

Dipartimento  
di Impresa e Management

Cattedra di  
Finanza Aziendale

*Le Initial Public Offerings nel settore  
italiano del fashion & luxury:  
il caso Prada*

Prof. Mazzei Roberto

---

RELATORE

Benedetti Francesca  
Matr. 211621

---

CANDIDATO

*Alla mia famiglia, ai miei allenatori e a Fabrizio,  
pietre miliari del mio essere.*

## INDICE

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>5</b>
<b>2. L'Initial Public Offering.....</b>	<b>7</b>
2.1 Introduzione.....	7
2.2 La struttura dell'operazione.....	8
2.2.1 I soggetti coinvolti.....	12
2.2.2 Il disegno economico e tecnico dell'operazione.....	13
2.3 Il processo di quotazione.....	16
2.3.1 La pianificazione dell'offerta.....	16
2.3.2 La preparazione dell'offerta.....	19
2.3.3 L'offerta.....	21
2.3.4 L'aftermarket performance.....	25
2.4 Gli obiettivi perseguiti.....	26
2.5 Conclusione.....	28
<b>3. Le quotazioni nel settore italiano del fashion &amp; luxury.....</b>	<b>29</b>
3.1 Introduzione.....	29
3.2 L'analisi del settore.....	30
3.3 L'evoluzione storica delle quotazioni nel settore.....	38
3.3.1 La quotazione di Brunello Cucinelli.....	43
3.3.2 La quotazione di Moncler.....	45
3.4 Conclusione.....	47
<b>4. Il caso Prada.....</b>	<b>49</b>
4.1 Introduzione.....	49
4.2 La storia del Gruppo.....	50
4.3 La situazione finanziaria.....	53

<i>4.4 La scelta della quotazione.....</i>	<i>60</i>
<i>4.5 Conclusione.....</i>	<i>64</i>
<b>5. Conclusioni.....</b>	<b>65</b>
<b>6. Bibliografia.....</b>	<b>67</b>
<b>7. Sitografia.....</b>	<b>69</b>

## INTRODUZIONE

Sono molte le società di successo che, in un determinato momento della loro vita, si trovano a valutare l'ipotesi di quotarsi in Borsa. L'*Initial Public Offering* ("IPO") rappresenta una forma di finanziamento per le imprese, in quanto permette loro di accedere a nuovo capitale di rischio. L'operazione, inoltre, apporta benefici non solo a livello finanziario, ma anche reputazionale e di governance.

Il presente elaborato si prefigge di verificare l'importanza e valutare le performance delle IPOs effettuate dalle imprese operanti nel settore italiano del *fashion & luxury*. Questo, grazie alla continua crescita, è diventato nel tempo uno dei settori chiave per l'economia italiana, arrivando a crescere più della grande manifattura e del PIL del paese. L'analisi, inizialmente descrittiva, termina con l'analisi di un caso aziendale: il caso Prada.

*In primis* verrà effettuata un'analisi teorica del processo di quotazione delle imprese, al fine di comprenderne le caratteristiche e le potenzialità. Verranno analizzati i connotati dell'operazione, i soggetti coinvolti e le diverse fasi di cui è composta. Particolare attenzione verrà posta sull'*iter* che porta alla definizione del prezzo finale e sul fenomeno dell'*underpricing*. Successivamente si passerà alla disamina delle motivazioni che spingono le imprese alla quotazione, attraverso la revisione delle principali teorie presenti in letteratura.

Effettuata la trattazione teorica dell'IPO, l'elaborato presenterà l'analisi del settore italiano del *fashion & luxury*. Una volta definito, più o meno esaurientemente, il concetto di *lusso*, verrà illustrato come il settore del *fashion & luxury* possa essere considerato come un segmento del più vasto settore del *luxury*. Verranno identificati i principali *incumbent*, i mercati e le motivazioni per cui lo stesso è risultato, nel tempo, resiliente agli accadimenti economico-finanziari e sociali che lo circondano. Successivamente verranno analizzati i principali *player* italiani tramite l'utilizzo di un indice formato dalla prime quindici imprese del settore con fatturato superiore a € 1 miliardo. L'indice verrà utilizzato per effettuare comparazioni con la grande manifattura italiana quotata e con i principali *competitors* internazionali.

Il Capitolo 3 proseguirà poi con la descrizione dell'evoluzione storica delle quotazioni del settore. Verrà evidenziato come, negli ultimi anni, il rapporto tra finanza e lusso sia diventato sempre più stretto, e come vi sia stato un vero e proprio cambiamento nei confronti dell'apertura della proprietà al pubblico.

Infine, verranno descritte due delle quotazioni che hanno segnato la storia del settore, sia per quantità di nuovo capitale raccolto, sia per *awareness* generata tra il pubblico degli investitori e a livello mediatico: quelle di Brunello Cucinelli e di Moncler.

Il Capitolo finale esaminerà il caso aziendale del Gruppo Prada, che risulta particolarmente rilevante in quanto simbolo dell'apertura al mercato, e all'internazionalizzazione, del settore italiano del *fashion & luxury*. Prada è stata infatti la prima impresa del settore a ricorrere al mercato dei capitali, e la prima italiana a quotarsi in un listino asiatico. Il suo *listing* ha segnato l'inizio di una vera e propria ondata di quotazioni delle imprese del settore, ma soprattutto ha contribuito alla creazione di un profondo legame tra i mercati asiatici e l'alta moda italiana.

Verrà descritta la storia del gruppo, con particolare attenzione alle strategie perseguite nel tempo. Successivamente, verrà effettuata l'analisi della situazione finanziaria pre-IPO al fine di individuare le motivazioni che hanno spinto la società a ricorrere alla quotazione in Borsa. Infine, verrà descritta l'operazione, le difficoltà incontrate dal Gruppo, ed il risultato della stessa. Particolare attenzione verrà riservata al diverso regime fiscale che intercorre tra Italia ed Hong Kong, e gli effetti che lo stesso ha avuto sull'IPO di Prada.

## CAPITOLO 2: L' INITIAL PUBLIC OFFERING

### 2.1 Introduzione

La scelta di effettuare un'*Initial Public Offering* (IPO) rappresenta per una società l'atto iniziale di un processo che ha come conclusione la quotazione della stessa in uno o più mercati. Le motivazioni che risiedono dietro questa decisione sono sia pratiche sia strategiche. In generale, la principale ragione per cui un'impresa decide di fare un'IPO è quella di raccogliere nuovo capitale di rischio. Tuttavia, sarebbe riduttivo pensare all'IPO come una mera fonte di finanziamento delle imprese. La quotazione, infatti, è un'operazione che apporta una serie di benefici che vanno ben oltre la maggiore quantità di liquidità, dal miglioramento della reputazione dell'impresa alla possibilità di beneficiare di una maggiore visibilità nei mercati finanziari. La quotazione rappresenta una scelta strategica molto importante, sia per gli azionisti sia in generale per l'ambiente finanziario in cui l'impresa è inserita. Infatti, non si tratta soltanto di accedere ad un nuovo canale di finanziamento: la quotazione segna l'inizio di un processo di trasformazione interno della società, e del modo in cui questa si rapporta con l'ambiente circostante. Una decisione con una tale rilevanza deve essere presa solo dopo un'attenta valutazione dell'impatto sull'attività dell'azienda e una meticolosa analisi costi - benefici derivanti dalla scelta.

Questo capitolo presenterà una trattazione teorica del processo di quotazione.

Nel secondo paragrafo verrà definita l'operazione, le diverse forme in cui questa si può presentare e le sue principali funzioni.

Nel terzo paragrafo verrà definita la struttura dell'operazione, con riferimento ai soggetti coinvolti e alla configurazione economica e tecnica che può essere data all'operazione.

Nel quarto paragrafo verrà delineato nei particolari il processo di quotazione nella Borsa Italiana e le sue principali fasi quali pianificazione, preparazione, offerta e *aftermarket performance*.

Infine, nel quinto paragrafo verranno delineati i principali motivi per cui un'impresa, che presenta le caratteristiche necessarie per farlo, decide di quotarsi in borsa. Tramite la revisione delle principali teorie presenti in letteratura, si cercherà di dare una risposta alla domanda che attanaglia tutte le imprese che, arrivate ad un certo stadio del loro sviluppo, prendono in considerazione l'idea di procedere ad una quotazione in Borsa, ovvero quando sia

il momento migliore per procedere con un'IPO piuttosto che finanziare i progetti di investimento con forme alternative di raccolta del capitale.

## 2.2 La struttura dell'operazione

L'Initial Public Offering (IPO) viene definita come “lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la cosiddetta creazione del flottante), che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato” ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

Può trattarsi di un'Offerta Primaria, nella quale azioni di nuova emissione vengono vendute con lo scopo di raccogliere liquidità per l'azienda, oppure di un'Offerta Secondaria, nella quale gli azionisti vendono una parte, o il totale, delle azioni possedute al fine di monetizzare la propria partecipazione. Nel primo caso si parla di Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), nel secondo di Offerta Pubblica di Vendita (OPV). Una società potrebbe quindi procedere con la quotazione anche se non vi fosse necessità di raccogliere nuovo capitale di rischio, ma gli azionisti volessero semplicemente liquidare parte, o il totale, del loro investimento.

Le OPS e le OPV possono assumere differenti declinazioni in base alla natura della controparte<sup>1</sup>. In particolare, si distinguono in:

- offerte pubbliche, quando sono rivolte ad un pubblico indistinto di investitori;
- offerte istituzionali, quando sono rivolte agli investitori istituzionali;
- collocamenti privati, quando sono rivolti a soggetti selezionati ad hoc.

Vi è poi un terzo tipo di IPO, l'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), in cui una parte dell'offerta è rappresentata da strumenti precedentemente emessi (OPV), ed una parte da strumenti emessi *ad hoc* (OPS). Le modalità di svolgimento di questa operazione sono analoghe a quelle previste per le offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione.

Per poter effettuare un'*Initial Public Offering* le imprese devono presentare degli stringenti requisiti di tipo formale e sostanziale. Tuttavia è possibile che, nonostante l'impresa presenti i requisiti necessari, i piani industriali richiedano forme di finanziamento diverse. Tra queste si segnalano:

- Il ricorso al *venture capital* o al *private equity*;
- Il ricorso al debito;
- L'aumento di capitale sottoscritto dai vecchi soci.

---

<sup>1</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Le forme di finanziamento sopracitate non sono del tutto paragonabili alla quotazione in quanto, come accennato, questa segna l'avvio di un processo di profonda trasformazione della società. Solo il ricorso al *venture capital* o al *private equity* può sotto certi versi essere assimilato alla quotazione, e per questo motivo viene spesso considerato come propedeutico alla stessa.

La quotazione rappresenta una grande opportunità per le imprese a patto che esse siano disposte cambiare completamente il loro *modus operandi*. Dal momento che l'impresa quotata assume carattere "pubblico", l'attività aziendale deve essere coerente con l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti e della trasparenza.

Sebbene i benefici varino a seconda del singolo *business case*, è possibile identificarne una serie riconducibili alla totalità delle quotazioni<sup>2</sup>. *In primis* vi è l'apporto di una maggiore solidità alla struttura finanziaria, in quanto tramite la quotazione l'impresa accede ad una nuova fonte di finanziamento. Il nuovo capitale di rischio può servire a far ruotare il capitale circolante o quello fisso, svincolandosi dal tipico ricorso al canale bancario. Un altro vantaggio è il miglioramento dell'immagine aziendale: la maggiore trasparenza richiesta alle quotate aumenta il loro merito di credito, rendendole più stabili e sicure agli occhi delle banche e degli investitori. Il valore intrinseco della società aumenta grazie all'obbligo di revisione dei bilanci, di trasparenza nelle decisioni, di rispettare specifiche politiche di *corporate governance* e di sottostare alla regolamentazione imposta dalle Autorità. Grazie al prestigio che una società quotata acquisisce, e all'esposizione mediatica a cui è soggetta, è capace di attirare a sé risorse manageriali di migliore qualità. Inoltre, il fatto che la società sia quotidianamente esposta al giudizio del mercato motiva il management, portandolo ad assumersi una maggiore responsabilità e a approfondire maggiore impegno nella sua attività.

Sebbene siano molti i vantaggi che si possono trarre dalla quotazione in Borsa, l'operazione comporta anche numerosi costi. Per questa ragione, non tutte le società aspirano ad entrare in un mercato in cui vengono negoziate le proprie azioni. È comune che grandi imprese decidano volontariamente di non accedere ai mercati azionari. Uno dei principali motivi per cui non tutte le imprese hanno come obiettivo la quotazione in Borsa è che spesso i manager non sopportano i vincoli burocratici a cui devono sottostare le imprese quotate ed i costi associati alla produzione delle informazioni da trasmettere al pubblico<sup>3</sup>.

Il processo "da privato a pubblico" non è unidirezionale, per cui le società quotate possono tornare ad assumere una forma proprietaria privata. Ne è un esempio la società Levi Strauss,

---

<sup>2</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

<sup>3</sup> Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

che il 13 febbraio 2019 ha annunciato il suo ritorno in borsa. La società si era già quotata nel 1971, raccogliendo \$ 50 milioni e segnando la più grande quotazione americana di sempre per poi tornare privata, con un *leverage buyout*, nel 1984<sup>4</sup>.

Nella valutazione dell'IPO è importante non tralasciare i costi che questa comporta. La maggior parte delle spese associate ad un'IPO sono essenzialmente fisse, come quelle per il marketing e per la consulenza legale. Di conseguenza, i costi del “*going public*”, espressi come percentuale della liquidità raccolta, tendono a diminuire all'aumentare della dimensione dell'operazione permettendo così lo sfruttamento di economie di scala. Altri costi, come le *underwriting fees*, sono proporzionali alla quantità di risorse raccolte grazie all'operazione, anche se per soggetti di grandi dimensioni è spesso possibile negoziare commissioni più basse<sup>5</sup>.

Oltre ai costi, la quotazione espone le società anche a significativi rischi<sup>6</sup>. I principali sono:

- l'aumento della formalizzazione e della complessità del processo decisionale, che deve rispettare specifici criteri di trasparenza, autonomia e formalizzazione. Inoltre, le società quotate sono sottoposte a regole per tutelare le minoranze ed evitare conflitti di interesse;
- i maggiori costi di *compliance*, in quanto la verifica della piena adeguatezza viene resa più complessa e costosa dalle diverse fonti di regolazione. Questi fattori rendono ancora più difficile il salto di qualità consistente nel passaggio da conformità intesa come puro adempimento formale, a conformità come presupposto per la creazione di un vantaggio competitivo;
- la crescente pressione per la performance di breve periodo, data dalla continua esposizione alla valutazione da parte del mercato. Il prezzo delle azioni viene influenzato dai piani industriali presentati dal management e dalla capacità dell'impresa di attenersi agli stessi nel tempo. Tutti questi fattori alimentano il rischio che il management si focalizzi sulle performance di breve periodo, in quanto guidato dalla ricerca di risultati immediati, a discapito dello sviluppo di medio-lungo termine;
- l'esposizione al rischio di *takeover*, eventualità molto ricorrente nei mercati caratterizzati dalla prassi della *public company* e in generale nei casi in cui, nella fase post-collocamento, la quota di controllo sia contendibile.

---

<sup>4</sup> [www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)

<sup>5</sup> Jenkinson T., Ljungqvist A. (2001), *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, 2. ed., Oxford University Press

<sup>6</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

Visti i numerosi costi e rischi, la decisione di effettuare un'IPO deve essere preceduta da una meticolosa analisi dei costi e dei benefici che questa potrebbe apportare all'impresa.

Quello della quotazione in Borsa è un *iter* complesso, composto da una sequenza di fasi che coprono un arco temporale di sei/dodici mesi e di delicati passaggi di valutazione e *pricing*.

La fase più importante di tutto il processo è sicuramente quella della definizione del prezzo di collocamento. L'obiettivo della decisione è quello di valorizzare al meglio la società emittente rendendola appetibile agli investitori e formulare un prezzo coerente con i livelli di quotazione che saranno espressi dal mercato.

Una decisione cruciale che la società deve prendere è quella di stabilire la data di offerta. Spesso accade che il momento più adatto alla quotazione secondo l'impresa non corrisponda al momento più opportuno dal punto di vista del ciclo economico e dell'andamento dei mercati. Sicuramente, se l'offerta viene lanciata in una fase di congiuntura favorevole, la propensione dei risparmiatori ad investire nei titoli della società sarà più alta. Allo stesso tempo la società deve guardarsi dai momenti di particolare euforia del mercato, in quanto potrebbero portare alla definizione di un prezzo troppo elevato e destinato a calare nel medio/lungo termine, con un conseguente allontanamento degli investitori. La società dovrebbe vedere l'operazione con una prospettiva di più lungo termine, piuttosto che concentrarsi sull'ottenere un successo iniziale. Sono molte, infatti, le operazioni effettuate in momenti di contrazione del ciclo economico, e quindi con valori di collocamento prudenti e sostenibili, che si sono rivelate ben riuscite nel tempo. Infine, l'impresa deve considerare che le quotazioni si concentrano in genere in alcuni periodi dell'anno (maggio/giugno e novembre/dicembre) e che potrebbe quindi ottenere maggiore visibilità se la data di offerta venisse fissata al di fuori di questi<sup>7</sup>.

Con il termine *struttura* dell'operazione si fa riferimento a due aspetti principali:

1. I soggetti coinvolti nell'operazione;
2. I fattori che sono alla base del disegno economico e tecnico dell'IPO<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

<sup>8</sup>Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

### 2.2.1 I soggetti coinvolti

La complessità dell'operazione di IPO deriva sia dalla numerosa sequenza di fasi in cui essa si articola, sia dalla partecipazione di una molteplicità di attori.

Nel Mercato italiano i principali sono:

- Borsa Italiana S.p.A, la società che gestisce i mercati regolamentati in Italia;
- La Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB), l'autorità di controllo responsabile della vigilanza e della trasparenza sui mercati regolamentati. Rilascia l'autorizzazione a pubblicare il proprio prospetto informativo alle società quotande;
- Le banche del sindacato di collocamento, un gruppo di banche a cui viene dato mandato di collocare i titoli di nuova emissione (in caso di OPS) o venduti (in caso di OPV) nel mercato. Gli intermediari appartenenti a questo consorzio vengono classificati a seconda che abbiano ruoli di *management* del sindacato (*global coordinator*) o semplicemente una funzione di collocamento dei titoli presso gli investitori<sup>9</sup>;
- Il *global coordinator*, la banca di investimento incaricata di guidare lo svolgimento dell'operazione e di costituire il sindacato di collocamento. La sua attività è molto articolata e prevede il coinvolgimento di diverse aree di business;
- *Lo sponsor*, una Banca o Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) il cui compito è quello di presentare la società in Borsa e assisterla durante tutto il processo di quotazione;
- La società di revisione, che controlla e certifica i bilanci della società e collabora alla stesura del prospetto informativo;
- Lo studio legale, che assiste la quotanda e gli altri soggetti coinvolti negli aspetti giuridico/legali dell'operazione;
- Il consulente di comunicazione, responsabile della gestione dell'esposizione mediatica e delle *public relations* dell'impresa e dell'operazione di quotazione;
- La Società Montetitoli, una società facente parte del *London Stock Exchange Group* (costituito da Borsa Italiana e Borsa di Londra) che rappresenta il deposito centrale dei titoli in Italia. La sua funzione è quella di custodia dei titoli (ancorché dematerializzata). Le quotande devono obbligatoriamente aderire al sistema Montetitoli.

---

<sup>9</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

- L' *advisor*, il consulente finanziario specializzato incaricato di elaborare il progetto di fattibilità dell'operazione; il suo intervento non è obbligatorio se l'impresa possiede al suo interno il *know-how* necessario a supportarla durante l'operazione.

### 2.2.2 Il disegno economico e tecnico dell'operazione

A seconda degli obiettivi della quotazione, la società definisce le caratteristiche tecniche della stessa<sup>10</sup>. I principali elementi sono:

- La dimensione dell'operazione. Questa scelta dipende da diversi aspetti quali l'ammontare di risorse che si vogliono raccogliere con l'operazione, l'assetto di controllo che si vuole istaurare dopo l'offerta, ed il prezzo stesso di offerta;
- La composizione dell'offerta. In particolare, va definito sia il *mix* tra OPV e OPS desiderato, sia la ripartizione tra investitori *retail* e istituzionali;
- Il *pricing*. Quando il collocamento viene effettuato tramite un sindacato di banche, il pricing deriva generalmente da un meccanismo di *bookbuilding*. I potenziali acquirenti indicano nel "libro degli ordini" quante azioni sono disposti a comprare e a che prezzo. Queste indicazioni non sono vincolanti, ma vengono utilizzate soltanto come guida per fissare una forchetta di prezzo. Quello del *bookbuilding* è sicuramente il metodo più utilizzato per la determinazione del prezzo, ma non è l'unico. Il prezzo può essere determinato anche tramite il ricorso ad un'asta pubblica. In questo caso gli investitori indicano nelle proprie offerte sia la quantità di titoli che intendono acquistare sia il prezzo, ed i titoli vengono dunque venduti ai migliori offerenti. I tipici soggetti che utilizzano questo metodo di determinazione del prezzo sono i Governi. Vi sono due tipi di asta: competitiva e marginale. Nella prima, ad ogni soggetto vincitore viene richiesto di pagare il prezzo che ha offerto; nella seconda i vincitori pagano tutto lo stesso prezzo, pari a quello offerto dal vincitore con l'offerta più bassa. In Italia i titoli di stato a medio lungo termine vengono venduti tramite un'asta marginale, mentre per i titoli del mercato monetario (i BOT) si usa il metodo dell'asta competitiva<sup>11</sup>.
- La scelta del mercato di quotazione. La prima scelta che la società deve affrontare è quella tra la quotazione nella Borsa Italiana, in una Borsa estera o in entrambe (*cross-*

<sup>10</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

<sup>11</sup> Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

*listing*). La scelta della Borsa dipende principalmente dall'ambito geografico in cui vuole affermare la propria *brand image* e in cui programma maggiori investimenti. Nella scelta, la società deve anche valutare le opportunità che le diverse Borse offrono in termini di dimensioni, connessione con altre Borse, eventuale specializzazione per caratteristiche dimensionali o settoriali, trasparenza, efficienza, costi di quotazione, commissioni di negoziazione e regime fiscale<sup>12</sup>.

In Italia il Mercato Borsistico è gestito da Borsa Italiana S.p.A., una società privata riconosciuta dalle Autorità Pubbliche di Controllo che dal 2007 fa parte del *London Stock Exchange Group*.

La maggior parte dei ricavi di Borsa Italiana provengono dalle commissioni sugli scambi dei titoli, per cui il suo operato è orientato alla creazione di un mercato liquido, in cui le azioni delle società vengono scambiate attivamente.

“Borsa Italiana è una delle principali Borse europee. In particolare, si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari e operatori dalle negoziazioni. Inoltre, Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti. Intermediari nazionali ed internazionali, collegati al mercato tramite un sistema di negoziazione completamente elettronico, garantiscono l'esecuzione degli scambi in tempo reale.” ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

I requisiti di ammissione sui mercati borsistici italiani vengono definiti da un apposito regolamento emanato da Borsa Italiana, che viene periodicamente aggiornato e approvato dalla CONSOB.

La struttura della Borsa Italiana è schematizzata nella Figura seguente (2.1):

---

<sup>12</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*



Figura 2.1: La struttura della Borsa Italiana

Fonte: [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta_pdf.htm)

La Figura 2.1 mostra come il mercato borsistico italiano sia segmentato in quattro principali listini:

1. Il Mercato Telematico Azionario (MTA), in cui sono quotate le società di medio-grande capitalizzazione. Al suo interno è presente anche *MTA International*, il segmento dedicato alle azioni di importanti emittenti esteri già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari<sup>13</sup>;
2. Il segmento STAR, dedicato alle imprese che rispettano elevati standard di trasparenza e qualità della *corporate governance*;
3. Il segmento MIV (Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*), dedicato a fondi chiusi, *investment companies*, *special purpose acquisition companies* (SPAC) e *real estate investment companies*;
4. Il mercato AIM Italia, dedicato alle piccole e medie imprese con alto potenziale di crescita.

La segmentazione del mercato borsistico italiano risponde alla necessità di individuare specifici requisiti per ogni categoria di impresa e facilitare l'ingresso in Borsa alle piccole e medie imprese attraverso una riduzione dei costi tipicamente connessi all'operazione.

<sup>13</sup> Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

## 2.3 Il processo di quotazione

Il numero di fasi di cui l'operazione di IPO è composta, ed il coinvolgimento di molteplici soggetti comporta che i tempi necessari affinché le proprie azioni vengano scambiate nel mercato siano piuttosto lunghi (in media pari a sei / dodici mesi).

Il processo di quotazione nel segmento ordinario di Borsa si articola in quattro fasi principali:

1. La pianificazione
2. La preparazione
3. L'offerta
4. L'*after-market performance*

### 2.3.1 La pianificazione dell'offerta

La pianificazione rappresenta una delle fasi più delicate dell'intero processo, in quanto l'offerta delle proprie azioni al pubblico ha un significato molto più profondo della mera decisione di effettuare un aumento di capitale.

Questa fase si articola nell'ottenimento della delibera da parte degli organi sociali, nella verifica della sussistenza dei requisiti formali e sostanziali, nella nomina dei soggetti incaricati di assistere l'impresa nel processo di quotazione, nella formulazione del *business plan* e nel *kick-off meeting*.

Per quanto riguarda l'ottenimento della delibera da parte degli organi sociali, "il management deve presentare al Consiglio di Amministrazione (CdA) il progetto di quotazione corredato dallo studio di fattibilità. Dopo che il CdA ha deliberato sulla richiesta di ammissione a quotazione della società, viene convocata l'Assemblea ordinaria o, se è previsto un aumento di capitale, quella straordinaria. Subito dopo la delibera dell'Assemblea devono essere nominati lo sponsor, il consulente legale, la società di revisione e gli altri consulenti che seguiranno la società durante la quotazione" ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

Per poter effettuare un'IPO nella Borsa Italiana, l'impresa deve soddisfare una serie di requisiti formali e sostanziali minimi determinati da Borsa Italiana S.p.A., che differiscono a seconda del segmento in cui l'impresa decide di quotarsi.

I requisiti formali minimi necessari per accedere al segmento ordinario di Borsa possono essere osservati nella Figura 2.2.

	<b>MTA</b>
<b>Flottante</b>	25%
<b>Bilanci certificati</b>	3
<b>Documento d'Offerta</b>	Prospetto Informativo (Consob)
<b>Capitalizzazione minima (€)</b>	min 40 m
<b>CdA (N. indipendenti)</b>	Raccomandato (Codice di Corp Gov)
<b>Comitato Controllo Interno</b>	Raccomandato (Codice di Corp Gov)
<b>Dati trimestrali</b>	I – III quarter: resoconti trimestrali di gestione
<b>Principale consulente</b>	Sponsor/Global Coordinator
<b>Specialista</b>	NO

Figura 2.2: Requisiti formali minimi per poter accedere al segmento ordinario di Borsa Italiana

Fonte: Borsa Italiana SPA (2010), *Guida pratica alla quotazione: i 10 perché della quotazione in Borsa*

Un ulteriore requisito formale è la libera trasferibilità delle azioni e la gestione accentrata delle stesse presso la Società Montetitoli (in forma dematerializzata).

Il possesso dei requisiti formali è condizione necessaria ma non sufficiente affinché una società venga ammessa alla quotazione, in quanto è necessario che presenti anche i requisiti sostanziali. Questi, svincolati da una normativa vera e propria, vengono determinati caso per caso da Borsa Italiana.

I requisiti sostanziali consistono in una serie di caratteristiche qualitative e quantitative che l'impresa deve soddisfare, quali la presenza di un trend di crescita e di concrete prospettive di sviluppo, la capacità di generare liquidità, la credibilità del sistema di pianificazione e controllo, la trasparenza nelle comunicazioni verso l'esterno e nello svolgimento dell'attività stessa e la presenza di un team manageriale motivato, capace e indipendente<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

Per quanto riguarda la nomina dell'*advisor*, questa è obbligatoria se all'interno dell'azienda non si hanno le competenze necessarie a supportare la stessa durante il processo di quotazione. L'*advisor* formula il piano di fattibilità dell'operazione e partecipa alla stesura del prospetto informativo. Inoltre, effettua la valutazione finanziaria per quantificare il valore intrinseco dell'impresa, che viene utilizzato per fissare il prezzo di collocamento. L'*advisor* viene scelto tra un gruppo di soggetti noti alla comunità finanziaria per aver già assistito, con successo, altre imprese durante la quotazione. In genere viene ricompensato con una tariffa a due stadi, composta da una parte fissa e una variabile dipendente dall'andamento dell'operazione.

La società deve inoltre nominare lo *sponsor*, un intermediario finanziario che accompagna l'impresa dalla preparazione alla quotazione fino alla fase di *aftermarket performance*. Lo *sponsor* si fa garante della qualità dell'investimento nelle azioni della quotanda. Inoltre, garantisce l'esattezza e la completezza delle informazioni fornite dall'emittente, nonché il chiaro e corretto svolgimento del procedimento dell'intero processo di quotazione<sup>15</sup>.

La figura dello *sponsor* può essere assimilata a quella di un vero e proprio partner, per cui nella scelta di questa figura è importante considerare la sua esperienza, conoscenza del mercato finanziario e professionalità. Inoltre, è importante che il soggetto sia in grado di garantire un pieno coinvolgimento nell'operazione, e una piena disponibilità a collaborare anche in seguito all'operazione di quotazione. Nelle società di medie dimensioni lo *sponsor* in genere ricopre anche il ruolo di *global coordinator*.

Il *global coordinator* è un istituto di credito o un altro intermediario bancario a cui la società affida il compito di costituire il consorzio di banche che si occuperà del collocamento dei titoli. In genere la scelta del consorzio si basa su rapporti già consolidati in emissioni precedenti. Di solito questo ruolo viene ricoperto da grandi banche commerciali e di investimento. Il *global coordinator*, insieme al consorzio, svolge una triplice funzione: offre alla società una consulenza, compra l'emissione e la rivende al pubblico degli investitori. Come compenso riceve un pagamento sotto forma di *spread*, cioè può comprare le azioni ad un prezzo inferiore rispetto a quello di offerta agli investitori.

Le banche appartenenti al consorzio acquistano le azioni dall'emittente per poi rivenderle al pubblico, accollandosi in questo modo il rischio di emissione. Quando una quotazione viene considerata particolarmente rischiosa, il sottoscrittore può trattare l'emissione sulla base o del

---

<sup>15</sup> Borsa Italiana SPA (2010), *Guida pratica alla quotazione: i 10 perché della quotazione in Borsa*

miglior risultato (*best effort*) o del “tutto o niente” (*all-or-none*)<sup>16</sup>. Per “miglior risultato” si intende la clausola per cui i sottoscrittori non si impegnano a vendere la totalità dell’emissione, ma soltanto quanto più possibile. Per “tutto o niente” si intende invece la clausola che prevede l’annullamento della sottoscrizione nel caso in cui le banche non riescano a vendere l’intera emissione.

Come ultimo *step* della pianificazione dell’offerta, l’impresa quotanda svolge un *kick-off meeting*. Questo evento rappresenta il momento di lancio dell’operazione: il management, gli altri soggetti coinvolti nell’operazione ed il *global coordinator*, in ottemperamento al suo ruolo di coordinatore generale dell’operazione, definiscono il piano delle attività, i tempi e le responsabilità<sup>17</sup>.

### **2.3.2 La preparazione dell’offerta**

Questa fase consiste principalmente nella stesura della *due diligence* e del prospetto informativo.

Una volta nominati i soggetti che assisteranno l’impresa durante il processo di quotazione, inizia l’attività di *due diligence* approfondita sull’azienda. Pur non essendovi una definizione condivisa da tutti, in genere per *due diligence* si intende il complesso di attività e verifiche svolte dai consulenti, al fine di effettuare un’analisi accurata della società per identificarne i punti di forza e formularne una stima del valore intrinseco. “Obiettivo della *due diligence* è quello di far convergere due interessi contrapposti: quello della società, che, per poter acquisire nuove risorse, deve rendere interessante la sottoscrizione dei propri titoli, e quello degli investitori, istituzionali e *retail*, che hanno bisogno di valutare il profilo rischio/rendimento, ma non dispongono di tutte le informazioni” ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

È un’attività complessa che può avere una durata significativa e richiedere una notevole mole di lavoro da parte della società e dei suoi consulenti.

Fondamentale durante questa fase è il ruolo svolto dalla Società di Revisione che, oltre a provvedere alla certificazione dei bilanci, effettua una serie di analisi sulla società quotanda, quali:

- l’analisi del budget e l’emissione di una Lettera di gradimento sui dati in esso contenuti (obbligatoria secondo il regolamento di Borsa Italiana);

---

<sup>16</sup> Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

<sup>17</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

- l'analisi delle procedure di controllo e di *reporting* e l'emissione di una relazione circa la loro tempestività a fornire al management un quadro della situazione reddituale, patrimoniale e finanziaria (obbligatoria secondo il regolamento di Borsa Italiana);
- l'analisi dell'accuratezza delle informazioni di carattere economico-finanziario contenute nel prospetto informativo<sup>18</sup>.

La stesura del prospetto informativo inizia nella fase di preparazione dell'offerta e si protrae fino alla quotazione. Il documento viene redatto dallo *sponsor* in collaborazione con gli altri consulenti e con il management della società, sulla base dell'analisi svolta durante il processo di *due diligence*. L'obiettivo è quello di fornire tutte le informazioni rilevanti sulla società e sulla struttura dell'offerta.

“Il prospetto di quotazione deve essere redatto secondo uno schema stabilito dalla Consob (Regolamento n. 11971/99) e deve comprendere: il regolamento di emissione, alcune informazioni relative ai proventi raccolti a fronte dell'emissione ed al loro utilizzo, la consistenza dei mezzi propri e dell'indebitamento finanziario, l'attività dell'emittente ed eventualmente del gruppo di appartenenza, gli organi di gestione, di controllo e supervisione, i bilanci, il regime fiscale applicabile agli strumenti finanziari emittenti” ([www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)).

Contestualmente al prospetto informativo, l'impresa deve redigere il *Quotation Management Admission Test* (QMAT), un documento riguardante l'intero il *business system* dell'impresa. In particolare, nel documento viene descritta l'attività della società, le strategie perseguite, il posizionamento nel mercato ed il progetto di quotazione.

Una volta redatto il prospetto informativo si ha il cosiddetto *filing* cioè il deposito da parte della società della domanda di ammissione alla quotazione e della relativa documentazione presso Borsa Italiana e CONSOB. Per quanto riguarda la documentazione da presentare insieme alla domanda, questa viene definita rigorosamente nella Parte due del Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana.

Dopo il *filing*, e mentre Borsa e Autorità di controllo analizzano la domanda di ammissione, i consulenti e la società redigono l'*equity story* ed il *research report*. Il primo è una presentazione della società in cui sono elencate tutte le motivazioni che rendono interessante l'investimento nelle azioni della stessa, mentre il secondo è un documento che fornisce agli

---

<sup>18</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

analisti tutti i dati necessari alla formulazione di un giudizio. In particolare, il *research report* contiene un'analisi dettagliata del business della quotanda, della composizione dell'offerta e la descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate.

Successivamente si ha la fase di *pre-marketing*, in cui le banche del consorzio di collocamento incontrano informalmente i potenziali investitori per presentare l'azienda e distribuire il *research report*. L'obiettivo di questa fase è che gli investitori diano la propria opinione sulla possibile forchetta di prezzo preliminare dell'azione. Questi incontri sono propedeutici all'individuazione di candidati per gli incontri che verranno svolti *one-on-one*, e inoltre servono a fornire ulteriori chiarimenti agli investitori interessati.

La domanda di ammissione alla quotazione deve essere redatta secondo l'apposito modello riportato nelle "Istruzioni al Regolamento". Entro due mesi dalla sua presentazione, Borsa Italiana deve comunicare all'emittente l'esito della stessa, dandone contestuale comunicazione alla CONSOB e rendendo pubblica la decisione tramite proprio Avviso. L'efficacia del provvedimento di ammissione ha validità di sei mesi ed è subordinata al deposito del progetto di quotazione presso la CONSOB. L'ammissione al mercato si perfeziona al momento in cui Borsa Italiana, con un provvedimento *ad hoc*, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni<sup>19</sup>.

### **2.3.3 L'offerta**

Una volta fissata la data di apertura delle negoziazioni delle azioni nel mercato, l'operazione entra nella fase di marketing vero e proprio. L'obiettivo dell'impresa è quello di determinare la funzione di domanda dei propri titoli, ed il principale strumento di cui si avvale per far aumentare l'interesse degli investitori è il *roadshow*.

Il *roadshow* consiste in una serie di eventi effettuati nei maggiori centri finanziari internazionali, finalizzati a far conoscere la società quotanda ai potenziali investitori. L'obiettivo del management è quello di trasmettere il proprio impegno a mantenere un contatto regolare con gli investitori, così da influenzare il prezzo di offerta a beneficio della raccolta di capitale.

I colloqui con gli investitori interessati permettono la stesura, da parte della società, di un prospetto, in cui viene indicato l'ammontare di titoli che gli investitori intendono acquistare e il prezzo massimo che intendono offrire. Si parla infatti di *bookbuilding*, che letteralmente

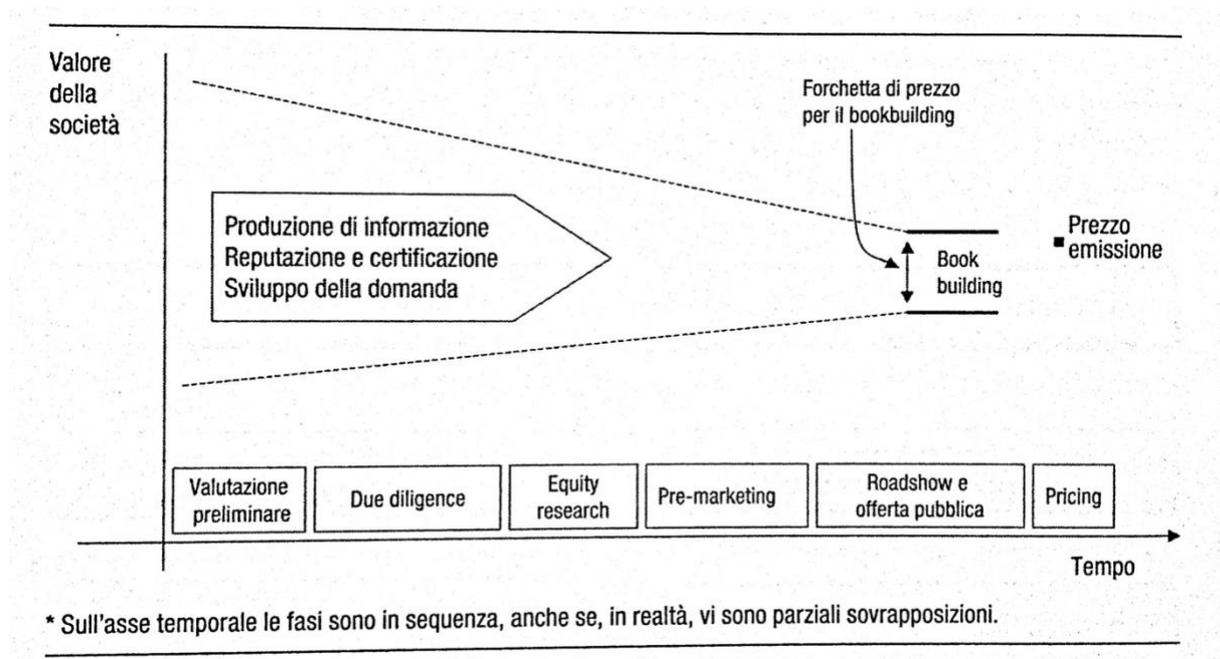
---

<sup>19</sup> Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

significa “formazione del libro degli ordini”. Sulla base degli ordini raccolti, l’impresa determina la forchetta di prezzo e la dimensione dell’offerta. In parte sovrapposta è l’offerta agli investitori *retail*, effettuata dopo la fissazione del prezzo massimo.

Il *bookbuilding* è il metodo principale con cui l’impresa costruisce la funzione di domanda delle proprie azioni. Il livello della domanda e la sua composizione sono fondamentali per il *pricing*. Il responsabile del processo è il *global coordinator*, che raccoglie gli ordini dagli investitori istituzionali e li ordina per scaglioni di prezzo all’interno della forchetta. La distribuzione che ne deriva presenta quantità decrescenti per prezzi crescenti, mentre la funzione di offerta è una retta parallela all’asse del prezzo in quanto rappresenta una quantità fissa rispetto allo stesso. Successivamente, gli ordini raccolti per ogni fascia di prezzo vengono divisi in categorie (*tier*) in base alla qualità degli investitori. Il *global coordinator* sarà quindi più propenso a collocare le azioni verso gli investitori di alta qualità. La qualità delle controparti può dipendere da diversi fattori quali la stabilità delle scelte di investimento o il contributo che queste hanno apportato alla determinazione del prezzo. La priorità riconosciuta viene poi compensata con un trattamento privilegiato in sede di collocamento delle azioni<sup>20</sup>.

Come si evince dalla figura 2.3, quello del *pricing* è un processo che inizia fin dalle valutazioni preliminari dell’offerta.



<sup>20</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

### Figura 2.3: Il processo di pricing

Fonte: Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

L'operazione di *pricing* si arricchisce con il susseguirsi delle diverse fasi grazie alla produzione di informazioni e allo sviluppo della domanda. Questi elementi contribuiscono a ridurre l'asimmetria informativa ed a ridurre il *gap* tra prezzo massimo e minimo. È importante sottolineare che negli Stati Uniti, a differenza dei mercati Europei, non è permesso l'incontro informale degli investitori, con la conseguenza che in genere la forchetta di prezzo che viene determinata è più ampia.

Nei giorni di negoziazione successivi al collocamento, il mercato esprime quotazioni che possono essere più o meno in linea con il prezzo. Nel caso in cui le quotazioni siano al di sopra del prezzo di collocamento (*Underpricing*) gli investitori avranno concluso un buon affare alle spese della società emittente e degli azionisti venditori. Nel caso in cui invece le quotazioni siano al di sotto del prezzo (*Overpricing*), la conclusione sarà opposta. Il risultato in termini di *Underpricing* o *Overpricing* determina degli importanti effetti sulla reputazione dell'impresa quotanda, e lo stesso problema reputazionale riguarda naturalmente anche le banche del sindacato di collocamento. In caso di *Underpricing*, l'immagine della società resta marchiata negativamente da una quotazione "fallimentare".

Nonostante l'*underpricing* rappresenti un insuccesso per l'impresa quotanda, pare che le imprese emittenti sottostimino appositamente i titoli oggetto della propria offerta<sup>21</sup>. Il livello del fenomeno può essere calcolato con il "simple underpricing" (o *first day returns*) o con l'*adjusted underpricing*". Il primo è dato dalla variazione percentuale tra il prezzo di chiusura del primo giorno di negoziazione dei titoli ed il prezzo di emissione.

$$PR_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}}.$$

La formula analitica per il calcolo del "simple underpricing" è data dal rapporto tra il prezzo di chiusura dell'*i-esimo* stock nel primo giorno di contrattazione ed il prezzo di offerta.

---

<sup>21</sup> Fabrizio S., Samà M. (2001), *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995- 1998: una valutazione dell'Underpricing e della long-run underperformance*, Quaderni di Finanza n.44, Consob

Il secondo è dato dalla differenza tra il “*simple underpricing*” ed il *market index return* misurato tra l’inizio dell’operazione di IPO ed il primo giorno di negoziazione<sup>22</sup>.

Da uno studio condotto su più di seimila IPOs effettuate tra il 1980 ed il 2001 è stato riscontrato un livello di *first day returns* medio del 18,8%<sup>23</sup>. Risulta evidente come l’*underpricing* non possa essere ricondotto solamente ad errori di valutazione.

A spiegazione del fenomeno si sono nel tempo sono sviluppate varie teorie, e tra le più importanti si annovera quella dell’informazione asimmetrica<sup>24</sup>. Secondo questa teoria, si possono verificare due situazioni: quella in cui gli emittenti possiedono un maggior numero di informazioni rispetto agli investitori, e quella speculare in cui sono gli investitori a beneficiare della presenza dell’imperfetta distribuzione dell’informazione.

Nel primo caso, l’*underpricing* può essere spiegato dalla necessità delle imprese migliori di essere discriminate dalle imprese di più bassa qualità. Per fare ciò, devono trasmettere dei segnali al mercato, ed uno dei segnali che le imprese di più alta qualità hanno a disposizione è quello di utilizzare un basso prezzo di offerta (*underpricing*). Il fenomeno consente al mercato di distinguere tra aziende “migliori” e “peggiori”, in quanto queste ultime non saranno in grado di replicare tale ribasso. L’*underpricing* può essere quindi considerata come una tecnica che le imprese emittenti utilizzano per rendere le proprie azioni più attraenti agli occhi del mercato.

Il caso in cui sono gli investitori a possedere maggiori informazioni si verifica quando gli emittenti si trovano a fronteggiare una curva di domanda delle loro azioni non prevista, e ciò accade piuttosto frequentemente.

La presenza di asimmetrie informative conduce al fenomeno che in gergo viene definito come la “maledizione del vincitore” (*winner’s curse*), per cui gli investitori meno informati acquistano una grande quantità di azioni che gli investitori più informati sanno essere sopravvalutate. L’esistenza di un gran numero di altri investitori disinformati è quindi nell’interesse dell’investitore più informato.

Si può quindi concludere che la decisione sul prezzo è la chiave dell’intero processo di quotazione. Ad una decisione di tale importanza è richiesta un’attenzione particolare, in quanto non solo viene presa in condizioni di asimmetria informativa, ma coinvolge soggetti con interessi contrastanti.

---

<sup>22</sup> L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), *IPO underpricing in Italy*, *Applied Financial Economics*, 14:3, 179-194

<sup>23</sup> Ritter, J. R. and Welch, I. (2002), *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. *The Journal of Finance*, 57: 1795-1828

<sup>24</sup> Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced*, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp. 187-212

### 2.3.4 L'aftermarket performance

Con l'avvio delle negoziazioni si ha la formazione del prezzo finale, che segna la fine teorica del processo di quotazione. Il valore del prezzo alla chiusura del primo giorno di negoziazione ha un forte significato simbolico, in quanto è indicatore del successo dell'operazione di quotazione. Il termine effettivo dell'IPO, tuttavia, si ha con la fase di *aftermarket performance*. Con questo termine si indica il periodo di tempo che comprende i trenta giorni successivi alla prima quotazione in Borsa. Durante questo arco temporale possono essere esercitate una serie di opzioni allo scopo di stabilizzare l'andamento dell'azione. La stabilizzazione viene effettuata dal consorzio di collocamento tramite due strumenti: la *greenshoe* ed il *lock-up*.

La *greenshoe*, o *overallotment option*, è un'opzione che permette alle banche del consorzio di gestire un eventuale eccesso di domanda nel mercato. Dell'esistenza dell'opzione deve essere fatta esplicita menzione nel prospetto informativo, al fine di assicurare la massima trasparenza. L'opzione viene concessa da parte degli azionisti, che acconsentono ad aumentare il numero delle azioni offerte, riducendo automaticamente la propria quota di partecipazione. In caso di *greenshoe*, il consorzio di collocamento vende allo scoperto azioni dell'emittente (*overallotment*), di solito in quantità pari al dieci/quindici percento dell'offerta pubblica, al prezzo di collocamento. Per coprire la propria posizione, ottiene l'opzione di acquistare dall'emittente le azioni necessarie ad un prezzo pari a quello di collocamento. Questa possibilità è valida per trenta giorni a partire dal primo giorno di negoziazione.

La *greenshoe* risulta quindi funzionale ad un adeguato svolgimento dell'offerta. All'esercizio dell'opzione il numero di titoli sul mercato aumenta, facendo di conseguenza aumentare il flottante.

Vi sono due situazioni possibili a questo punto:

1. Il prezzo di quotazione supera quello di collocamento: la banca esercita l'opzione e in questo modo rimborserà il prestito di titoli effettuato per fare l'*overallotment*;
2. Il scende al di sotto di quello di collocamento: la banca non esercita l'opzione e per rimborsare il prestito di titoli compra sul mercato, contrastando la spinta al ribasso e realizzando il margine tra il prezzo di collocamento e quello di mercato<sup>25</sup>.

La clausola *lock-up* prevede invece che gli azionisti proprietari di quote significative siano obbligati a non diminuire la loro partecipazione per un periodo massimo di dodici mesi a partire dal primo giorno di quotazione. Tale clausola rappresenta sia una garanzia che il

---

<sup>25</sup> Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

mercato richiede agli azionisti di controllo, sia una forma di tutela dei sottoscrittori, in quanto impedisce l'emissione di ulteriori titoli sul mercato. L'eccesso di offerta, infatti, potrebbe avere ripercussioni negative sull'andamento del titolo.

L'esercizio del *lock-up* obbliga la società a non emettere nuove azioni, e gli azionisti di maggioranza a non cedere, in tutto o in parte, le azioni detenute per un massimo di dodici mesi dal primo giorno di quotazione delle azioni.

Anche la clausola di *lock-up* deve essere esplicitamente riportata nel prospetto informativo dell'offerta<sup>26</sup>.

## 2.4 Gli obiettivi perseguiti

Le principali motivazioni che spingono un'impresa al *going public* risiedono sia nelle caratteristiche che la società possiede prima della quotazione, sia in quelle che potrebbe potenzialmente acquisire dopo.

La quotazione può apportare una serie di benefici che vanno ben oltre la maggiore disponibilità di capitale. I principali vantaggi derivanti dalla quotazione sono rappresentati nella Figura 2.4.

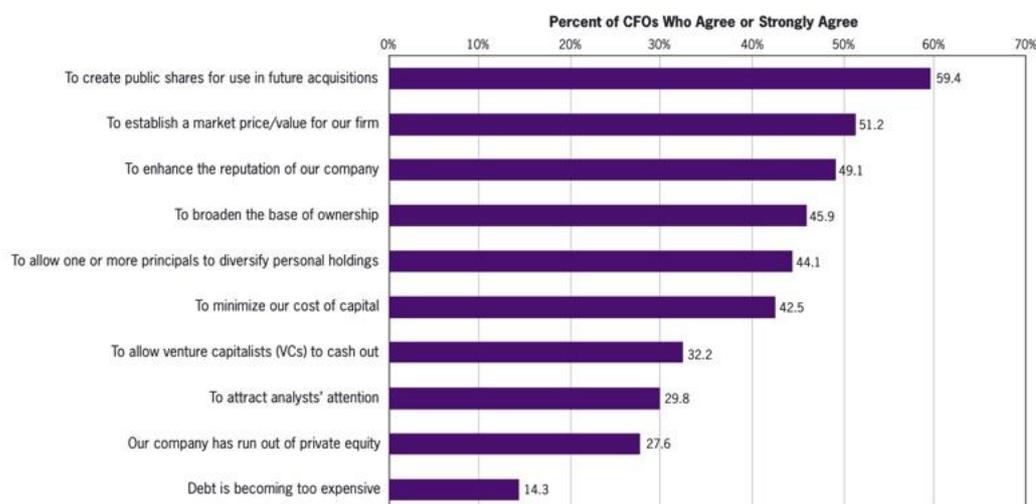


Figura 2.4: Evidenza empirica relativa ai principali motivi per cui i CFO propendono per la quotazione in borsa delle imprese.

<sup>26</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Fonte: Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006), *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18: 107-117

Dalla Figura 2.4 si evince che una delle principali ragioni per cui i CFOs propendono per effettuare un'IPO è che la società può godere di una migliore *reputation*, diversificare le sue fonti di finanziamento e ridurre il costo dell'indebitamento.

Secondo il pensiero convenzionale, la quotazione è semplicemente una fase dello sviluppo delle società (si parla infatti di "*Life cycle theories*"). La decisione di effettuare un'IPO è quindi caratteristica di tutte le imprese che raggiungono uno stadio di sviluppo "avanzato". Prendendo per vere queste teorie, decisione fondamentale diventa quella determinare quando un'impresa dovrebbe quotarsi invece di continuare a finanziare i suoi progetti ricorrendo al debito, piuttosto che a forme di finanziamento privato come il *venture capital* ed il *private equity*. Il momento ottimale per effettuare un'IPO è determinato dal *trade-off* tra la minimizzazione dei costi di duplicazione delle informazioni (processo inevitabile in caso di quotazione) e l'elusione del *risk-premium* richiesto dai *venture capitalists*<sup>27</sup>.

Sebbene vi sia del vero in queste teorie, non riescono a spiegare alcuni *trend* che si osservano nel mercato. Per esempio, vi sono moltissime grandi imprese che non sono quotate, soprattutto nei paesi europei, dove la quotazione rappresenta un evento eccezionale piuttosto che una regola. Quella di quotarsi sembra quindi essere una vera e propria scelta piuttosto che una fase del ciclo di vita che tutte le imprese devono inevitabilmente attraversare.

Altre teorie sostengono che vi sono essenzialmente due fattori che influenzano la probabilità che un'impresa si quoti sul mercato azionario. *In primis* vi è il fatto che imprese quotate operanti sul suo stesso mercato siano valutate positivamente (la bontà della valutazione può essere espressa mediante il ricorso a multipli di mercato come il *price to book value* al quale quotano le imprese della stessa industria). *In secundis*, la probabilità che un'impresa decida di quotarsi è influenzata dalla sua dimensione per cui le imprese più grandi sono più propense all'apertura al pubblico rispetto a quelle di più modeste dimensioni. Inoltre, le imprese non tendono a quotarsi per finanziare progetti di investimento ma piuttosto per ribilanciare le loro finanze a seguito di un periodo di grandi investimenti e crescita<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). *A Theory of the Going-Public Decision*. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279

<sup>28</sup> Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*. *The Journal of Finance*, 53: 27-64

Altre teorie sostengono che il fattore che più influenza la decisione di un'impresa di effettuare un'IPO è la *market condition*<sup>29</sup>. Si parla di “*Market-timing theories*”, per cui le imprese tendono a rimandare la quotazione se sanno di essere sottovalutate.

Infine, altre teorie sostengono che le imprese sono portate ad effettuare un'IPO in quanto il prezzo delle azioni può essere usato come indicatore della performance del management<sup>30</sup>. Il prezzo di un'azione infatti incorpora tutta una serie di informazioni che non possono essere ricavate dai documenti contabili e dai piani industriali. Queste informazioni addizionali risultano utili in quanto permettono di strutturare degli incentivi manageriali ad hoc. È importante precisare che la quantità di informazioni incorporate nel prezzo delle azioni dipende dalla diffusione dell'azionariato dell'impresa. La concentrazione proprietaria è quindi associata con incentivi manageriali più deboli e minore capacità del prezzo di agire da *performance monitoring*.

## 2.5 Conclusione

Dalla minuziosa analisi del processo di prima quotazione nel segmento ordinario di Borsa Italiana, si evince che l'IPO è un'operazione molto complessa, che coinvolge diverse fasi e diversi soggetti con obiettivi spesso contrastanti tra di loro. Affinché risulti un successo per l'azienda, è richiesta la massima diligenza, convinzione ed unità di intenti di tutti gli attori coinvolti.

Attraverso l'analisi dettagliata di tutte le fasi dell'*Initial Public Offering*, si è evidenziato quanto tale processo sia articolato e quanti sforzi vengano richiesti alla società quotanda, ai suoi consulenti e in generale a tutti i suoi *stakeholders*. Non vi è alcun dubbio, tuttavia, che la quotazione rappresenti un'opportunità unica per la società in grado di perseguirla. Tramite l'IPO la società può intraprendere nuovi progetti di finanziamento, diversificare le fonti di finanziamento ed aumentare il prestigio della società tramite una maggiore trasparenza nei rapporti interni e verso l'esterno.

L'IPO rappresenta una possibilità per le imprese di rinascere in una veste nuova, e per questo motivo, un buon imprenditore dovrebbe sempre tenerla in considerazione per la propria società.

---

<sup>29</sup> Lucas, D., & McDonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043

<sup>30</sup> Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709

## CAPITOLO 3: LE QUOTAZIONI NEL SETTORE ITALIANO DEL FASHION & LUXURY

### 3.1 Introduzione

La crescita vertiginosa che negli ultimi vent'anni ha caratterizzato il settore del *luxury* ha alimentato l'interesse di ricercatori e investitori di tutto il mondo. Il relativo mercato ha registrato crescite record, e dal 1995 al 2013 il numero dei consumatori è triplicato passando da circa 90 a 330 milioni<sup>31</sup>. Uno dei principali catalizzatori di questa crescita globale è stato il significativo aumento nel consumo di beni di lusso da parte dei paesi Asiatici e del Medio Oriente, in particolare in Cina, India e Giappone.

Il seguente capitolo presenterà il settore dei *personal luxury goods*, anche detto del *fashion & luxury*, e le quotazioni che ne hanno segnato la storia.

Nel secondo paragrafo verrà effettuata l'analisi del settore. Si cercherà di dare una definizione al concetto di lusso, e si mostrerà l'evoluzione che il comparto ha avuto nel tempo, concentrandosi in particolare sul ruolo che i mercati asiatici hanno giocato nella sua crescita.

Verranno evidenziate le caratteristiche del settore, ed il motivo per il quale è stato oggetto di un crescente interesse da parte di ricercatori ed investitori, ovvero la sua resilienza alle crisi economico-finanziarie e sociali. I dati dimostrano una vera e propria controtendenza del settore rispetto agli altri, soprattutto nei momenti di crisi.

In prima istanza verrà analizzato il settore del lusso a livello mondiale, con particolare attenzione alle imprese produttrici di *personal luxury goods*. Successivamente verranno analizzate le società italiane di *fashion & luxury*, utilizzando l'aggregato dei primi quindici gruppi per fatturato per fare comparazioni con i principali *competitors* internazionali e con la grande manifattura italiana.

Nel terzo paragrafo verranno descritte le quotazioni che hanno caratterizzato la storia del settore, quali quelle di Brunello Cucinelli (2012) e Moncler (2013). Alla quotazione di Prada (2012) sarà invece dedicato interamente il Quarto Capitolo dell'elaborato. Verranno analizzate le motivazioni che hanno portato queste aziende al *listing*, ed i motivi per cui hanno raggiunto un successo inaspettato in un momento di profonda crisi per l'economia europea.

---

<sup>31</sup> D'Arpizio C., Levato F., "Lens on the worldwide luxury consumer. Relevant segments, behaviors and consumption patterns. Nationalities and generations compared", Bain & Company, 14 Gennaio 2014

### 3.2 L'analisi del settore

Il settore del *fashion & luxury* può essere visto sia come un segmento del settore *luxury* sia come uno del settore moda; in questa sede si farà riferimento alla prima visione.

Per procedere con l'analisi, è necessario partire dalla definizione di "lusso". Sfortunatamente, la letteratura accademica non ne fornisce una convenzionalmente accettata da tutti. Una serie di fattori impedisce la formulazione di una definizione di *luxury* o *luxury brand*: dal fatto che quello del lusso è un concetto relativo, che varia soggettivamente da persona a persona, al fatto che la sua stessa percezione varia nel corso del tempo.

La definizione di lusso assume una configurazione diversa a seconda del punto di vista adottato. Per gli economisti puri, il lusso rappresenta quella categoria di beni la cui domanda è caratterizzata da una elasticità positiva ed elevata rispetto al reddito. Per gli aziendalisti, il concetto comprende le industrie e le *brand strategies* volte a creare un valore per il consumatore di tipo intangibile ed aspirazionale. Per le società di consulenza e le banche d'investimento, viene assimilato ad uno standard da raggiungere per imprese e marchi caratterizzate dall'alto valore simbolico attribuito ai prodotti e dall'elevato *premium price* richiesto ai consumatori. Infine, secondo la sociologia, il consumo di beni di lusso è associato all'ostentazione legata al processo di stratificazione sociale<sup>32</sup>.

Il "*luxury brand*" può essere definito come un prodotto o servizio contrassegnato da un marchio che i consumatori percepiscono come:

1. Di alta qualità;
2. Fonte di valore, in quanto soddisfa dei bisogni intrinseci funzionali o emozionali;
3. Prestigioso, in quanto associato a concetti come l'artigianalità o l'*hand-made*;
4. Meritevole di domandare un *premium price*;
5. Capace di creare un legame profondo con il consumatore<sup>33</sup>.

Il concetto di lusso risulta quindi lontano dalla sola componente materiale del prodotto. Al contrario, esso possiede un forte significato sociale. Il consumo di *luxury brands* è indicatore di ricchezza e di *status* sociale elevato a causa dell'alta costosità dei prodotti.

In letteratura è possibile trovare una moltitudine di definizioni di "*luxury brand*" e delle motivazioni che spingono i soggetti al loro consumo, tutte leggermente diverse le une dalle altre. Tuttavia, vi sono dei punti che possono essere ricondotti alla generalità delle definizioni, quali l'eccellente qualità, il prezzo molto alto, la difficile accessibilità al consumo sia in

---

<sup>32</sup> Corbellini E., Saviolo S. (2007), *L'esperienza del lusso- mondi, mercati, marchi*, Etas Editore

<sup>33</sup> Ko E., Costello J.P., Taylor C.R. (2019), *What is a luxury brand? A new definition and review of the literature*, Journal of Business Research, Vol. 99, pp. 405-413

termini monetari che distributivi (scarsità ed unicità dei beni), ed il fatto che la marca sia caratterizzata da un *heritage* culturale.

Il settore del *luxury* può essere segmentato in cinque sotto-settori<sup>34</sup>:

1. Quello dei *luxury toys*, di cui fanno parte macchine di lusso, *yachts* e aerei privati;
2. Quello dei pezzi d'arte e dell'arredamento di design;
3. Quello delle *food & beverage experiences*, di cui fanno parte i vini di lusso e i ristoranti di alta cucina;
4. Quello degli hotel di lusso e delle esperienze connesse ai soggiorni;
5. Quello dei *personal luxury goods*, più comunemente noto come *fashion & luxury*, di cui fanno parte orologi, gioielleria, pelletteria e vestiario di lusso, compresa l'alta moda (*haute couture*).

Il *fashion & luxury* può essere quindi considerato come un segmento del più vasto settore del *luxury*. Tra i principali *competitors* del settore si annoverano il gruppo LVMH (proprietario dei *brands* Louis Vuitton, Fendi e Bulgari), il gruppo Richemont (proprietario dei *brands* Cartier, Montblanc e Piaget), il gruppo Luxottica (proprietario dei *brands* Ray-Ban, Persol e Vogue Eyewear) e il gruppo Kering (proprietario dei *brands* Gucci, Saint Laurent, Balenciaga e Pomellato).

Tra tutti i sotto-settori descritti, quello del *fashion & luxury* ha ricevuto, nel tempo, la maggior parte delle attenzioni di ricercatori e investitori. La motivazione risiede nella costante crescita che ha caratterizzato il relativo mercato negli ultimi vent'anni, nonostante il susseguirsi di crisi finanziarie ed economiche. La crescita del settore negli ultimi dieci anni può essere osservata nella Figura 3.1.

---

<sup>34</sup> D'Arpizio C., Levato F., "Altgamma 2018 Worldwide Luxury Market Monitor", Bain & Company, 2018

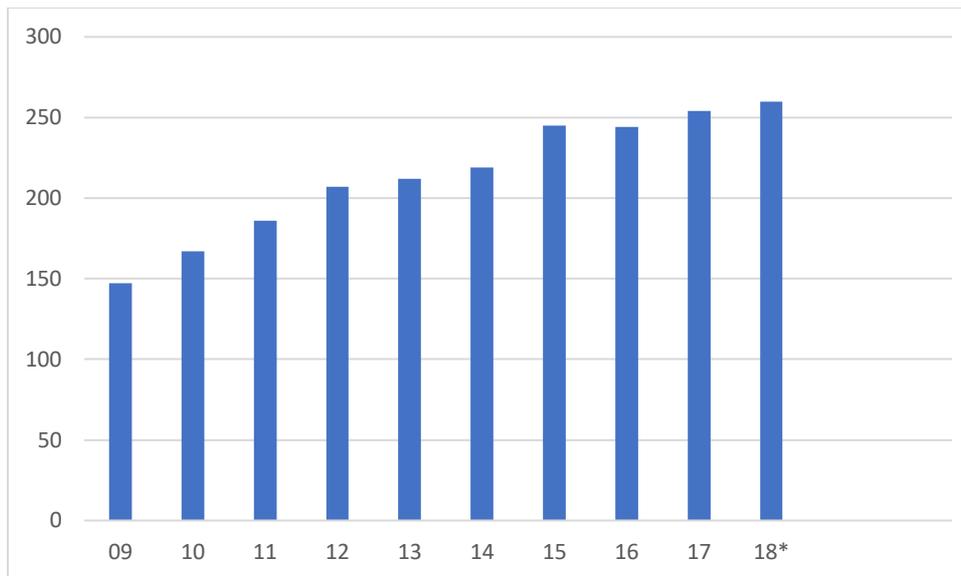


Figura 3.1: Valore del mercato dei *personal luxury goods* dal 2009 al 2018 (in miliardi di euro).

Fonte: [www.statista.com](http://www.statista.com)

Dalla figura 3.1 si evince come il settore del *fashion & luxury* sia resiliente agli accadimenti che lo circondano. In particolare, si può osservare come il valore aggregato del mercato sia cresciuto in maniera significativa sia dopo la Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008, sia durante la Crisi dei Debiti Sovrani del 2010-2011, registrando in quel caso un aumento di valore di circa € 70 miliardi. Si può notare anche come il trend non abbia accennato a diminuire nemmeno dopo il grave terremoto che nel 2011 coinvolse il Giappone, la cui domanda di beni di lusso è la terza più alta al mondo

La capacità di questo settore di crescere nonostante i momenti di difficoltà economica e sociale deriva principalmente da due fattori.

In primo luogo vi è il fatto che i mercati che hanno guidato, e guidano tutt'oggi, la crescita di questo settore sono quelli Asiatici e del Medio Oriente. Questi paesi vennero impattati soltanto indirettamente dalle crisi finanziarie ed economiche del 2007-2008 e 2010-2011, che invece coinvolsero direttamente i paesi del mondo occidentale, frenandone significativamente la crescita. In quegli anni i maggiori consumatori di beni di lusso al tempo provenivano dalla Cina, dai paesi del Medio Oriente, dal Giappone ed al resto dei paesi asiatici. Il trend che si osservava allora non è cambiato: tutt'oggi la Cina rappresenta il primo paese per quanto

riguarda il consumo dei beni di lusso, con una quota pari al 33% della spesa aggregata nel 2018<sup>35</sup>.

In secondo luogo, la resilienza del settore del *fashion & luxury* risiede nel fatto che il paese che ne determina maggiormente la crescita, la Cina, ha visto negli ultimi anni una crescita significativa sia dell'economia nel suo complesso, sia della propria classe media (in valore assoluto e nel potere d'acquisto). Negli ultimi quaranta anni il PIL del paese è cresciuto ad un tasso paria circa al 9% annuo: un risultato senza precedenti per un'economia che presenta ulteriori margini di crescita. Inoltre, nell'ultimo quarto di secolo la Cina è stata soggetta a importanti cambiamenti socio-politico-economici, come la Rivoluzione Culturale del 1966-1969, il rapido sviluppo economico ed il passaggio da un'economia di pianificazione ad una sempre più *market-oriented*<sup>36</sup>.

Data l'ideologia tradizionale e i salari storicamente bassi, la classe media cinese ha sviluppato una vera e propria ossessione per i beni di lusso, in particolare per i *personal luxury goods*. La cultura cinese enfatizza i concetti di gerarchia e status, ed il possesso di questi beni garantisce l'acquisizione di uno status sociale elevato. Risulta quindi facile comprendere come i beni di lusso più domandati siano quelli di *fashion & luxury*: questi sono sicuramente più accessibili rispetto ad altri beni di lusso come i *luxury toys* o i pezzi d'arte, ma soprattutto permettono di manifestare in maniera più diretta il proprio *welfare*.

Il settore del lusso, e in particolare il segmento *fashion & luxury*, ha registrato negli ultimi anni dei tassi di crescita vertiginosi, e le stime non prevedono un cambiamento del trend nel futuro prossimo. Il settore ha confermato la sua anticiclicità anche nel 2018, registrando una crescita a livello mondiale del +5% a cambi costanti, e raggiungendo un valore stimato di € 1200 miliardi. In particolare, il comparto dei *personal luxury goods* ha registrato una crescita ancora maggiore (pari al +6%, sempre a cambi costanti), per un valore aggregato di € 260 miliardi<sup>37</sup>.

Nonostante vi siano dei fattori potenzialmente preoccupanti per il settore, come la possibile *soft recession* negli Stati Uniti ed il lieve rallentamento dell'economia cinese, questo presenta delle solide potenzialità di ulteriore crescita.

L'Italia è uno dei paesi leader nella produzione di *personal luxury goods*, in particolare di vestiario e pelletteria di lusso. Nello stivale il settore del *fashion & luxury* vanta una storia piuttosto recente, in quanto l'industria italiana della moda si è affermata soltanto negli anni

---

<sup>35</sup> Ossevatorio Altagama 2018, "Alto di gamma in buona salute: crescita del +5% nel 2018"

<sup>36</sup> Lin J.F., "L'economia della nuova era cinese", *IlSole24Ore*, 19 Dicembre 2017

<sup>37</sup> Ossevatorio Altagama 2018, "Alto di gamma in buona salute: crescita del +5% nel 2018"

Sessanta del Novecento. Nonostante l'iniziale ritardo nello sviluppo rispetto a paesi come Francia e Inghilterra, è stato caratterizzato da una rapida crescita, grazie alla quale ha guadagnato visibilità a livello mondiale. Il rapido sviluppo è da attribuire principalmente alla crescita economia e allo sviluppo tecnologico che coinvolsero l'intera industria italiana negli anni successivi alla Seconda Guerra Mondiale (il cosiddetto Miracolo Economico). Successivamente, l'affermazione della denominazione "*Made in Italy*" nel mondo ha permesso all'industria della moda di diventare uno dei settori strategici per l'economia del paese. Simbolo di qualità, autenticità e gusto, l'etichetta ha permesso alle imprese italiane di associare i propri prodotti a concetti come eleganza, unicità ma anche innovazione e tecnologia. Questa denominazione ha rappresentato, e rappresenta tutt'oggi, la colonna portante dell'industria italiana, in quanto elemento di costante attrazione per i consumatori di tutto il mondo. Sono soprattutto i prodotti di lusso a beneficiare del favorevole *Country of Origin Effect* (COE), e ad oggi il Belpaese è il primo al mondo per numero di aziende (per un totale di 26) all'interno della prestigiosa classifica "*Global Powers of Luxury Goods*" stilata da Deloitte<sup>38</sup>. Secondo lo studio, le società italiane di *fashion & luxury* hanno registrato un fatturato aggregato pari al 16% del totale, ed una crescita delle vendite che rappresenta la terza più alta tra quelle registrate. La performance positiva è influenzata soprattutto dai risultati dei tre giganti del *fashion & luxury italiano*: Luxottica, che ricopre il quarto posto a livello mondiale per fatturato, Prada, che occupa il diciassettesimo e Giorgi Armani, che si attesta alla ventunesima posizione.

Il settore della moda italiano è arrivato, nel periodo 2012-2016, a crescere più della grande manifattura (considerando ricavi, utili e forza lavoro)<sup>39</sup>. Come si evince dalla Figura 3.2, ha registrato margini più elevati e una maggiore solidità a livello patrimoniale.

---

<sup>38</sup> Deloitte, "Global power of luxury goods 2017. The new luxury consumer", 2017

<sup>39</sup> Area Studi Mediobanca, "Focus sulla moda (2012-2017)", Mediobanca, 14 Febbraio 2018

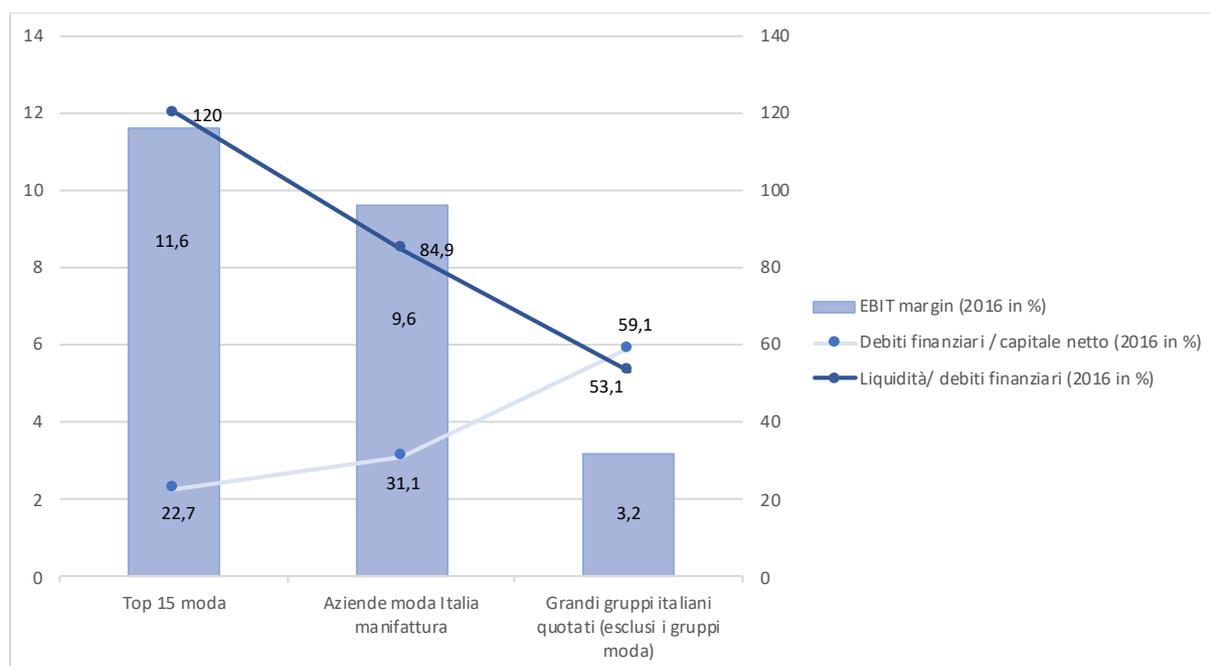


Figura 3.2: La solidità del settore moda italiano

Fonte: Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, Mediobanca, 14 Febbraio 2018

La Figura 3.2 mostra il confronto tra la performance finanziaria delle aziende di moda italiane e quella della grande manifattura. Non solo l’industria della moda risulta più redditizia (EBIT *margin* del 9,6% contro il 3,2%) ma è anche più capitalizzata (rapporto tra debito finanziario e capitale netto del 31,1% contro il 59,1%). Si noti come le imprese di moda italiane siano ben capitalizzate, con un’incidenza media dei debiti finanziari sul capitale proprio circa pari al 30%.

Il giro d’affari aggregato del settore si è attestato intorno ai € 66 miliardi nel 2016, un valore pari al 4% del PIL nazionale. Del fatturato aggregato, €57,6 miliardi (3,5% del PIL) sono da attribuire alla manifattura, mentre € 8,5 miliardi (0,5% del PIL) alla distribuzione.

Inoltre, nel periodo 2012-2016, l’industria della moda italiana è cresciuta più del PIL nazionale. La dinamica dei due indici può essere osservata nella Figura 3.3.

	Var. 2013/12 %	Var. 2014/13 %	Var. 2015/14 %	Var. 2016/15 %
PIL Italia	-1,7	0,1	0,8	0,9
Fatturato aziende di moda Italia	2,8	6,5	9,8	4,6
di cui: fatturato aziende di manifattura	2,8	6,4	9,5	3
Fatturato Top 15 moda talia	2,8	5,6	8,9	0,3

Figura 3.3: Dinamica di PIL e tasso di crescita del fatturato delle imprese di moda italiane nel periodo 2012-2016

Fonte: Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, Mediobanca, 14 Febbraio 2018

Come si evince dalla Figura 3.3, mentre il prodotto interno lordo ha registrato tassi di crescita intorno allo zero durante tutto il periodo esaminato, il fatturato delle imprese di moda italiane è cresciuto vertiginosamente fino al 2015, per poi assestarsi intorno al 5% nel 2016. Analizzando le prime quindici imprese del settore della moda italiana, ovvero i primi quindici gruppi con fatturato superiore a € 1 miliardo, quali Luxottica, Prada, Armani, Calzedonia, OTB (Diesel e Maison Margiela), Max Mara, Ferragamo, D&G, Safilo (Oxydo e Carrera), Zegna, Valentino, Benetton S.p.A., Lir (Geox), Moncler e Tod's, si possono fare comparazioni sia con la grande manifattura italiana, sia con i principali *competitors* esteri<sup>40</sup>.

Con le dovute assunzioni, la classifica può essere considerata come una *proxy* della “Top 15 *fashion & luxury* Italia”. Sebbene vi siano due società (Benetton e Lir) che non possono essere propriamente classificate come *luxury brands*, queste possono essere incluse nella classifica in quanto società quotate di grandi dimensioni. Anche il gruppo Calzedonia può essere considerato come società di *fashion & luxury* in quanto detiene la proprietà dei brand Atelier Emé (dal 2015) e Falconeri (dal 2009). Il primo produce abiti di *haute couture* da donna, mentre il secondo maglieria di qualità in cashmere, per cui possono essere entrambi categorizzati tra i brand di lusso.

Come si può osservare nella Figura 3.4, nel 2016 le società del “Top 15 Moda Italia” hanno fatturato nel complesso € 30 miliardi, un valore pari all'1,8% del PIL nazionale (era l'1,6% nel 2012)

---

<sup>40</sup> Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, 14 Febbraio 2018

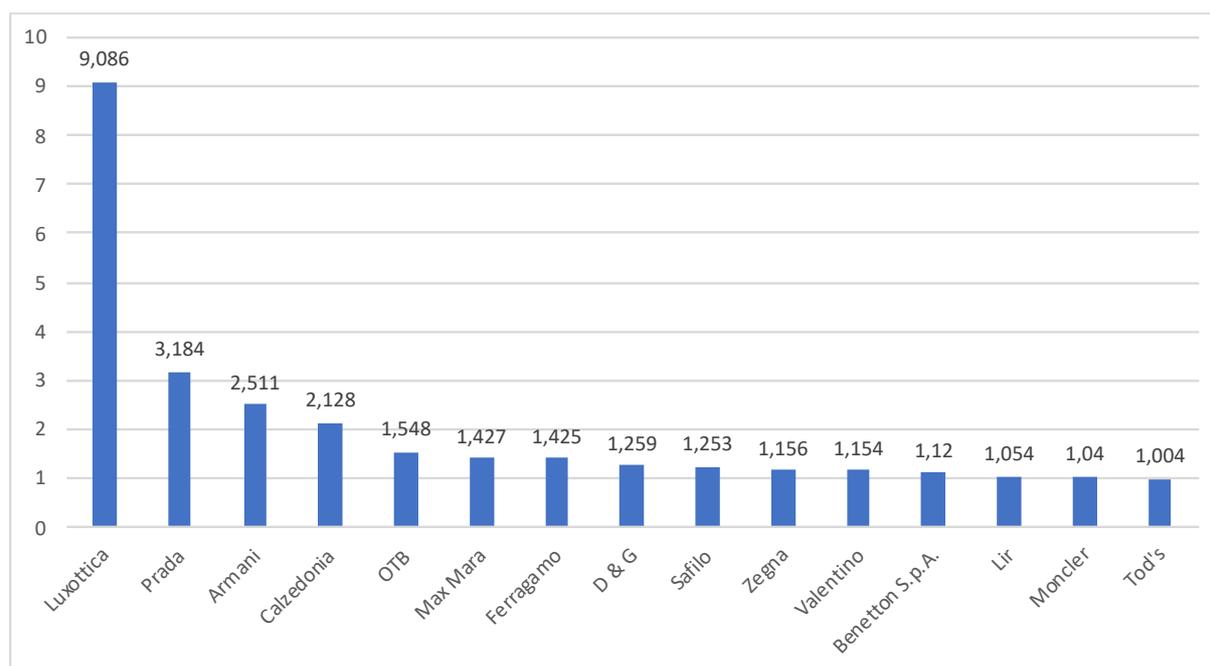


Figura 3.4: Il fatturato (in miliardi di €) dei primi quindici gruppi di moda Italiani con fatturato superiore a € 1 miliardo.

Fonte: Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, 14 Febbraio 2018

Dalla Figura 3.4 si evince come il fatturato di Luxottica sia di gran lunga il più alto, circa pari ad un terzo del fatturato aggregato delle “Top 15 *fashion & luxury* Italia”, e quasi tre volte più grande del fatturato della seconda impresa della classifica, Prada.

Nel periodo 2012- 2016, queste società hanno registrato profitti netti per oltre € 10 miliardi e distribuito dividendi per oltre € 5 miliardi, registrando un *payout ratio* medio del 54,6% (più basso a quello della grande manifattura italiana quotata, che si è attestato intorno al 70%).

Sebbene il fatturato aggregato di questo gruppo di imprese sia cresciuto, i margini (in termini di EBIT *margin*) hanno registrato un trend negativo per tutto il periodo 2012-2016. In particolare, vi è stata una diminuzione del Margine Operativo Netto (MON) in percentuale del fatturato di circa tre punti percentuali, passando dal 14% nel 2012 all’11,6 % nel 2016. Nonostante la dinamica calante, i margini sono sempre a doppia cifra, a dimostrazione della redditività che strutturalmente contraddistingue il settore del *fashion & luxury* da anni. È importante precisare come il trend calante dei margini non riguardi tutti i gruppi della Top 15: Valentino, Moncler e Max Mara hanno visto il proprio EBIT *margin* crescere rispettivamente dell’8,5%, 5,5% e 4,3% nel quadriennio 2012 - 2016.

Il settore del *fashion & luxury* è storicamente dominato da Francia e Italia, e facendo un confronto tra i primi 15 gruppi di moda quotati italiani e francesi, emerge come sia caratterizzato da un'altissima competizione. Le “Top 15 *fashion & luxury* francesi” hanno dimensioni notevolmente maggiori (in termini di fatturato e forza lavoro) rispetto alle corrispondenti italiane, e nel quadriennio 2012-2016 hanno registrato un tasso di crescita del fatturato superiore (24,4% contro 18,6%) e sono state anche più redditizie (EBIT *margin* del 17,2% contro 11,6%). Nonostante l'egemonia dei giganti francesi sia evidente, le imprese italiane vantano all'attivo una migliore solidità finanziaria e una maggiore liquidità: il rapporto tra debiti finanziari e patrimonio netto delle imprese francesi nel 2016 era pari al 35,5%, mentre il rapporto tra liquidità e debiti finanziari era pari al 51,2%<sup>41</sup>.

Le aspettative di crescita del settore del lusso a livello mondiale per il futuro prossimo rappresentano una fonte di sicurezza e di grandi opportunità per le imprese italiane del *fashion & luxury*, che potranno fare leva sulla propria solidità finanziaria e sulla forza della denominazione “*Made in Italy*” per fronteggiare la concorrenza delle *competitors* francesi e potenzialmente affermarsi come primo paese produttore di *personal luxury goods* al mondo.

### **3.3 L'evoluzione storica delle quotazioni nel settore**

Le motivazioni che spingono un'impresa al ricorso al mercato azionario risiedono in una moltitudine di variabili che vanno oltre le caratteristiche interne e del settore di appartenenza. Durante la valutazione vengono considerati anche elementi esogeni, quali lo sviluppo del mercato finanziario di riferimento, la sua rilevanza a livello mondiale, la normativa fiscale e le istituzioni di riferimento.

Il mercato finanziario influenza la politica e le strategie delle imprese quotate a fronte del fatto che queste, grazie alla quotazione, accedono ad una nuova fonte di finanziamento esterna per i propri progetti di investimento. Da un lato, le modalità, la facilità e la propensione delle imprese ad aprirsi al mercato dipendono dalla struttura dallo sviluppo e dall'organizzazione dello stesso. Dall'altro l'evoluzione e l'articolazione in diversi listini di un mercato dipende dalle caratteristiche delle aziende che vi operano<sup>42</sup>. Per esempio, Borsa Italiana S.p.A. ha riservato il listino AIM alle piccole-medie imprese a causa della preponderante presenza delle stesse nell'industria italiana.

---

<sup>41</sup> Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, 14 Febbraio 2018

<sup>42</sup> Banfi A. (a cura di) (2013), *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della Borsa*, 7 ed., ISEDI Editore

L'economia italiana viene storicamente considerata dalla letteratura come *bank-oriented*, in quanto il principale canale di finanziamento delle imprese è da sempre il sistema bancario. In questo scenario, i mercati mobiliari assumono un ruolo marginale: il numero di società quotate è inferiore rispetto ai paesi cosiddetti *market-oriented* (come l'Inghilterra e gli Stati Uniti), e generalmente sono le imprese di più grandi dimensioni e spesso già affermate nel proprio settore a propendere per un'apertura al pubblico. Il mercato azionario italiano risente dell'impostazione industriale del paese, e si tutt'oggi risulta caratterizzato da una bassa capitalizzazione e da un esiguo numero di società quotate. I fattori che hanno contribuito al sottosviluppo del mercato azionario italiano sono la stringente normativa e, soprattutto, la gravosa politica fiscale.

L'economia di un paese cresce quando il sistema imprenditoriale nazionale può contare su un sistema finanziario efficiente e moderno<sup>43</sup>. Negli anni Novanta si è resa necessaria, anche a causa del processo di integrazione europeo, la promozione dello sviluppo dei mercati mobiliari, per consentire alle imprese di competere su scala internazionale ma soprattutto per costituire una valida alternativa al canale bancario.

Come anticipato nel Secondo Capitolo, il mercato mobiliare costituisce uno dei principali canali di finanziamento per le imprese, soprattutto se queste operano in paesi dotati di sistemi finanziari evoluti. In questo quadro si inserisce la quotazione in Borsa delle azioni, che rappresenta la modalità di ricorso al mercato dei capitali più comune per le imprese. La società che opta per la quotazione può continuare a perseguire i propri obiettivi senza dover alterare la propria struttura finanziaria o individuare un partner che condivida i piani industriali della stessa<sup>44</sup>. Per questo motivo, la quotazione è considerata la modalità di ricorso al mercato più vantaggiosa.

Sebbene spesso la parola quotazione venga associata a grandi imprese, questa risulta più adatta a quelle di medie dimensioni. Grazie alla maggiore flessibilità, queste riescono a modificare la propria struttura societaria in tempi più brevi rispetto alle imprese di più grandi dimensioni.

La quotazione nel mercato permette alle società di sfruttare a pieno le opportunità che la globalizzazione dei mercati offre, assicurando all'impresa una maggiore visibilità sia

---

<sup>43</sup> Visentini G., La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; la riforme; oggi, Relazione al convegno "Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti", Luiss Guido Carli, 2007

<sup>44</sup> Fabrizi P.L (2016), *Economia del mercato mobiliare*, 6 ed., EGEA

all'interno della comunità finanziaria sia, grazie all'esposizione mediatica a cui sono soggette le quotate, tra il pubblico degli investitori e non.

Analizzando più da vicino il settore del *fashion & luxury* italiano, si può osservare come la finanza abbia sempre ricoperto un ruolo marginale all'interno dello stesso. In parte questo fenomeno è attribuibile alla struttura dell'industria nazionale, caratterizzata dalla presenza massiccia di piccole-medie imprese a conduzione familiare, in cui l'azionista di maggioranza generalmente ricopre anche il ruolo di amministratore delegato. In queste realtà, l'ingresso nella società di nuovi soci di finanziatori non viene sempre ben visto dai vecchi azionisti, che spesso considerano come una minaccia.

Negli ultimi dieci anni si è assistito ad un mutamento di questo trend, per cui sono principalmente le imprese a stretto controllo familiare ad aver aperto la propria struttura proprietaria agli strumenti di finanza aziendale, sia verso i fondi di Private Equity (come Versace e Golden Goose), sia verso il mercato azionario (come Brunello Cucinelli, Moncler, Tod's, Prada e Ferragamo).

Per lungo tempo il carattere familiare delle imprese italiane si è tradotto in vedute ristrette e miopia imprenditoriale, impedendo alle stesse di beneficiare di dei vantaggi, descritti nel Capitolo 2, che la quotazione può apportare alle società che presentano i requisiti per potervi accedere. Chiaramente, la volatilità dei mercati e la regolamentazione espongono la società quotata a rischi e vincoli che in parte controbilanciano i vantaggi legati al *going public*, ma nel complesso i benefici superano di gran lunga gli oneri.

Nel panorama internazionale, le *family business* italiane di *fashion & luxury*, la cui strategia punta a difendere i concetti di indipendenza, artigianalità ed *heritage* tramite l'utilizzo della denominazione "*Made in Italy*", competono principalmente con i giganti francesi del lusso quali LVMH, Kering e Richemont, che hanno fatto delle proprie dimensioni e della propria diversificazione il loro punto di forza. Il ricorso a strumenti di finanza aziendale diventa quindi necessario, per le imprese italiane, per non soccombere alle grandi imprese francesi.

La decisione di quotarsi in Borsa apporta sostanziali modifiche alla società, dalla struttura proprietaria al modo in cui la stessa si relaziona con l'ambiente esterno. L'IPO presenta un profondo significato strategico, che necessita di una chiave di lettura di medio / lungo termine. L'operazione, nel breve termine, rappresenta un momento di forte "discontinuità" nell'operato dell'azienda, e la decisione risulta ancora più complessa nel settore della moda, dove la filiera articolata e la stretta interconnessione tra i suoi operatori aumentano le variabili che l'impresa deve considerare nella valutazione.

La società deve presentare una serie di requisiti di ordine formale e sostanziale per poter accedere al mercato azionario. I primi sono determinati da Borsa Italiana S.p.A., e differiscono a seconda del listino in cui la società decide di quotarsi. I secondi invece, essendo svincolati da una normativa vera e propria, fanno riferimento alle caratteristiche gestionali, finanziarie ed organizzative che una società con un buon potenziale di sviluppo futuro deve possedere.

A tal proposito, la Società di Consulenza Pambianco, leader nell'assistenza strategica delle Aziende della Moda, del Lusso e del Design, conduce annualmente una ricerca ("Le Quotabili") finalizzata a individuare le aziende del settore *fashion & luxury* che possiedono le caratteristiche necessarie per essere quotate in Borsa in un orizzonte temporale di 3 / 5 anni. La classifica viene stilata partendo da un campione di 250 aziende del settore che hanno registrato un fatturato superiore a € 50 milioni nell'ultimo esercizio. Successivamente, le società vengono ordinate secondo il Modello di Valutazione della Quotabilità sviluppato da Pambianco stessa, sulla base di otto parametri di riferimento, a ciascuno dei quali viene attribuito un peso<sup>45</sup>. I parametri del modello Pambianco possono essere osservati nella Figura 3.5.

<b>Fattori</b>	<b>Peso %</b>
<b>1. crescita % (2016 su 2013)</b>	<b>18</b>
<b>2. ebitda % medio (2016-2015-2014)</b>	<b>18</b>
<b>3. notorietà del marchio</b>	<b>16</b>
<b>4. dimensione</b>	<b>13</b>
<b>5. export</b>	<b>13</b>
<b>6. retail (negozi diretti)</b>	<b>9</b>
<b>7. indebitamento</b>	<b>8</b>
<b>8. fascia di mercato (lusso, medio/alta, media)</b>	<b>5</b>
<b>Totale</b>	<b>100</b>

Figura 3.5: Il modello di Pambianco per la determinazione de "Le quotabili"

Fonte: [www.pambianco.com](http://www.pambianco.com)

Ad ogni azienda viene attribuito un punteggio da 1 a 10 per ogni fattore sulla base dei dati di bilancio degli ultimi tre anni. Per quanto riguarda i fattori Notorietà del marchio, Forza

<sup>45</sup> [www.pambianco.com](http://www.pambianco.com)

distributiva e Fascia di mercato, il punteggio viene attribuito sulla base di analisi qualitative effettuate dalla società di consulenza.

Nel 2017 il primo posto della classifica era occupato da Valentino (con un punteggio complessivo di 80,1), mentre il secondo da Giorgio Armani (con il punteggio di 77,8) <sup>46</sup>.

La classifica, ovviamente, non costituisce alcun tipo di vincolo per imprese. Al contrario, può rappresentare un utile strumento per le stesse, ed essere considerata come punto di partenza per un'eventuale quantificazione dell'*enterprise value*.

La finanza dimostra un notevole interesse nei confronti del settore del *fashion & luxury*, attribuibile al tasso di crescita a doppia cifra che contraddistingue il settore dal resto dell'industria. Ogni anno Borsa Italiana, in collaborazione con Bank of America, Merrill Lynch, J.P. Morgan e Mediobanca e Vogue, tiene una sorta di *roadshow* collettivo che prende il nome di *Luxury & Finance*. L'evento, celebrato a palazzo Mezzanotte, permette alle società quotate sui listini italiani, ed a quelle interessate, di presentare i propri conti e le proprie strategie in degli incontri *one-to-one* con gli analisti delle più famose banche di investimento del mondo<sup>47</sup>.

Negli ultimi anni, quasi tutte le (poche) società che si sono quotate sul listino MTA di Borsa Italiana appartengono al settore del *fashion & luxury*. Intorno al 2010 vi fu una vera e propria ondata di quotazioni: YOOX nel 2009, Salvatore Ferragamo e Prada nel 2011, Brunello Cucinelli nel 2012 ed Italia Independent e Moncler nel 2013. Sebbene queste imprese siano arrivate alla decisione di effettuare un'IPO per motivi diversi, hanno tutte in comune l'aver fatto dell'etichetta "*Made in Italy*" il fondamento del loro successo. La quotazione è servita loro per accedere a nuovi capitali necessari a sostenere la loro strategia di internazionalizzazione e ad aumentare il loro *brand value*.

Le IPOs che hanno segnato la storia di questo settore, sia per quantità di risorse raccolte sia per *awareness* generata tra il pubblico degli investitori e non, sono quelle di Prada, Brunello Cucinelli e Moncler. All'analisi del caso Prada verrà riservato il Capitolo 4 dell'elaborato, mentre le altre quotazioni verranno esaminate nei paragrafi seguenti.

---

<sup>46</sup> Pambianco, "Le quotabili. Rating 2017"

<sup>47</sup> [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

### 3.3.1 La quotazione di Brunello Cucinelli

Una delle quotazioni di maggior successo mai avvenute a Piazza Affari è quella di Brunello Cucinelli S.p.A.

La società nasce nel 1978 a Castel Rigone, un piccolo borgo in provincia di Perugia, per opera dall'allora venticinquenne Brunello Cucinelli. L'obiettivo del giovane imprenditore era quello di rivoluzionare la concezione della più esclusiva delle fibre tessili, il cashmere. Al tempo, le tonalità del prezioso filato si esaurivano ai colori neutri, compresi tra il beige ed il grigio.

Cucinelli, scostandosi dalla concezione del tempo, reinterpreta il filato con colori più accesi e con la creazione di una collezione tutta al femminile (fino ad allora il pregiato tessuto era stato riservato solo agli uomini).

L'offerta di Cucinelli ricalca appieno la concezione di “*Made in Italy*”, intesa come connubio tra tradizione, qualità ed innovazione, e la proposta di valore unica apre all'imprenditore umbro la strada verso un successo senza precedenti. Nel 2017 la società è arrivata a contare più di 1700 dipendenti interni ed un indotto di circa 4000 collaboratori esterni, con ricavi netti pari ad € 503,6 milioni (in crescita del +10,4%) e 124 *boutiques* monomarca<sup>48</sup>.

Il particolare modello imprenditoriale di Cucinelli viene definito dallo stesso imprenditore “Impresa Umanistica”, intesa come attenzione al prodotto, alle proprie origini e rispetto dei dipendenti. In questi due termini sono racchiusi i valori che caratterizzano l'identità del marchio: lo sviluppo sostenibile, l'idea del lavoro come espressione dell'uomo nella sua interezza e l'attenzione verso tutti i dipendenti.

Quanto ai prodotti, questi comprendono un'ampia gamma di capi ed accessori di lusso, nel quale il concetto di “*Made in Italy*” viene coniugato nella sua espressione migliore. Il prodotto Cucinelli è simbolo di autenticità, ricercatezza, qualità, esclusività ma anche innovazione e sostenibilità; un connubio tra antico e moderno che consente di abbracciare i gusti di una clientela molto ampia, sia giovane che meno giovane.

La scelta di Brunello Cucinelli di quotare la propria società destò una grande sorpresa nella comunità finanziaria del tempo. Nel 2012, in piena Crisi dei Debiti Sovrani, la società decise di sfidare la bufera dei mercati finanziari e sbarcare nel listino MTA a Piazza Affari. La dimensione dell'impresa può essere compresa considerando che fu l'unica società a quotarsi sui listini italiani in quell'anno. Il mercato premiò il coraggio di Cucinelli: la società ricevette richieste pari a 17 volte i titoli messi a disposizione per l'IPO, il che le permise di fissare il prezzo a € 7,75 per azione, al massimo della forchetta individuata in sede di *roadshow*.

---

<sup>48</sup> [www.brunellocucinelli.it](http://www.brunellocucinelli.it)

Al tempo quella di Cucinelli era una media impresa: € 243 milioni di fatturato nel 2011, un Margine Operativo Lordo (MOL) di € 40 milioni ed un utile di € 20 milioni. Il grosso del giro d'affari (circa il 60%) veniva realizzato sul canale *retail*: era quindi necessario sviluppare i negozi monomarca e le *boutiques*, sulle orme di Prada e Ferragamo<sup>49</sup>.

Le motivazioni che hanno spinto la società a quotarsi a Piazza Affari, il 27 Aprile del 2012 sono molteplici, dal rafforzamento della *brand image* alla maggiore innovazione, ma la principale era la necessità di rafforzare ad ampliare il canale distributivo.

La maggior parte del fatturato di Cucinelli proveniva dal *canale retail*, motivo per il quale la società decise di farne il fulcro della propria espansione internazionale.

L'IPO venne effettuata con il metodo del *bookbuilding* in forma di Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione (OPVS), per un flottante del 30% (33% in caso di esercizio dell'opzione *greenshoe*). L'operazione aveva ad oggetto 20.400.000 azioni, di cui 8 milioni provenienti dall'aumento di capitale, e 12.400.000 da due società interamente partecipate dalla Holding Brunello Cucinelli S.p.A<sup>50</sup>.

L'interesse nei confronti dell'operazione fu tale da spingere la società ad anticipare la quotazione dal 3 Maggio al 27 Aprile 2012. Il prezzo finale venne fissato a €7,75, al valore massimo della forchetta prevista (6,75 - 7,75), e nel primo giorno di quotazione i titoli registrarono il *sold-out*. La matricola chiuse il suo primo giorno di quotazione a € 11,6, in rialzo del +49,7% e dopo che le contrattazioni erano state interrotte due volte, con il titolo a 11,38 euro (+48,4%) e poi di nuovo a 11,41 euro (+47,23%). La domanda fu caratterizzata da un'importante presenza di investitori internazionali: Regno Unito (31%), seguito da Stati Uniti (27%), Italia (17%), Svizzera (11%), resto della Ue (11%) e Asia (3%)<sup>51</sup>, a conferma della necessità dell'impresa di rafforzare la propria presenza nel mercato internazionale.

L'ammontare effettivo di risorse raccolte con l'offerta fu di € 62 milioni, il massimo ottenibile sulla base del numero di azioni offerte e della forchetta di prezzo definita (al netto dei costi sostenuti in sede di *listing*).

Il grande successo che ebbe l'offerta può essere spiegato guardando alla performance della società nel triennio antecedente alla quotazione (2009-2011), in cui registrò una crescita del fatturato del +53,5% ed una crescita del Margine Operativo Lordo (MOL) del 177,5%. Il risultato operativo passò da € 11,5 a € 34,9 milioni (con un incremento del +203,8%), ed il risultato netto quadruplicò, arrivando a € 20,3 milioni. Gli indicatori di redditività ROE e ROI

---

<sup>49</sup> <http://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/prospetto-informativo.pdf>

<sup>50</sup> <http://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/prospetto-informativo.pdf>

<sup>51</sup> Crivelli G., "Milano festeggia il debutto record di Cucinelli", *IlSole24Ore*, 28 Aprile 2012

passarono, rispettivamente, dal 22,8% al 55,3% e dal 13,1% al 39,3%. Inoltre, a livello di composizione del passivo si registrò una diminuzione del rapporto *debt to equity* da 2,51 a 1,26<sup>52</sup>.

Oltre all'eccezionalità dei risultati economici, le caratteristiche che hanno reso speciale l'azienda umbra agli occhi degli investitori sono state la trasparenza e la solidità. Infatti, già da alcuni anni il suo lungimirante fondatore illustrava i bilanci alle banche del consorzio di collocamento, pur non essendo tenuto a farlo in quanto azienda privata.

### **3.3.2 La quotazione di Moncler**

Un'altra quotazione che ha segnato in positivo la storia di Piazza Affari è quella di Moncler.

La società francese viene fondata nel 1952 da Renè Ramillon e André Vincent, ed il business iniziale dell'impresa era la creazione di sacchi a pelo imbottiti. Pochi anni dopo la società comincia a produrre piumini, che negli anni Ottanta diventano il simbolo dell'azienda.

Nel 2003 la società viene acquisita dall'imprenditore italiano Remo Ruffini, attuale Presidente ed Amministratore Delegato. Coniugando vestibilità, ricerca estetica, sperimentalismo, materiali innovativi e produzione rigorosamente in Europa, Ruffini porta il piumino Moncler al successo globale. Con il tempo, il portafoglio collezioni della società si allarga e ad oggi, l'offerta di Moncler copre diversi segmenti della piramide del lusso, comprendendo collezioni di alta moda, capi prettamente sportivi, capi con design d'avanguardia, e capi che combinano alta qualità con maggiori occasioni d'uso.

Nel Dicembre 2013 la società si quota nel listino MTA di Borsa Italiana, segnando, secondo il Financial Times "*the most successful European stock market debut of 2013*", e rendendo Borsa Italiana il *listino del lusso* (nell'anno precedente a Piazza Affari vi era stato il debutto straordinario di Brunello Cucinelli e nel 2011 si era quotata Ferragamo)<sup>53</sup>.

La società ha chiuso il 2018 con 4155 dipendenti, ricavi pari a € 1,42 miliardi (con un incremento del +22% a tassi di cambio costanti rispetto al 2017), un EBITDA *adjusted* pari a € 500,2 milioni (era € 411,6 nel 2017) ed un utile netto pari 332,4 milioni di euro (con un incremento del +33%)<sup>54</sup>.

“L'obiettivo di Moncler è perseguire uno sviluppo sostenibile e responsabile nel segmento dei beni di lusso a livello mondiale, in armonia e coerentemente all'unicità del proprio heritage.

---

<sup>52</sup> [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it)

<sup>53</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com)

<sup>54</sup> [www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com)

Creatività, molteplicità e coerenza con sé stessi sono da sempre il credo del Gruppo che ha nel cambiamento la forza che lo fa crescere per continuare ad esplorare il proprio mondo e quelli vicini, cercando un dialogo continuo con una base clienti sempre più ampia.” ([www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com)).

Proprio la volontà di espansione internazionale citata nella *mission* porta la società a considerare l’IPO nel 2011, ma una volta iniziato l’iter di quotazione questa viene rimandata a data indefinita a causa dell’ingresso nel capitale del fondo di *Private Equity* Eurazeo. La società decide di ritentare per la quotazione a fine 2013, a causa di una notevole crescita del fatturato, attraverso un’Offerta Pubblica di Vendita (OPV).

L’offerta della società francese aveva ad oggetto 66.880.000 azioni ordinarie della stessa, per un flottante del 26,7%. La forchetta di prezzo venne fissata tra i € 8,75 e € 10,20 per azione e l’inizio dell’offerta venne fissato per il 28 Novembre 2013. La società guidata da Remo Ruffini, data la forchetta di prezzo stabilita ed il numero di azioni messe in vendita, sarebbe potuta valere tra € 2,187 e € 2,550 miliardi<sup>55</sup>.

Le prospettive si mostravano ben lontane dalle sopravvalutazioni che erano state riservate a Brunello Cucinelli l’anno prima. La speranza degli azionisti di Moncler era che anche la loro società potesse beneficiare dell’accoglienza favorevole che i mercati avevano riservato l’anno precedente al cashmere umbro, e in effetti così fu.

La domanda di azioni superò l’offerta di 31 volte, portando il *global coordinator* (Mediobanca) e le altre banche del consorzio a fissare il prezzo finale al massimo della forchetta di prezzo indicata (€ 10,2). Il primo giorno di contrattazione iniziò con qualche minuto di ritardo per le troppe richieste, ed il titolo schizzò di oltre il 40%, portandosi a € 14,5 (pari a una capitalizzazione intorno ai € 3,5 miliardi). Il titolo chiuse la prima giornata a € 14,97 euro (+46,7%), per una capitalizzazione di € 3,742 miliardi, e la straordinaria performance valse a Moncler il titolo di IPO dell’anno in Europa<sup>56</sup>.

Il motivo del successo della prima quotazione di Moncler è da ricercare nelle performance reddituali della società negli anni subito antecedenti la quotazione. Nel biennio 2011-2012 la società registrò una crescita del fatturato del +34,5%, e una crescita dell’EBITDA del +44,7%. Il risultato operativo passò da € 101,7 a € 145,8 milioni (+43,3%) ed il risultato netto registrò un +47,5% attestandosi a € 82,4 milioni. Per quanto riguarda la redditività, il ROE passò dal 47% al 44,1% ma il ROI aumentò dal 25,4% al 34,1%. A livello patrimoniale si

---

<sup>55</sup> <https://www.bancadibologna.it/files/10528/attachment/opv-moncler-prospetto-informativo.pdf>

<sup>56</sup> Crivelli G., “Moncler, debutto boom a Piazza Affari”, *IlSole24Ore*, 17 Dicembre 2013

registrò una forte diminuzione del rapporto *debt to equity* da 2,18 a 1,19<sup>57</sup>. Gli investitori, che erano per la maggior parte stranieri, videro nelle performance e nella *value proposition* di Moncler una buona destinazione per le proprie risorse, portando ad una delle maggiori quotazioni della storia del *fashion & luxury*. Un altro fattore di successo è da ricercare nel fatto che la società, in seguito alla mancata IPO del 2011, aveva intelligentemente mantenuto i contatti con gli investitori interessati, per poi intensificarli in preparazione del debutto in Borsa del Dicembre 2013.

In meno di un mese, tuttavia la matricola dell'anno vide i propri titoli calare del 3%, principalmente a causa della forte volatilità che in quel periodo caratterizzava i mercati finanziari.

Calo a parte, quella di Moncler rappresenta tutt'oggi una delle quotazioni di maggior successo di sempre per Piazza Affari, a causa dell'*hype* che creò intorno a tutti i titoli di *fashion & luxury*, soprattutto a quelli italiani, e dell'ingente quantità di capitale che la società riuscì a raccogliere.

### 3.4 Conclusione

L'analisi del settore del lusso ha permesso di evidenziarne i relativi punti di forza ed i fattori che lo hanno reso un vero e proprio faro per i mercati finanziari durante gli anni della Grande Crisi Finanziaria e della Crisi dei Debiti Sovrani. L'analisi dei maggiori consumatori di beni di lusso ha invece permesso di giustificare il fenomeno per cui, nel tempo, il segmento più profittevole del settore è risultato, nel tempo, quello del *fashion & luxury*. L'industria dell'alta moda rappresenta uno dei punti di forza dell'economia italiana. Grazie all'etichetta "*Made in Italy*", il settore è riuscito a rimanere profittevole nel tempo e a crescere di anno in anno, scongiurando le acquisizioni da parte dei giganti francesi del lusso. Il settore dei *personal luxury goods*, in particolare, rappresenta un comparto strategico grazie al forte *appeal* internazionale.

La forte spinta all'internazionalizzazione ha portato le imprese di *fashion & luxury* alla quotazione in Borsa. Tra le IPOs che hanno segnato la storia del settore dell'alta moda italiana (sia per quantità di nuove risorse finanziarie raccolte, sia per *awareness* generata tra il pubblico degli investitori e non) sono quelle di Prada (2011), Brunello Cucinelli (2012) e Moncler (2013). In un momento di congiuntura economica sfavorevole, particolarmente

---

<sup>57</sup> [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it)

critico per la storia italiana, queste tre imprese sono riuscite a risollevarne gli animi degli investitori, portandoli a scommettere di nuovo sull'alta moda *Made in Italy*.

La crescita incessante che ha caratterizzato il settore negli ultimi vent'anni ha confermato le sue potenzialità, e le stime di crescita ulteriore mostrano come il *trend* non sia prossimo al cambiamento, almeno per il quinquennio a venire. Ciò rappresenta una grande opportunità per le imprese italiane del settore, che grazie all'associazione ai concetti di qualità, *hand-made* ed *heritage*, potrebbero potenzialmente assumere la *leadership* del settore a livello mondiale.

## CAPITOLO 4: IL CASO PRADA

### 4.1 Introduzione

Il presente capitolo descrive la quotazione nella Borsa di Hong Kong di Prada S.p.A., *leader* mondiale nella produzione di vestiario, calzature, accessori e pelletteria di lusso.

Il caso Prada rappresenta un ottimo esempio di *lungimiranza imprenditoriale*. La società è stata la prima italiana a quotarsi in un listino asiatico, spinta da una strategia di internazionalizzazione tramite l'ampliamento del canale *retail* e dalle rosee stime di crescita che al tempo caratterizzavano i mercati asiatici.

Il successo raccolto dall'operazione ha dato il via ad un'ondata di quotazioni delle imprese del settore *fashion & luxury* italiano. Subito dopo quella di Prada infatti, seguirono i *listing* di Brunello Cucinelli, Moncler e Italia Independent.

Nel secondo paragrafo verrà descritta la storia del marchio italiano, con particolare attenzione agli eventi che ne hanno segnato la storia e alle strategie che nel tempo ha perseguito.

Nel terzo paragrafo verrà analizzata la situazione finanziaria dell'impresa nel triennio antecedente la quotazione (2009-2011), dalla quale emerge la motivazione principale che ha spinto la stessa alla quotazione in Borsa. Inoltre, verrà descritto l'assetto societario del Gruppo.

Infine, nel quarto paragrafo verranno descritte le ulteriori motivazioni che portarono la società alla scelta della quotazione, e quelle che portarono alla scelta del listino asiatico. Verrà descritta la composizione dell'offerta, il processo di quotazione e gli effetti che la stessa ha avuto sulla redditività del Gruppo.

## 4.2 La storia del Gruppo

Il marchio Prada nasce nel 1913 a Milano, con l'apertura del primo negozio in Galleria Vittorio Emanuele II da parte di Mario e Martino Prada. I due fratelli commerciavano pregiate borse, bauli e accessori da viaggio in pelle. In poco tempo, Prada diviene un punto di riferimento per l'aristocrazia e l'alta borghesia italiana, e solo sei anni dopo la sua fondazione viene dichiarata Fornitore Ufficiale della Real Casa Italiana. Il titolo permette al marchio di affermarsi a livello internazionale, diventando simbolo di eleganza e prestigio.

Il punto di svolta nella storia dell'azienda si ha nel 1975 quando al comando subentra la nipote di Mario Prada, Miuccia. Pochi anni dopo il suo ingresso nella società, Miuccia Prada crea una partnership con l'imprenditore Patrizio Bertelli e lo nomina Amministratore Delegato dell'azienda. La loro collaborazione lavorativa concepisce un nuovo modello di *business* per l'intero mondo della moda, basato sul controllo diretto di tutta la *value chain* e sull'applicazione di rigidi criteri di qualità.

Miuccia decide di dedicarsi al *design* dei prodotti, ed il successo delle sue creazioni porta all'apertura di un secondo negozio a Milano nel 1983, evento che segna l'inizio dell'espansione *retail* della società.

Prada decide di differenziarsi dai *competitors* concentrandosi sulla creazione di prodotti dalle linee semplici ed eleganti, fatti di materiali pregiati dai colori tenui. In pochi anni, anche grazie alla figura di Miuccia, Prada diventa simbolo di emancipazione femminile, diventando uno *status symbol* per le donne lavoratrici del tempo.

Nei primi anni Novanta la società inizia la sua espansione internazionale con l'apertura di negozi in Cina, Giappone e negli Stati Uniti. Parte del successo della società si deve anche alla sua graduale espansione internazionale, che rese i prodotti difficili da trovare, aumentandone l'esclusività.

Per rivolgersi ad una *customer base* più ampia, nel 1992 Miuccia decide di sviluppare il *brand* Miu Miu, più accessibile rispetto alle classiche linee di Prada e più adatto ad un pubblico giovanile. La linea riscuote un grande successo e Prada diventa uno dei principali *player* del settore *fashion & luxury* a livello mondiale.

Per raggiungere questo obiettivo, Prada ritiene necessario creare un portafoglio di *luxury brands* riconosciuti a livello internazionale. Nel 1999 compra il 51% di Helmut Lang, acquisisce Jil Sander A.G. e compra l'83% di Curch & Company. Inoltre, costituisce una *joint venture* con il Gruppo De Rigo per la produzione di una linea di occhiali. Nell'Ottobre del

1999, Prada si unisce a LVMH per battere Gucci sull'acquisizione del 51% di Fendi S.p.A., e ottenendo il 25,5%<sup>58</sup>.

Queste acquisizioni portano i ricavi di Prada a triplicare dal 1996 al 1999. Tuttavia, per realizzare la sua strategia di internazionalizzazione, la società si indebita in maniera significativa. All'inizio degli anni duemila, nonostante l'apparente successo, la società (Prada S.p.A.), e la sua holding (Prada Holding BV), versano in una grave condizione finanziaria.

Nel 2001, all'avvicinarsi della scadenza dei debiti sottoscritti per effettuare le acquisizioni, la società programma un'IPO a Piazza Affari per Giugno. La quotazione viene però rimandata a causa di una discesa nell'interesse degli investitori. L'offerta viene spostata negli Stati Uniti e la nuova data viene fissata per il 18 Settembre 2001. Dopo l'attacco terroristico dell'11 Settembre, l'offerta viene rimandata nuovamente a Giugno 2002. Ancora una volta, il *listing* viene cancellato a causa dello scandalo di WorldCom. Nel Maggio del 2008 la società torna a considerare la quotazione, ma il collasso dei mercati a causa della *Great Financial Crisis*, scatenata dal fallimento di Lehman Brothers, la obbliga ad un ulteriore posticipo<sup>59</sup>.

Dopo ben quattro rinvii della quotazione, nei mercati finanziari vi era una diffusa convinzione che Prada non fosse davvero in grado di poter effettuare un'IPO a causa di problemi interni, e che i numerosi rinvii date dalle "avverse condizioni nei mercati finanziari" fossero solo un modo per mascherare l'intrinseca impossibilità.

Dopo aver rinviato la quotazione per ben due volte nel 2001, le banche forzarono Prada a vendere il suo 25,5% di Fendi a LVMH. L'operazione allentò la pressione nel breve termine, ma nel 2006 la società dovette vendere anche i marchi Helmut Lang, Amy Fairclough e Jil Sanders acquisiti solo pochi anni prima. Ancora una volta, queste operazioni riuscirono ad allentare la pressione solo nel breve termine, e nel 2007 Prada è costretta a dover vendere il suo 5,11% a Banca Intesa (una delle sue banche principali), e dare ad UniCredit (un'altra delle sue banche principali) un posto nel Consiglio di Amministrazione.

Successivamente, coerentemente con il suo obiettivo di internazionalizzazione, la società si focalizza sull'espansione globale tramite l'apertura di propri negozi in tutto il mondo. Come si evince dalla Figura 4.1, la strategia porta all'aumento del raggio di copertura internazionale.

---

<sup>58</sup>Shapp S. (2012), *Prada: to IPO or not to IPO: that is the question, again*, Richard Ivey School of Business

<sup>59</sup> Shapp S. (2012), *Prada: to IPO or not to IPO: that is the question, again*, Richard Ivey School of Business

	2009		2010		2011		CAGR
	sales	percentages	sales	percentages	sales	percentages	
Italy	385.2	24.0%	330	21.6%	393.3	19.5%	1.0%
Rest of Europe	436.3	27.2%	373	24.4%	450.5	22.3%	1.6%
North America	290	18.1%	227.8	14.9%	294.9	14.6%	0.8%
Asia Pacific	282.7	17.6%	396.1	25.9%	645.7	32.0%	51.1%
Japan	186.8	11.6%	189.4	12.4%	220.9	11.0%	8.7%
Other countries	23.1	1.5%	14.2	0.8%	11.8	0.6%	-28.5%

Figura 4.1: Vendite di Prada per area geografica nel triennio 2009-2011

Fonte: <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/ltm20110613009.pdf>

Nel 2007 Prada acquisisce il 100% di Church's, il brand inglese riconosciuto a livello mondiale per la produzione di calzature e pelletteria di lusso. Nato nel 1873 a Northampton, dove tutt'oggi viene svolta la produzione, il marchio è associato ai concetti di eleganza e classicità tipici della cultura inglese.

Nel 2010 la società acquisisce un altro marchio di scarpe, Car Shoe. Fondato nel 1963 in Italia, il marchio è simbolo di esclusività e lusso e si rivolge ad una clientela sportiva ma elegante.

Nel 2011 la società si quota sull'Hong Kong Stock Exchange (HKSE), diventando la prima impresa italiana a quotarsi in un listino asiatico.

Nel 2014, a completamento del suo portafoglio *brand*, Prada acquisisce la storica pasticceria milanese Marchesi, diversificando il proprio *business* nel settore *food*. Nello stesso anno, la società pubblica il suo primo Report sulla Sostenibilità Sociale, segnando l'inizio di un impegno alla valorizzazione e alla cura dell'ambiente in cui la stessa è inserita e di tutti i suoi *stakeholders* <sup>60</sup>.

L'acquisizione dei marchi Church's e Carh Shoe e il disinvestimento nei brand Helmut Lang, Amy Fairclough e Jil Sanders, hanno contribuito alla formulazione di una chiara strategia di focalizzazione sul segmento elevato del settore moda (quello del *fashion & luxury*). I principali concorrenti del Gruppo Prada sono i *brand* che operano nella medesima nicchia, sia a livello italiano che internazionale. In particolare, i *competitors* diretti sono i brandi italiani che operano a livello internazionale e godono di un *Country of Origin Effect* favorevole (come Armani, Valentino e Ferragamo). Inoltre, se considerati singolarmente, anche i *brand* appartenenti ai grandi gruppi francesi di *fashion & luxury* (come Gucci, Dior e Bulgari)

<sup>60</sup> [www.pradagroup.com](http://www.pradagroup.com)

possono essere considerati *competitors* diretti di Prada. Se considerati invece a livello *corporate*, i giganti francesi del lusso come LVMH e Kering sono, a causa delle enormi dimensioni, nettamente superiori.

### 4.3 La situazione finanziaria

Nel triennio antecedente la quotazione (2009-2011), il bilancio di Prada evidenziava una composizione delle passività sbilanciata sul ricorso al debito, che era inoltre prossimo alla scadenza. Era quindi necessario che il Consiglio di Amministrazione trovasse una soluzione, in quanto non solo la società doveva raccogliere un'ingente quantità di liquidità per ripagare i debiti esistenti (che al 31 Gennaio 2011 ammontavano a più di € 1 miliardo), ma doveva anche trovare delle nuove risorse per continuare la sua strategia di espansione internazionale. La situazione patrimoniale e reddituale della società del tempo può essere osservata nella figura 4.2.

Assets	As at January 31,		
	2009	2010	2011
(€ in millions)			
<b>Current assets</b>			
Cash and cash equivalents	86.9	98.6	96.6
Trade receivables, net	250.5	224.2	274.2
Inventories	252.6	232.9	285.3
Amounts due from parent company, associates and related parties	22.3	56.4	36.3
Other current assets	133.9	74.9	77.6
<b>Total current assets</b>	<b>746.2</b>	<b>687.0</b>	<b>770.0</b>
<b>Non-current assets</b>			
Property, plant and equipment	379.2	418.0	536.7
Intangible assets	901.1	893.3	869.1
Deferred tax assets	106.2	111.4	141.4
Derivative financial instruments	—	—	2.1
Other non-current assets	33.3	37.9	46.6
<b>Total non-current assets</b>	<b>1,429.8</b>	<b>1,460.5</b>	<b>1,596.0</b>
<b>Total assets</b>	<b>2,176.1</b>	<b>2,147.5</b>	<b>2,366.0</b>

	As at January 31,		
Liabilities and Shareholders Equity	2009	2010	2011
(€ in millions)			
<b>Current liabilities</b>			
Bank overdrafts and short-term loans	366.5	459.3	194.2
Trade payables	230.5	196.4	233.9
Current tax liabilities	33.9	62.2	107.6
Derivative financial liabilities	21.3	9.3	5.3
Obligations under finance leases	3.4	5.5	5.0
Other current liabilities	97.1	96.8	113.2
<b>Total current liabilities</b>	<b>752.8</b>	<b>829.6</b>	<b>659.2</b>
<b>Non-current liabilities</b>			
Long-term debt	264.0	111.4	303.4
Obligations under finance leases	7.7	7.7	2.5
Post-employment benefits	36.1	36.8	34.8
Provision for contingencies and commitments	14.1	13.1	52.7
Deferred tax liabilities	64.5	59.4	52.7
Other non-current liabilities	22.4	32.6	50.2
Derivative financial instruments	2.1	0.2	0.3
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>411.0</b>	<b>261.3</b>	<b>496.7</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>1,163.8</b>	<b>1,090.8</b>	<b>1,155.9</b>
<b>Equity and reserves</b>			
Share capital	250.0	250.0	250.0
Reserves	753.1	797.9	954.4
<b>Equity attributable to owners of the company</b>	<b>1,003.1</b>	<b>1,047.9</b>	<b>1,204.4</b>
Non-controlling interests	9.2	8.8	5.8

	As at January 31,		
Continuing operations	2009	2010	2011
	(€ in millions)		
Net revenues	1,643.6	1,561.2	2,046.7
Cost of goods sold	-690.5	-586.6	-658.8
Gross profit	953.1	974.7	1,387.9
Interest income	10.1	2.5	1.3
Other gains and losses	-1.1	-8.3	-8.9
Product and development expenses	-88.2	-96.8	-97.2
Advertising and promotion expenses	-99.5	-75.8	-85.1
Selling expenses	-428.1	-484.6	-642.5
General and administration expenses	-146.3	-130.4	-144.7
Finance cost	-46.2	-26.0	-22.6
Profit before tax	153.8	155.2	388.2
Income tax expense	-52.6	-52.5	-134.7
Profit for the year from continuing operations	101.2	102.6	253.6
Discontinued operations			
Loss for the year from discontinued operations	-0.6	-2.3	—
Profit for the year	100.6	100.3	253.6
Earnings per share (expressed in Euro per share)			
From continuing and discontinued operations — Basic	0.0395	0.0401	0.1003
From continuing operations — Basic	0.0398	0.0410	0.1003

	Year Ended January 31,		
	2009	2010	2011
	(€ in millions, except percentages)		
<b>Net revenues<sup>1</sup></b>	<b>1,643.6</b>	<b>1,561.2</b>	<b>2,046.7</b>
<b>Net sales</b>	<b>1,604.2</b>	<b>1,530.6</b>	<b>2,017.1</b>
<b>Royalties</b>	<b>39.5</b>	<b>30.7</b>	<b>29.6</b>
<b>Cost of good sold</b>	<b>(690.5)</b>	<b>(586.6)</b>	<b>(658.8)</b>
<b>Raw materials purchases and manufacturing expenses</b>	<b>555.9</b>	<b>483.6</b>	<b>589.2</b>
<b>Logistics costs, duties, freight and insurance</b>	<b>89.3</b>	<b>90.3</b>	<b>115.3</b>
<b>Change in inventory</b>	<b>45.3</b>	<b>12.7</b>	<b>(45.8)</b>
<b>Gross profit</b>	<b>953.1</b>	<b>974.7</b>	<b>1,387.9</b>
<b>Gross margin</b>	<b>58.0%</b>	<b>62.4%</b>	<b>67.8%</b>
<b>Operating expenses</b>	<b>(762.1)</b>	<b>(787.6)</b>	<b>(969.5)</b>
<b>Product and development</b>	<b>88.2</b>	<b>96.8</b>	<b>97.2</b>
<b>Advertising and promotion</b>	<b>99.5</b>	<b>75.8</b>	<b>85.1</b>
<b>Selling</b>	<b>428.1</b>	<b>484.6</b>	<b>642.5</b>
<b>General and administration</b>	<b>146.3</b>	<b>130.4</b>	<b>144.7</b>
<b>EBIT</b>	<b>191.0</b>	<b>187.0</b>	<b>418.4</b>
<b>Interest and other financial income/expenses, Net</b>	<b>(37.1)</b>	<b>(31.9)</b>	<b>(30.2)</b>
<b>Net interest income (expenses), to related parties</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>
<b>Net interest income (expenses), to third parties</b>	<b>(27.2)</b>	<b>(17.0)</b>	<b>(17.8)</b>
<b>Realized exchange gains (losses), net</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(5.4)</b>
<b>Unrealized exchange gains (losses), net</b>	<b>(1.9)</b>	<b>(4.7)</b>	<b>0.7</b>
<b>Other financial income (expenses), net</b>	<b>(9.6)</b>	<b>(7.3)</b>	<b>(8.2)</b>
<b>Income before taxes</b>	<b>153.8</b>	<b>155.2</b>	<b>388.2</b>
<b>Income Taxes</b>	<b>52.6</b>	<b>52.5</b>	<b>134.7</b>
<b>Current taxation</b>	<b>61.1</b>	<b>70.6</b>	<b>166.8</b>
<b>Deferred taxation</b>	<b>(8.5)</b>	<b>(18.1)</b>	<b>(32.1)</b>
<b>Net income (from operations to be continued)</b>	<b>101.2</b>	<b>102.7</b>	<b>253.6</b>

Figura 4.2: Bilancio di esercizio consolidato di Prada S.p.A. del triennio 2009-2011

Fonte: <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2011/0613/LTN20110613009.pdf>

L'EBITDA viene calcolato dalla società come reddito netto consolidato derivante dall'attività operativa, più oneri fiscali, interessi e altri oneri finanziari, più ammortamenti e svalutazioni.

L'EBIT viene calcolato come reddito netto consolidato, più oneri fiscali, interessi e altri oneri finanziari<sup>61</sup>.

In quegli anni Prada perseguiva una strategia di espansione internazionale tramite l'ampliamento del canale *retail*. In particolare, la società progettava l'espansione in Asia, in quanto il mercato dei *luxury goods* sembrava iniziare una nuova fase di crescita trainato dai paesi (al tempo) emergenti. Questo rappresentava un cambiamento radicale per il settore, la cui crescita era sempre dipesa di *developed markets* (Europa e Stati Uniti). Come analizzato nel Capitolo 2, le motivazioni dietro questo cambiamento sono da ricercare nel fatto che i paesi asiatici e del Medio Oriente erano stati impattati di meno dalla Grande Crisi Finanziaria del 2007-2008. Inoltre, la classe media di questi paesi stava crescendo, e con lei anche la domanda di beni di lusso. La maggior parte dei consumatori erano inoltre nuovi consumatori, disposti a pagare anche e soprattutto per l'esperienza connessa all'acquisto dei beni di lusso ed il valore sociale degli stessi. I tassi di crescita e le vendite dei diversi mercati geografici del tempo possono essere osservati nella Figura 4.3.

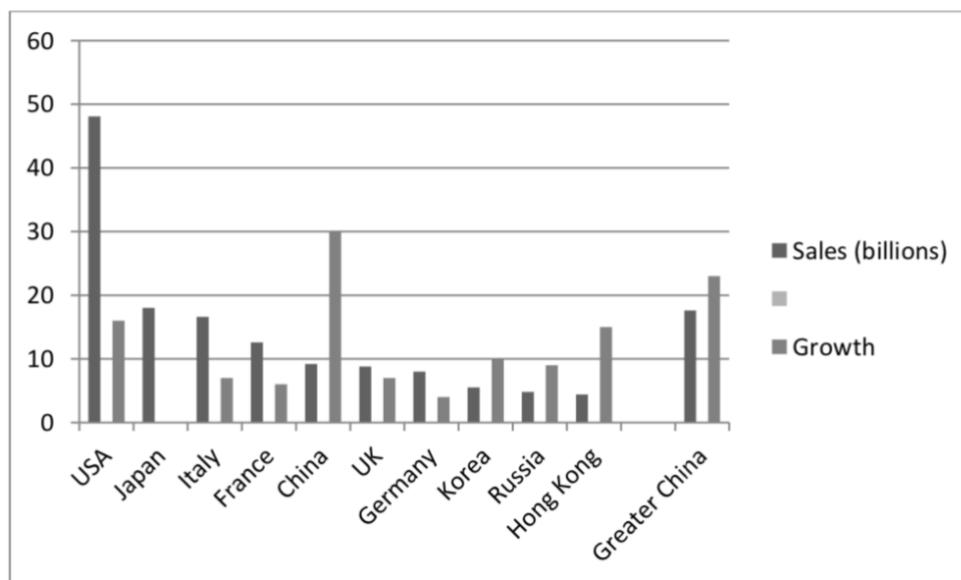


Figura 4.3: Tassi di crescita per area geografica del mercato dei beni di lusso nel 2010

Fonte: <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/lt20110613009.pdf>

<sup>61</sup> <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/lt20110613009.pdf>

Sebbene al tempo l'Europa rappresentasse il 37% del mercato dei *luxury goods* a livello aggregato mondiale, il tasso di crescita annuo era stato più basso del 3% dal 2005 al 2010. Similmente, il continente americano rappresentava il 31% del settore, ma il tasso di crescita era molto minore dell'1%, con la maggior parte delle vendite e della crescita provenienti dagli Stati Uniti. Al contrario, nelle regioni dell'Asia Pacifica si registrava il tasso di crescita più alto, con una percentuale del 16% ma in forte crescita. Tale crescita era guidata principalmente dalla Cina, in cui il tasso era stato del 30% nel 2009, e nel triennio 2007-2010 era stato in media del 27%. Le previsioni stimavano un tasso di crescita medio nei cinque anni successivi pari al +5% per l'Europa e per il Continente Americano, e pari al +10/11% per l'Asia (con un +15/20% solo in Cina)<sup>62</sup>.

Per capitalizzare su questa crescita, Prada aveva formulato una strategia di espansione nel continente asiatico tramite il canale *retail* con l'apertura di propri negozi.

Per capire appieno la situazione finanziaria in cui Prada versava prima della quotazione, è importante considerare che l'ammontare di debito maturato era da imputare, almeno in parte, ad una buona dose di sfortuna con le IPO e alla serie di acquisizioni che aveva effettuato dieci anni prima. La creazione di un portafoglio di *luxury brands* avrebbe potuto essere un successo se non fosse stato per l'attacco terroristico alle Torri Gemelle e per la *Great Financial Crisis*, che portarono al rinvio della quotazione in Borsa della società.

Per quanto riguarda l'assetto societario del gruppo, la situazione nel 2011 vedeva Miuccia Prada e suo marito, nonché CEO, Patrizio Bertelli possedere la maggior parte di Prada S.p.A.. Quello di Prada è il classico modello di impresa italiana caratterizzata da uno stretto controllo (95%) da parte della famiglia fondatrice su tutte le società del gruppo.

La struttura proprietaria del gruppo antecedente la quotazione può essere osservata nella Figura 4.4.

---

<sup>62</sup> Shapp S. (2012), *Prada: to IPO or not to IPO: that is the question, again*, Richard Ivey School of Business

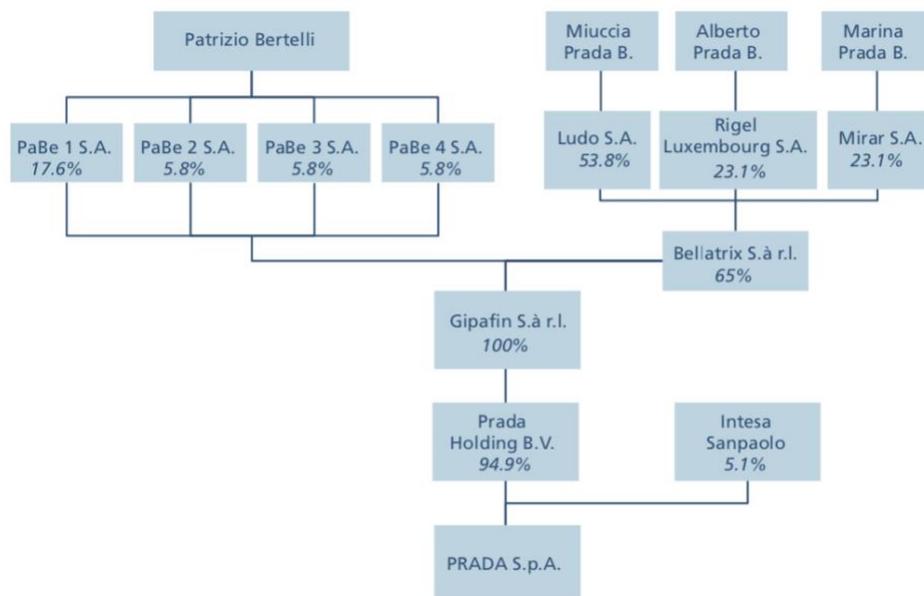


Figura 4.4: La struttura proprietaria del Gruppo Prada nel 2011

Fonte: <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/ltn20110613009.pdf>

La struttura proprietaria del Gruppo dopo la quotazione può essere osservata nella Figura 4.5.

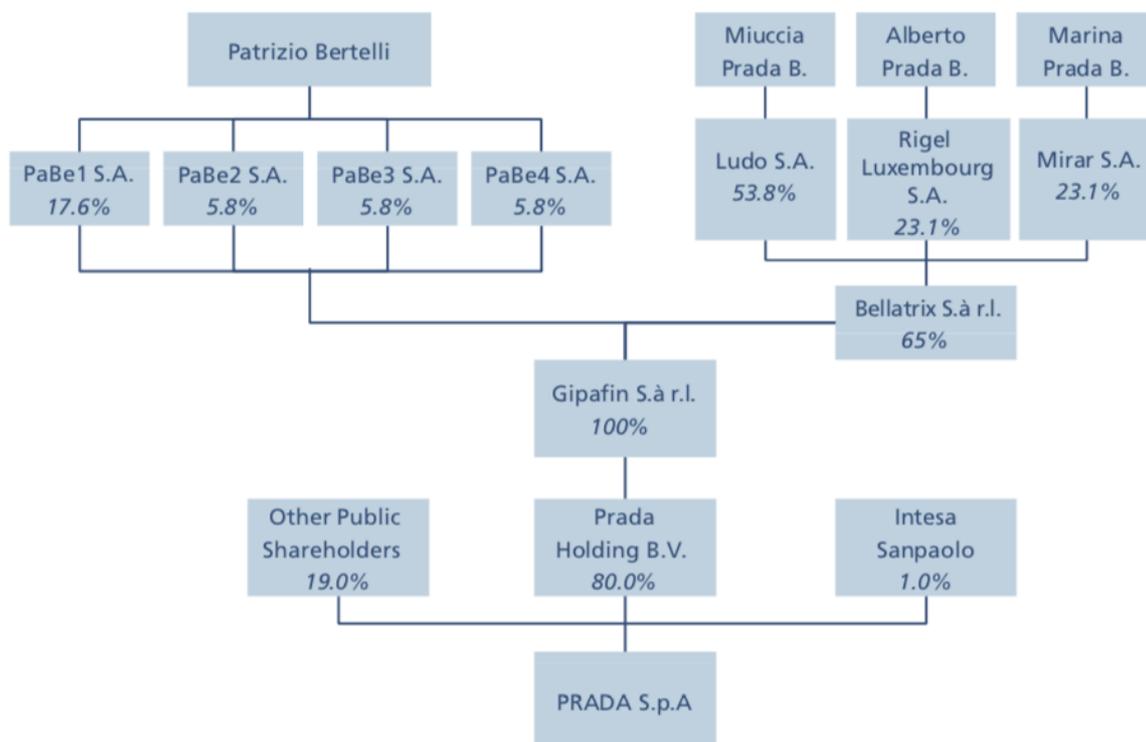


Figura 4.5: La struttura proprietaria del Gruppo Prada dopo la quotazione in Borsa

Fonte: <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/ltm20110613009.pdf>

#### 4.4 La scelta della quotazione

Dopo aver analizzato la situazione finanziaria di Prada nel triennio antecedente la sua quotazione in Borsa, risulta chiaro come la scelta di effettuare un'IPO sia stata dettata dal bisogno di attingere a una grande quantità di nuove risorse finanziarie in tempi brevi.

Alternativamente, la società avrebbe potuto raccogliere risorse sia tramite la sottoscrizione di nuovo debito, sia tramite il ricorso al *private equity*. In entrambi i casi però, ciò avrebbe portato all'ingresso nel Consiglio di Amministrazione di nuovi esponenti esterni. La società voleva invece mantenere il pieno controllo, avendo già dovuto aprire il proprio *board* all'ingresso di Unicredit e vendere il 5% della società a Banca Intesa nel 2001.

Come sottolineato nel paragrafo precedente, la società aveva già provato a quotarsi per ben quattro volte dal 2001, ed ogni volta era stata costretta a rimandare l'operazione a causa di condizioni avverse nei mercati finanziari. Sebbene le condizioni dei mercati apparissero molto più stabili ad inizio 2011, il futuro prossimo rimaneva incerto, ed un'incertezza generale dei mercati poteva tradursi in una quotazione *flop*.

Nonostante le preoccupazioni era evidente che Hong Kong stesse dominando il mercato mondiale delle IPOs. Nel 2010, un quinto delle *Initial Public Offerings* mondiali erano state effettuate nella Borsa Hong Kong<sup>63</sup>. Anche per questo motivo, il listino asiatico rappresentava un focolaio di opportunità per la società. Se Prada avesse optato per la quotazione ad Hong Kong sarebbe diventata la prima società europea ad offrire le proprie azioni in una Borsa asiatica. Inoltre, dato il successo registrato nei paesi asiatici, la società avrebbe ottenuto una valutazione sicuramente maggiore rispetto a quella che avrebbe ottenuto in Europa.

I vantaggi che la quotazione nel listino asiatico avrebbe apportato a Prada erano ben evidenti. Tuttavia, la società avrebbe dovuto superare anche significativi ostacoli. In primo luogo, la Borsa di Hong Kong era il mercato più costoso, tra quelli maggiormente sviluppati, in cui collocare le azioni. Gli investitori avrebbero dovuto quindi sostenere un onere maggiore per acquistare e vendere azioni Prada ad Hong Kong piuttosto che negli Stati Uniti o nel Regno Unito. Gli alti costi avrebbero potuto portare ad una discesa dell'interesse degli investitori, e ad un'eventuale quotazione *flop*. In secondo luogo vi era il problema del diverso regime di

---

<sup>63</sup> [www.reuters.com](http://www.reuters.com)

tassazione tra il *paradiso fiscale* di Hong Kong e l'Italia. L'applicazione, anche parziale, del regime fiscale italiano, rappresentava un deterrente per gli investitori asiatici, e di conseguenza una possibile minaccia per il successo della quotazione di Prada.

Per risolvere il problema, la società avrebbe potuto effettuare un *cross-list*, vendendo una parte delle proprie azioni a Milano ed una parte ad Hong Kong.

Alternativamente all'offerta integrale delle proprie azioni nella Borsa di Hong Kong, Prada avrebbe potuto optare per la quotazione delle proprie azioni nella Borsa di Milano e degli *Hong Kong Depositary Receipts* in quella asiatica.

I *depositary receipt* (DR) sono certificati negoziabili emessi da una banca rappresentativi di azioni di una società estera negoziate nella Borsa locale, che forniscono agli investitori l'opportunità di detenere azioni quotate in mercati esteri. Questi certificati rappresentano quindi un'alternativa all'acquisto diretto delle stesse. Sono particolarmente attraenti agli occhi degli investitori in quanto permettono di diversificare il portafoglio ed acquistare azioni di società estere in maniera più conveniente rispetto all'acquisto diretto di azioni nelle borse estere<sup>64</sup>.

I *depositary receipt* quotati alla Borsa di Hong Kong (chiamati *Hong Kong Depositary Receipts* o HKDR) potevano rappresentare per Prada un buon compromesso tra l'offerta diretta delle proprie azioni sul listino asiatico ed il problema del diverso regime di tassazione tra Hong Kong e l'Italia.

Si può delineare una sola motivazione dietro l'IPO che Prada effettuò nel Giugno del 2011, e cioè la necessità di accedere a nuovo capitale. Questo avrebbero permesso alla società sia di ripagare i gravosi debiti che aveva sottoscritto negli anni precedenti, e che stavano arrivando a scadenza, sia di continuare a finanziare la sua espansione internazionale, soprattutto nel continente asiatico dove le stime di crescita erano particolarmente rosee.

Che l'Asia rappresentasse il futuro per Prada lo si era già visto nel 2010, quando sommando Macao, Taiwan e Hong Kong il fatturato della società era cresciuto del +75% arrivando a € 389 milioni, pari a un quinto delle vendite totali<sup>65</sup>.

I dati mostrano come la Cina stesse maturando una vera e propria ossessione per il lusso in quegli anni. Il contributo del paese alla crescita organica media dei ricavi dei gruppi europei del settore quotati in Borsa è stata, dal 2007 al 2009, rispettivamente del 40, 45 e 30%<sup>66</sup>. Per i

---

<sup>64</sup> [www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

<sup>65</sup> Bottelli P., "La moda si vende sulla via della seta", *ILSole24Ore*, p.29, 21 Maggio 2011

<sup>66</sup> [www.hsbc.co.uk](http://www.hsbc.co.uk)

*big brands* del lusso era quindi indispensabile presidiare il mercato asiatico, sia con la presenza diretta tramite il canale *retail*, sia sotto il profilo più strettamente finanziario.

Nell'anno precedente alla quotazione di Prada, le IPO alla Borsa di Hong Kong avevano raccolto in aggregato ben \$ 57,8 miliardi, una cifra da *record* del quale il marchio milanese guidato da Miuccia Prada e Patrizio Bertelli non poteva non approfittare<sup>67</sup>.

L'avventura di Prada sul mercato di Hong Kong inizia il 20 Maggio 2011, con il via libera alla quotazione dalla *Securities and Futures Commission*, l'autorità di controllo della Borsa di Hong Kong. La società, guidata dal consorzio composto da Banca Imi (gruppo Intesa Sanpaolo), Credit Agricole, Goldman Sachs e UniCredit, si presentò agli investitori con un fatturato in aumento del +31% rispetto all'anno precedente (pari € 2,05 miliardi) e un Margine Operativo Lordo (EBITDA) da € 535,9 milioni, in crescita del +85%<sup>68</sup>.

Con una valorizzazione stimata di € 9 miliardi (un valore pari a 23 volte l'utile atteso per il 2011), la quotazione viene programmata per il 24 Giugno 2011. L'offerta prevedeva che al mercato andasse il 20% del capitale sociale. L'IPO di Prada prevedeva sia la cessione di azioni già facenti parti del capitale sociale, sia la sottoscrizione di azioni derivanti da un aumento di capitale contestuale alla quotazione. Si trattava quindi di una OPVS (Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione), composta per il 14% da azioni derivanti da un aumento di capitale sociale, mentre il restante 86% fu messo in vendita dai due azionisti. Il 90% dell'offerta era destinato a investitori istituzionali ed il 10% a agli investitori *retail*. Le azioni messe in vendita dai due soci (Prada Holding BV e Intesa SanPaolo) più le azioni offerte in sottoscrizione derivanti da un aumento di capitale furono 423,3 milioni, ad un prezzo finale di HK\$ 39,5 l'una<sup>69</sup>

La società dovette adattare le proprie pretese ed aspettative alla volatilità del mercato, e dall'IPO riuscì a raccogliere una cifra leggermente sotto le aspettative, che l'azienda aveva stimato intorno ai \$ 2,6 miliardi. Tale cifra derivava dal prodotto fra il numero di azioni messe in vendita e offerte in sottoscrizione e il prezzo di ogni singola azione calcolato a HK\$ 42,5. Questo prezzo era il valore medio della forchetta inizialmente individuata, un *range* che oscillava fra HK\$ 36,5 e HK\$ 48. Tuttavia, a causa delle condizioni di mercato non particolarmente incoraggianti, la forchetta di prezzo venne rivista e modificata in HK\$ 39,5-42,25<sup>70</sup>.

---

<sup>67</sup> [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

<sup>68</sup> D'Ascenzo M., "Prada, parte l'Ipo da 2 miliardi", *IlSole24Ore*, 21 Maggio 2011

<sup>69</sup> <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/ltm20110613009.pdf>

<sup>70</sup> "Prada riduce la forchetta di prezzo per l'IPO a Hong Kong. Gli investitori cinesi temono le tasse italiane", *IlSole24Ore*, 16 Giugno 2011

Il primo giorno di negoziazioni si chiuse con un rialzo del +0,25% a HK\$ 39,6, un esordio *soft* che in ogni caso rappresentò il collocamento più alto di sempre nella storia dei *personal luxury goods*, e generò un ingente scambio di titoli (75,3 milioni, per un controvalore di quasi HK\$ 3 miliardi)<sup>71</sup>.

Sebbene il prezzo finale era ben al di sotto di quello preventivato inizialmente dalla direzione finanziaria di Prada, l'IPO dell'azienda milanese fu la maggiore quotazione in termini di valore sino a quel momento nel 2011, sia per il mercato asiatico sia per l'intero panorama borsistico mondiale.

Il risultato che Prada ottenne risulta ancora più apprezzabile a distanza di anni. Nel Giugno 2011 il mondo intero guardava con apprensione sia alle vicende che stavano coinvolgendo il sistema economico greco, e che avrebbero potuto influenzare l'intero quadro dell'Eurozona, sia al rallentamento della crescita del mercato cinese. Per queste ragioni, il risultato economico ottenuto dalla società è da considerare un vero e proprio successo.

La quotazione di Prada venne vista come un test chiave per l'Hong Kong Stock Exchange, che grazie all'operazione si augurava di riuscire ad attrarre un maggior numero di compagnie straniere e affermarsi come maggiore mercato mondiale per le IPO.

Come analizzato in precedenza, gli investitori locali furono disincentivati dall'investire in Prada a causa del diverso regime di tassazione tra i due paesi, in particolare per la più gravosa tassazione sui dividendi che avrebbero dovuto eventualmente sopportare.

Con la quotazione, Intesa Sanpaolo vide la propria partecipazione scendere all'1%, dopo aver conferito all'offerta il 4% incamerando € 360 milioni e ottenendo una plusvalenza di € 255 milioni sulla partecipazione rilevata nel Dicembre 2006.

Nonostante la rettifica nel prezzo resa necessaria a causa della condizione sfavorevole in cui versava la generalità dei mercati finanziari, la quotazione di Prada ha segnato la storia del settore del *fashion & luxury* italiano. Tramite l'operazione, la società è diventata simbolo dell'internazionalizzazione dell'alta moda italiana, dando via alla serie di quotazioni delle imprese del settore che ha caratterizzato il biennio 2012-2014.

La bontà dell'operazione di *Initial Public Offering* di Prada può essere apprezzata guardando al *boom* che gli utili ebbero nel 2011. La società chiuse l'esercizio con un utile netto in crescita del +72,2%, pari a € 431,9 milioni, segnando il miglior risultato di sempre del Gruppo e superando le stime degli analisti<sup>72</sup>.

---

<sup>71</sup> Bottelli P., "Esordio positivo per Prada. Intesa cede parte della quota", *IlSole24Ore*, p. 35, 25 Giugno 2011

<sup>72</sup> D'Ascenzo M., "Prada, vola l'utile netto 2011", *IlSole24Ore*, p.36, 30 Marzo 2012

## 4.5 Conclusione

Il Gruppo Prada è da sempre sinonimo di indipendenza ed avanguardia. La lungimiranza del management che nell'estate del 2011, nel bel mezzo della Crisi dei Debiti Sovrani, decise di quotare la società nella Borsa di Hong Kong, ha permesso alla stessa di diventare uno dei maggiori *player* del settore a livello mondiale, e di acquisire una posizione dominante nei mercati asiatici.

Con la sua IPO, Prada ha allargato gli orizzonti del lusso, scacciando via la paura di confrontarsi con una cultura completamente diversa rispetto a quella occidentale, a cui il settore si era storicamente rivolto. Con una strategia unica rispetto a tutte le altre aziende del suo settore, e in un periodo critico per la storia economica dell'Europa, Prada è penetrata nel mercato asiatico, ponendo le basi per il suo sviluppo futuro. La quotazione ha permesso alla società di beneficiare di numerosi vantaggi e di rinascere in una veste nuova, pubblica e maggiormente internazionale.

Grazie all'operazione, Prada è riuscita a indirizzare la propria offerta verso i mercati emergenti, in particolare verso quello cinese, prima dei propri *competitors*, e ciò le ha permesso di godere in modo privilegiato della crescente domanda di beni di lusso che ha caratterizzato, e caratterizza tutt'oggi, suddetti mercati.

Nonostante lo stretto controllo familiare che caratterizza la maggioranza delle imprese italiane (Prada compresa), la società è stata fautrice dell'innovazione intesa come attitudine nei confronti del mercato, permettendole di trasformare le (apparenti) minacce provenienti dai paesi emergenti in opportunità.

## CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha evidenziato come il processo di quotazione sia complesso sotto molti punti di vista, e come la decisione di effettuare un'operazione di IPO coinvolga non solo la società ed i suoi *partners*, ma più in generale tutti gli *stakeholders* della stessa.

Sebbene la quotazione esponga la società al sostenimento di significativi costi e rischi, questi vengono nettamente superati dai benefici che questa apporta.

La meticolosa analisi di tutte le fasi che compongono il processo di IPO ha evidenziato la centralità della fase di *pricing*. Questa, invece di essere circoscritta in un determinato arco temporale, si estende per tutta la durata dell'operazione stessa, arricchendosi di fase in fase grazie alla produzione di informazioni. Il *pricing* determina il successo dell'operazione, e la sua definizione prevede la mediazione degli interessi, spesso contrastanti, di tutti i soggetti coinvolti.

Il mercato azionario italiano risulta tutt'oggi poco sviluppato. Le motivazioni sono da ricercare nel fatto che l'Italia, ed in generale la totalità dei paesi europei, sono storicamente *bank-oriented*, e tendono a finanziare le proprie attività ricorrendo esclusivamente al canale bancario. Ciò preclude loro la possibilità di beneficiare di una diversificazione delle fonti di finanziamento, e aumenta il costo dello stesso.

Il fenomeno è ancora più accentuato se si restringe l'analisi al settore della moda. In una realtà industriale caratterizzata da medie imprese a conduzione familiare, la finanza ha storicamente ricoperto un ruolo marginale.

È stato proprio grazie alla quotazione di Prada nel 2011 che si è assistito ad un'inversione di questo trend, per cui le imprese di *fashion & luxury* hanno cominciato a vedere i mercati azionari come una valida alternativa al canale bancario, ma soprattutto come un presupposto fondamentale per poter competere a livello internazionale.

Il settore del lusso, ed in particolare del *fashion & luxury* registra tassi di crescita a doppia cifra da vent'anni, e continua a crescere tutt'oggi trainato dalla domanda dei paesi asiatici e del Medio Oriente (in particolare quella cinese).

La lungimiranza del management di Prada ha permesso alla società di penetrare nei mercati asiatici prima dei *competitors*. La Cina è diventata il principale mercato per la società, che è riuscita a capitalizzare sulla crescita della classe media del paese e sul potere d'acquisto della stessa.

La quotazione sull'*Hong Kong Stock Exchange* ha reso Prada la prima società italiana a quotarsi su un listino asiatico, rendendola simbolo dell'internazionalizzazione dell'alta moda italiana e dell'apertura verso i mercati emergenti. Dopo di lei, sono state numerose le imprese del settore che hanno deciso di effettuare un'IPO, o comunque di aprire il proprio capitale, a dimostrazione della bontà dell'operazione che Prada ha effettuato per prima.

Nel primo anno da quotata la società superò il settore, registrando tassi di crescita del fatturato a doppia cifra in diverse aree geografiche e segnando il miglior risultato di sempre, a dimostrazione del fatto che i benefici che l'IPO ha apportato alla società sono stati nettamente superiori ai costi ed ai rischi sostenuti. L'anno da record post-IPO di Prada supporta la tesi che la quotazione rappresenti una rampa di lancio per le società che presentano i requisiti necessari per potervi accedere, e sia diventata ormai fondamentale per competere a livello globale.

## BIBLIOGRAFIA

- “Prada riduce la forchetta di prezzo per l’IPO a Hong Kong. Gli investitori cinesi temono le tasse italiane”, *IlSole24Ore*, 16 Giugno 2011
- Area Studi Mediobanca, “Focus sulla moda (2012-2017)”, 14 Febbraio 2018
- Area Studi Mediobanca, “Indagine sulla moda italiana e i maggiori operatori europei”, Febbraio 2019
- Banfi A. (a cura di) (2013), *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della Borsa*, 7 ed., ISEDI Editore
- Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*
- Borsa Italiana SPA (2010), *Guida pratica alla quotazione: i 10 perché della quotazione in borsa*
- Bottelli P., “Esordio positivo per Prada. Intesa cede parte della quota”, *IlSole24Ore*, p. 35, 25 Giugno 2011
- Bottelli P., “La moda si vende sulla via della seta”, *IlSole24Ore*, p.29, 21 Maggio 2011
- Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006), *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18: 107-117
- Brealey R.A. & Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7. ed., McGraw-Hill, Milano
- Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). *A Theory of the Going-Public Decision*. *The Review of Financial Studies*, 12(2), 249-279
- Corbellini E., Saviolo S. (2007), *L’esperienza del lusso- mondi, mercati, marchi*, Etas Editore
- Crivelli G., “Milano festeggia il debutto record di Cucinelli”, *IlSole24Ore*, 28 Aprile 2012
- Crivelli G., “Moncler, debutto boom a Piazza Affari”, *IlSole24Ore*, 17 Dicembre 2013
- D’Arpizio C., Levato F., “Altagamma 2018 Worldwide Luxury Market Monitor”, Bain & Company, 2018
- D’Arpizio C., Levato F., “Lens on the worldwide luxury consumer. Relevant segments, behaviors and consumption patterns. Nationalities and generations compared”, Bain & Company, 14 Gennaio 2014

- D'Ascenzo M., "Prada, parte l'Ipo da 2 miliardi", *IlSole24Ore*, 21 Maggio 2011
- D'Ascenzo M., "Prada, vola l'utile netto 2011", *IlSole24Ore*, p.36, 30 Marzo 2012.
- Deloitte, "Global power of luxury goods 2017. The new luxury consumer", 2017
- Fabrizi P.L (2016), *Economia del mercato mobiliare*, 6 ed., EGEA
- Fabrizio S. & Samà M. (2001), *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995- 1998: una valutazione dell'Underpricing e della long-run underperformance*, Quaderni di Finanza n.44, Consob
- Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano
- Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709
- Jenkinson T. & Ljungqvist A. (2001), *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*, 2. ed., Oxford University Press
- Ko E., Costello J.P., Taylor C.R. (2019), *What is a luxury brand? A new definition and review of the literature*, *Journal of Business Research*, Vol. 99, pp. 405-413
- L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), *IPO underpricing in Italy*, *Applied Financial Economics*, 14:3, 179-194
- Lin J.F., "L'economia della nuova era cinese", *IlSole24Ore*, 19 Dicembre 2017
- Lucas, D., & McDonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043
- Ossevatorio Altagamma 2018, "Alto di gamma in buona salute: crescita del +5% nel 2018"
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*. *The Journal of Finance*, 53: 27-64
- Pambianco, "Le quotabili. Rating 2017"
- Ritter, J. R. and Welch, I. (2002), *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. *The Journal of Finance*, 57: 1795-1828
- Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced*, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp. 187-212
- Shapp S. (2012), *Prada: to IPO or not to IPO: that is the question, again*, Richard Ivey School of Business
- Visentini G., *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi; la riforme; oggi*, Relazione al convegno "Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti", Luiss Guido Carli, 2007

## SITOGRAFIA

- <http://investor.brunellocucinelli.com/yep-content/media/prospetto-informativo.pdf>
- <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2011/0613/lt20110613009.pdf>
- <https://www.bancadibologna.it/files/10528/attachment/opv-moncler-prospetto-informativo.pdf>
- [https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta_pdf.htm)
- <https://www.investopedia.com/terms/d/depositoryreceipt.asp>
- [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)
- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- [www.brunellocucinelli.it](http://www.brunellocucinelli.it)
- [www.evaluation.it](http://www.evaluation.it)
- [www.ft.com](http://www.ft.com)
- [www.hsbc.co.uk](http://www.hsbc.co.uk)
- [www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)
- [www.monclergroup.it](http://www.monclergroup.it)
- [www.pambianco.com](http://www.pambianco.com)
- [www.pradagroup.com](http://www.pradagroup.com)
- [www.reuters.com](http://www.reuters.com)
- [www.statista.com](http://www.statista.com)