing*. Con il termine *underpricing* si intende la differenza positiva tra il prezzo di chiusura registrato al termine della prima giornata di negoziazione (*closing price*) del titolo e il prezzo a cui tale titolo è stato offerto a coloro che investono nel mercato primario (*offering price*). Lo studio avrà l'obiettivo di analizzare le ragioni che spingono una società a sotto-prezzare i propri titoli, e quindi perdendo parte dei loro ipotetici profitti, emettendo azioni al di sotto del *fair value*. Tale scelta viene identificata con la locuzione anglosassone "*to leave the money on the table*", stando ad indicare con una sorta di similitudine la possibilità di lasciare i soldi su un tavolo in modo che chi passa e li veda sia attratto dal prenderli. Uno dei primi ad analizzare il fenomeno fu Logue, nella prima metà degli anni Settanta, il quale focalizzò la propria attenzione sulla notevole mole di denaro perso dalle società americane che in quegli anni decisero di entrare nell'*equity market*, dato che il rialzo del prezzo fatto registrare dalle azioni dopo la quotazione è diventato ricavo dei possessori di quelle azioni, ossia dei soggetti che avevano acquistato le stesse in sede di quotazione. Analizzando un campione di quotazioni avvenute negli anni Settanta si può comprendere come la perdita di capitale per le società quotate sia stimata in un 19% rispetto al prezzo fissato in sede di quotazione. Risultati confermati anche da Ritter, il quale ha esteso il periodo di analisi effettuato da Logue, fino agli anni Ottanta, e dalle quali si evince che l'*underpricing* non va considerato come un'anomalia del mercato bensì come un andamento normale proposto dal mercato. Da queste considerazioni è scaturita la necessità di molti autori di individuare le cause di questo fenomeno così ricorrente, tanto che la dottrina annovera una quantità tale di teorie, da essersi palesata la necessità di raggrupparle in categorie, di seguito elencate: (i) Teorie basate sulle asimmetrie informative; (ii) Teorie Istituzionali; (iii) Teorie sull'assetto proprietario e (iv) Teoria comportamentali.

La teoria basata sulle asimmetrie informative poggia sull'assunto che non tutti gli attori coinvolti nel processo di quotazione sono in possesso delle medesime informazioni relative al valore della società quotanda e, che, l'*underwriter* può contare su un bagaglio più assortito rispetto agli investitori che

andranno ad acquistare le azioni. Tale teoria si può ulteriormente scomporre in altre quattro teorie in funzione del gruppo di soggetti che di volta in volta verranno considerati come meno informati nel processo; teoria del *winner curse*; teoria dell'*information revelation*; teoria del principale-agente e teoria della segnalazione.

Le teorie istituzionali dal canto loro sono molto legate alla collocazione geografica della società che intende intraprendere il percorso di quotazione. Una su tutte è la teoria del *litigation risk*, ossia legata al rischio di contenzioso tra la società quotata ed i suoi investitori. Detta teoria afferma che la motivazione dell'*underpricing* risiede nella volontà espressa e realizzata della società emittente di sostenere aprioristicamente il costo del deprezzamento delle proprie azioni rispetto al reale valore aziendale, consentendo un guadagno per gli investitori che le acquistano, in funzione della possibilità di evitare un contenzioso con questi ultimi; si può definire come una sorta di assicurazione. Si parla di collocazione geografica in quanto tale fenomeno è stato riscontrato in America, paese nel quale vigono leggi molto severe in tema di *IPO disclosure*, basti pensare che tra il 1988 e il 1995, circa il 6% delle società fu citata in giudizio, con una perdita di contenzioso pari ad oltre il 13% dei guadagni realizzati con la quotazione stessa. Le teorie basate sull'assetto proprietario partono dalla suddivisione tra proprietà e controllo basate sui concetti di azionariato diffuso e *free riding*.

Il campionamento prescelto, la collocazione geografica delle società quotande, il mercato nel quale tali società intendono quotarsi nonché la dimensione del campione, hanno portato le teorie sopramenzionate a conclusioni differenti. Proprio a causa di queste discrasie si è sviluppato un nuovo filone, quello delle teorie di comportamento, che si può definire come classe teorica residuale, con l'obiettivo di dare un'ulteriore spiegazione all'*underpricing*. È bene fare subito una chiarificazione; mentre le teorie su menzionate sono tutte basate sulla razionalità dei comportamenti strategici degli operatori, quelle comportamentali prendono in considerazione gli aspetti irrazionali dei comportamenti, ossia legati a fattori emozionali. Tra le teorie comportamentali, una delle più importanti fu quella operata da Welch nei primi anni Novanta e nota come *Information cascades*. Si tratta di una teoria strutturata su comportamenti

cosiddetti “a gregge”, ossia comportamenti adottati dagli investitori in relazione ad un processo che si potrebbe definire anche di reazione a catena, dettati pertanto dall’imitazione delle scelte di altri investitori, piuttosto che su informazioni reali estrapolate mediante l’attività di *information gathering*. Come già visto precedentemente, detta attività, è un’attività costosa e soggetta al fenomeno del *free riding*, pertanto ci saranno soggetti maggiormente informati e altri meno. Partendo da questa considerazione, l’*underwriter* scientemente opererà per un deprezzamento delle azioni da quotare in sede di fissazione del prezzo iniziale di offerta, in modo da creare i presupposti per ottenere un vantaggio competitivo in capo agli investitori, parte dei quali, a loro volta, non pienamente consapevoli del valore della società emittente, saranno portati a seguire le scelte di acquisto di soggetti maggiormente informati e desiderosi di acquistare le azione deprezzate proposte, tanto da acquistare a loro volta. La realizzazione di un differenziale positivo tra il prezzo post quotazione e quello dell’offerta iniziale, porterà presumibilmente gli investitori anche in seguito (nel mercato secondario) ad essere favorevoli all’acquisto di altre quote azionarie, senza premunirsi di ottenere informazioni circa il valore reale delle azioni offerte.

A questo punto, partendo da un’analisi puramente descrittiva del fenomeno dell’IPO nel suo complesso, si finalizzerà la tesi con un’analisi aziendale, in particolare verrà analizzata la quotazione di un’azienda italiana di successo, Brunello Cucinelli. L’intento di analisi appena citato non potrà esimersi dal tentativo di operare una descrizione delle peculiarità e della complessità del mercato di riferimento dell’azienda, ovvero quello del lusso e della moda.

Per quanto riguarda il settore del lusso viene fatta un’analisi approfondita di ciò che compone la domanda, ossia si cerca di analizzare il comportamento del consumatore in merito all’acquisto di determinati beni. Sinteticamente tale caratteristiche sono state racchiuse in quattro filoni principali: il consumo edonistico, il consumo ostentativo, la democratizzazione del lusso e il *trading up*, ampiamente discussi nella trattazione integrale. Dal lato dell’offerta, l’intento dell’analisi è stato quello di comprendere cosa definisce un marchio come marchio di lusso. Le caratteristiche atte a delineare e definire un *brand* di lusso sono state riprese dalle teorizzazioni di Dubois, Laurent e Czellar, di seguito

riportate: (i) qualità eccellente; (ii) prezzo elevato; (iii) unicità; (iv) rilevanza estetica e contenuto artistico; (v) tradizione; (vi) carattere superfluo. A cui si aggiungono ulteriori due caratteristiche in relazione alla sempre maggiore globalizzazione e velocità di trasmissione delle informazioni: il riferimento è all'internazionalità a all'aderenza ai *trend* sociali e all'ambiente. Allo stesso modo il settore moda viene esaminato attentamente. Innanzitutto c'è da dire che si tratta di un settore molto instabile nel tempo; l'instabilità è dovuta alla sua rapida sostituzione con una moda successiva, pertanto si può dire che un prodotto di moda ha una vita molto più breve rispetto agli altri settori. Il ciclo di vita prevede 4 fasi: (i) l'introduzione, è la fase iniziale di uno nuovo prodotto; (ii) sussegue una fase di crescita o sviluppo, in cui il prodotto si diffonde rapidamente tra il pubblico; (iii) maturità, in questa fase il prodotto raggiunge la sua massima diffusione e conoscenza da parte del consumatore; (iv) declino o rilancio, nel caso di declino il prodotto incomincia a non avere più la stessa attrattiva e pertanto seguirà un declino delle vendite. Il ciclo di vita a questo punto è destinato a chiudersi poiché il prodotto sta diventando obsoleto, come ultima opzione l'impresa potrà comunque optare per un riposizionamento del prodotto.

Analizzato il percorso che affronta un prodotto del settore moda, si passa ad analizzare i consumatori destinatari di tale prodotto, classificati in varie categorie dipendenti dal: genere, dall'età, dalla base geografica, dai comportamenti e dalle abitudini d'acquisto, e infine dallo stile di vita. Da un'indagine realizzata proprio sui consumatori nel 1953-1954 si evince che solo un uomo su quattro e una donna su dieci aveva acquistato in un negozio un abito confezionato industrialmente, ricalcando una situazione abbastanza tipica in Europa. D'altro canto, per quanto possa apparirci singolare, il rapporto che lega moda e industria è un fenomeno piuttosto recente. L'ibridazione tra lavoro creativo del *couturier* e organizzazione industriale, si realizzerà, dopo un processo lungo e tortuoso, alla fine degli anni Settanta e ha come strumento i primi contratti di *licensing* strategico e di lunga durata tra uno stilista ed un'impresa industriale. Il luogo dove ciò si verifica compiutamente è l'Italia, i cui protagonisti furono il Gruppo Finanziario Tessile di Marco Rivetti nel ruolo dell'industria e Giorgio Armani nel ruolo dello stilista. A chiudere il quadro dell'industria della moda nel settore manifatturiero italiano, si

può dire che gli esiti complessivi sono parecchio incoraggianti, l'industria della moda italiana è riuscita a mantenere un ruolo di rilievo nel panorama internazionale anche in anni di profondo mutamento strutturale; del resto il settore in questione è un settore abbastanza atipico in quanto anche negli anni di piena crisi economico-finanziaria (2011-2012) si è mostrato isolato dai cambiamenti economici. Lo stesso vale per il mercato del lusso negli anni 2008-2013, il quale ha registrato continui e significativi aumenti, presentando *performance* ben superiori ai marchi *mainstream*. Aldilà di questa piccola digressione sull'anticiclicità del settore, si può concludere che nel periodo 2012-2015, a fronte di una riduzione significativa del numero di imprese, la produttività è comunque aumentata: le esportazioni sono cresciute del 13% passando a circa 48.631 mld di euro. I principali paesi di sbocco sono la Francia, la Germania, e gli Stati Uniti, anche se è da segnalare la crescita verso il mercato cinese con un +206% nel decennio 2006-2016. Per quanto riguarda il mercato dell'abbigliamento nel 2015 il valore si attestava a 1.700 mld di dollari, con stime del tutto stimolanti che prevedono di raggiungere i 2.600 miliardi nel 2025. Dalle cifre appena menzionate, è facile capire come per le imprese del settore sia sempre più conveniente intraprendere la via della quotazione, al fine di perseguire programmi di sviluppo del marchio ed espansione internazionale, senza squilibrare la propria struttura finanziaria, e ritagliarsi allo stesso tempo una fetta di mercato (che si sta ingrandendo sempre di più). C'è da dire che la finanza, soprattutto in una realtà come quella nazionale caratterizzata da aziende familiari anche nel settore del lusso è rimasta per lungo tempo ai margini del settore moda italiano e ciò anche a causa dell'atteggiamento del fondatore, in molti casi anche stilista, che non ha quasi mai visto positivamente l'ingresso di nuovi finanziatori. Solo negli ultimi anni si è assistito ad un'inversione del *trend*, con la quotazione di in Borsa di società come: Moncler, Italia Independent, Ferragamo, Prada e Cucinelli. Cucinelli nasce dall'idea imprenditoriale di Brunello Cucinelli, il quale rielaborò la commercializzazione del *cashmere*, scostandosi dalle tendenze e dagli stereotipi di quegli anni dove le tonalità del filato erano comprese tra il beige e il grigio nonché introducendo il filato nelle collezioni femminili, fino ad allora privilegio tradizionalmente riservato agli uomini. Il successo fu immediato, tanto che in

pochi anni riuscì a spostare le sue attività dal piccolo laboratorio ad Ellera di Corciano al Castello trecentesco di Solomeo. Già in questi anni, comincia ad emergere la sua peculiare sensibilità imprenditoriale e umana, dove l'attenzione al prodotto, alla cultura e al rispetto dei dipendenti costituiranno le basi fondamentali per il suo successo negli anni a venire. La scelta stessa della sede rientra in questa sua visione; Solomeo infatti si caratterizza per la bellezza dei suoi paesaggi e il contatto stesso con la natura corrispondevano ai mezzi da lui ricercati per lo sviluppo della sua concezione di "Impresa Umanistica", in cui l'uomo assurge a bene supremo dell'impresa.

Quanto al lancio dell'IPO, avvenuta il 10 aprile 2012, il Gruppo ottenne l'autorizzazione alla quotazione nel mercato telematico azionario, secondo il tradizionale metodo del *bookbuilding*, già citato precedentemente. L'IPO è stata caratterizzata da un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione ("OPVS") avente ad oggetto 20 milioni e 400 mila azioni, di cui, 8 milioni rivenienti da un aumento di capitale e 12 milioni 400 mila azioni di proprietà delle società partecipate dalla *holding* Brunello Cucinelli S.p.A.. La raccolta delle adesioni all'offerta è stata caratterizzata da un fortissimo interesse da parte degli investitori, tanto che Medio Banca (il *global coordinator/underwriter*) registrò prenotazioni per 347 milioni di titoli, ben 17 volte il quantitativo di azioni offerte. Il lancio in Borsa fu un gran successo, in una sola giornata tutte le azioni sono state vendute, ed in più al prezzo più del *range* di prezzo (7.75 euro) stabilito per le azioni stesse. Inoltre nel primo giorno delle negoziazioni del titolo in Borsa, il prezzo delle azioni è salito di più del 50% rispetto al prezzo di offerta, raggiungendo il valore di 11,6 euro. Considerati tali dati è lecito presupporre la configurazione di un *underpricing*; in particolare si potrebbe interpretare il fenomeno secondo la teoria dell'*Information cascades*, che come cennato rientra nella categoria Teoria comportamentali. Ricordandola brevemente: tale teoria si basa sull'assunto che gli investitori tengono in considerazione il comportamento degli altri investitori, pertanto se nessuno o pochi investitori sono disposti a comprare le azioni anche quelli con informazioni positive sulla società saranno restii nel farlo. Il rischio era proprio questo, poiché nonostante la società si presentava come altamente attrattiva, appartenente ad un settore in continua crescita e con ottime prospettive per il

futuro e con risultati economici molto positivi per il triennio precedente, vi era d'altro canto uno scetticismo generale riguardo la situazione economico-finanziaria in cui stagnava l'Italia, ed in aggiunta Cucinelli si presentava sul mercato come una società di piccole dimensioni a conduzione familiare. Le questioni su menzionate avrebbero potuto costituire un freno oggettivo all'investimento di soggetti esterni. Per contrastare questo rischio, l'*underwriter* (nel caso in questione Medio Banca) sembra aver optato per una sottovalutazione del prezzo iniziale di offerta per renderlo più appetibile, al fine di stimolare un effetto a cascata di acquisti. Questa è l'interpretazione che mi sento di dare per l'analisi in questione, è bene dire però che l'*underpricing* si delinea in profili sfumati e di cui non sempre è agevole dare interpretazioni univoche e certe. In conclusione, l'*underpricing* nel caso di Cucinelli si può definire come un evento positivo che ha reso possibile una capitalizzazione più elevata rispetto alle previsioni, con notevole beneficio all'immagine aziendale e del *brand* stesso.

Se si sposta l'attenzione all'andamento che il titolo ha avuto dal momento della quotazione fino ad arrivare al giorno d'oggi, e quindi non si limita l'analisi al primo giorno di negoziazione come fatto per verificare la presenza di *underpricing*, si notano idealmente tre macro aree. La prima va dal momento della quotazione fino a dicembre 2014, in tale lasso temporale l'evidenza mostra un'impennata considerevole fino a gennaio 2014 (titolo ha segnato +135%), con un significativo calo negli ultimi mesi, sebbene ben al di sopra del prezzo fissato nella IPO. La seconda macro fase, che va dal 2015 al 2016, si potrebbe definire come un lungo periodo di stabilizzazione, non infrequente in casi di partenze estremamente positive. L'ultimo periodo che va dal 2017 a gennaio 2018 registra una nuova ripresa, dopo anni di stagnazione, con le azioni che sono scambiate sul mercato a 27,50 euro (dato al 24/01/2018).