

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

Le operazioni di M&A nel settore del lusso: il fenomeno “Luxury Conglomerates”

Prof. Paolo Boccardelli

RELATORE

Prof. Luca Pirolo

CORRELATORE

Beatrice Cantini Matr. 704071

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

A me ed alla mia fantasia, che trasforma in pianeti i sassi.
Tamashii.

INDICE

INTRODUZIONE	1
1. M&A OPERATIONS LITERATURE REVIEW	
1.1 La strategia di diversificazione tramite <i>merger e acquisition</i>	3
1.1.1 Una classificazione delle operazioni di M&A	4
1.2 Le motivazioni alla base: un'analisi dei principali contributi teorici	7
1.3 Gli effetti: sinergie ed economie di scala affiancano non trascurabili rischi	18
2. IL MERCATO DELLE M&A E GLI EFFETTI DELLA PANDEMIA COVID-19	
2.1 Lo scenario evolutivo delle M&A a livello globale: “le <i>merger waves</i> ”	29
2.2 Il mercato M&A 2019: la situazione pre-pandemia a livello mondiale	34
2.2.1 L'attività di M&A in Italia prima del virus: un mercato da € 52 miliardi	39
2.3 L'attuale volto del mercato globale M&A impattato dal Covid-19	44
2.3.1 La situazione M&A in Italia nel primo trimestre 2020	51
2.4 Le previsioni sull'attività di investimento post-pandemia nel segmento <i>Fashion & Luxury</i> in Italia e nel mondo	54
2.4.1 Il Caso Brooks Brothers: la bancarotta e la vendita dopo il Covid-19	58
3. IL MERCATO DEI BENI DI LUSSO ED IL FENOMENO “CONGLOMERATIONS”	
3.1 Il mercato dei beni ad elevato valore simbolico: definizione ed individuazione delle peculiarità	60
3.2 Il “fenomeno conglomeration” come risposta alla globalizzazione del mercato	71
3.2.1 Le acquisizioni nel lusso: verticali, orizzontali, concentriche e conglomerate	72
3.2.2 Le conglomerazioni nel settore moda e lusso ed i percorsi di crescita dei principali luxury players	77
3.3 Una <i>overview</i> del mercato globale dei beni di lusso: chi domina la scena? In quali aree geografiche?	83
3.4 Uno sguardo al futuro: i trend di sviluppo del settore fashion e luxury	91

4. I CASI DI STUDIO: UN'ANALISI DI QUATTRO OPERAZIONI DI M&A ATTUATE DAI TRE PRINCIPALI *LUXURY CONGLOMERATES*

Louis Vuitton Moët Hennessy

4.1 I pilastri del modello operativo di successo di LVMH e le attuali evidenze di business del leader mondiale del lusso	99
4.2 L'operazione di M&A tra Louis Vuitton Moët Hennessy e Bulgari	104
4.3 Un altro caso di successo: l'operazione di M&A LVMH – Loro Piana	111

Kering

4.4 La strategia di crescita di Kering e le odierne evidenze di business	118
4.5 Un'operazione di M&A correlata: il caso Kering – Brioni	124

Compagnie Financière Richemont

4.6 Il Gruppo Compagnie Financière Richemont e la sua strategia	130
4.7 M&A nel canale <i>e-commerce</i> : il caso Richemont – Yoox Net-A-Porter	134

CONCLUSIONI	141
-------------	-----

BIBLIOGRAFIA	143
--------------	-----

SITOGRAFIA	155
------------	-----

RINGRAZIAMENTI	157
----------------	-----

RIASSUNTO	159
-----------	-----

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA DEL RIASSUNTO	172
---	-----

INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone l'obiettivo di analizzare le modalità con le quali la strategia di diversificazione – mediante attuazione di operazioni di *mergers and acquisitions* – è stata, ed è, in grado di creare valore per i più grandi *players* del settore lusso, operanti sotto forma di conglomerati e per questo definiti “*Luxury Conglomerates*”. Nel settore in questione, il “fenomeno *conglomeration*” ha iniziato a svilupparsi circa un decennio fa ed ha visto alcuni attori del mercato dei beni ad elevato valore simbolico aggregarsi in grandi gruppi di imprese, operanti in modo capillare in ogni settore del mercato del lusso, sotto la medesima *governance*. Ne è un esempio il gruppo LVMH, presente nei cinque più importanti settori del mercato in questione: vini e alcolici, moda e pelletteria, profumi e cosmetici, orologi e gioiellerie e distribuzione selettiva.

Il tema descritto è stato trattato mediante una suddivisione dello stesso in quattro capitoli. Procedendo con ordine, il primo capitolo è stato dedicato ad una revisione della letteratura, imprescindibile per una profonda comprensione del tema esposto. In questa sezione, le operazioni di M&A sono state classificate secondo vari criteri, come il rapporto intercorrente tra *bidder* e *target* – il quale distingue le M&A in orizzontali, verticali e conglomerali – l'area economica di provenienza delle imprese coinvolte e, infine, in base al razionale sottostante questo tipo di operazioni.

Inoltre, un'analisi dei principali contributi teorici ha – in questo primo capitolo – accompagnato la comprensione del tema, portando alla luce varie teorie utilizzate per comprendere le motivazioni alla base delle scelte di fusione ed acquisizione. In stretta connessione con quest'ultime, sono stati qui descritti anche gli effetti positivi scaturenti dall'attuazione delle suddette operazioni – come lo sfruttamento delle economie di scala e la formazione di effetti sinergici tra gli attori coinvolti – ma anche i non trascurabili rischi e svantaggi suscettibili a provenire dalle stesse.

Successivamente ad un *excursus* storico circa il fenomeno degli andamenti ciclici, o “*merger waves*”, caratterizzanti le operazioni di fusione ed acquisizione, il secondo capitolo ha perseguito l'obiettivo di descrivere, dopo un *update* sui recenti andamenti del mercato M&A nel mondo ed in Italia, gli effetti che la pandemia – scatenata dalla diffusione del *virus* Covid-19 – ha prodotto nel mercato delle operazioni oggetto di studio. L'impossibilità di viaggiare ed incontrarsi (presupposti essenziali per attivare accordi di

fusione ed acquisizione), uniti alla necessità delle imprese di fronteggiare con priorità assoluta il nuovo contesto di riferimento, sono solo alcune tra le motivazioni che hanno concorso ad un calo nell'attuazione di M&A e ad annullamenti di operazioni annunciate mesi prima, soprattutto nel secondo trimestre dell'anno in corso.

In questo nuovo scenario, il settore *Fashion & Luxury* è una delle *industry* che maggiormente ha risentito degli effetti che la situazione di emergenza sanitaria indotta dal *virus* ha prodotto: quest'ultima crisi, infatti, si va a sommare ad un già instabile contesto macroeconomico che – inevitabilmente – non favorisce gli investimenti.

In questa sezione, inoltre, è stato descritto il caso dell'azienda di abbigliamento Brooks Brothers, la storica realtà produttiva messa in ginocchio dal Coronavirus, la quale – dopo aver dichiarato bancarotta – è stata acquisita da Authentic Brands Group.

Le peculiarità relative al mercato dei beni ad elevato valore simbolico – definito come “somma di nicchie globali” – sono discusse nel Capitolo 3, dedicato a descrivere il settore di operatività delle *luxury conglomerates* al fine di illustrarne le macro-caratteristiche salienti con riguardo ai consumatori, alla “globalità” del mercato ed all'elevata redditività che lo contraddistingue. È questa terza sezione quella in cui si descrive il “fenomeno *conglomerations*”, il quale – susseguente alla globalizzazione – riguarda il rafforzamento da parte delle imprese operanti nei settori del lusso, con la finalità di riuscire a competere in molteplici aree a livello internazionale: è per questo motivo che, a fianco di molte imprese *monobrand*, negli anni alcuni *players* hanno dato avvio ad operazioni di integrazione mediante M&A, generando gruppi diversificati aventi il controllo di numerosi *brand* appartenenti al mercato dei beni di lusso.

La condivisione delle risorse a livello di gruppo, suscettibile a dar vita a sinergie intelligenti che permettono a ciascun *brand* di trarre vantaggio dal conglomerato di appartenenza, è uno dei principali razionali strategici con i quali sono mosse le operazioni di M&A nel settore al centro dell'attenzione. Con l'obiettivo di analizzare le specificità ed osservare le evidenze di quanto affermato, il capitolo quattro prende in considerazione quattro operazioni di M&A attuate dai tre principali Luxury Conglomerates a livello mondiale: il conglomerato francese Louis Vuitton Moët Hennessy, il gruppo Kering ed il conglomerato svizzero Compagnie Financière Richemont. Dopo un'introduzione alle evidenze di ciascun Gruppo, le analisi sono orientate a mettere in luce i razionali strategici di ciascuna acquisizione ed i risultati qualitativi e quantitativi raggiunti dalle stesse.

Capitolo I

M&A Operations Literature Review

1.1 La strategia di diversificazione tramite *merger e acquisition*

Nell'ambito delle strategie di crescita, la strategia di diversificazione costituisce una modalità di espansione dell'impresa in nuove aree di business, più o meno correlate a quella di origine. È definita come una strategia capace di allontanare l'organizzazione sia dai suoi mercati di operatività sia dai suoi prodotti, aumentando radicalmente la propria ampiezza in varie possibili direzioni ¹:

- All'interno della propria *value chain*, ossia verticalmente, espandendosi a monte e/o a valle: in questo caso, si parla di integrazione verticale;
- Al di fuori della propria catena del valore, ossia orizzontalmente, espandendosi in aree suscettibili ad essere più o meno simili al proprio *core business*;
- Al di fuori del proprio mercato di origine, ossia internazionalizzandosi, espandendosi nei mercati esteri.

“L'estensione di questi confini corrisponde a precise opzioni di crescita dell'impresa.” ²

Proprio per questo, ciascuna delle alternative sopra elencate è spinta da motivazioni distinte, porta all'ottenimento di vantaggi specifici ed ha dei rischi e delle implicazioni strategiche ed organizzative proprie, per quanto sia corretto affermare che un'impresa possa decidere di espandersi – contemporaneamente – in più di una direzione.

Concentrando l'attenzione su quelle che sono le modalità mediante le quali è possibile attuare una strategia di diversificazione, individuiamo – insieme con le operazioni di crescita interna e gli accordi strategici – le operazioni di fusione e acquisizione, focus del presente elaborato.

La fusione e l'acquisizione sono solite essere accostate nella sigla M&A, iniziali del corrispettivo nome inglese “merger and acquisition”. Con la finalità di fornirne una definizione generale, è possibile descrivere le suddette operazioni come attività di finanza straordinaria in grado di modificare l'assetto proprietario di due o più realtà aziendali.

¹ Gerry Johnson, Kevan Scholes and Richard Whittington, *Exploring Corporate Strategy: text & cases* (Harlow: Pearson Education, 2008), 262.

² Franco Fontana and Paolo Boccadelli, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita* (Milano: Hoepli, 2015), 3.

Tuttavia, nonostante l'accorpamento in un'unica sigla, le operazioni di acquisizione sono profondamente diverse dalle operazioni di fusione: mentre con le prime la società acquisita e la società acquirente mantengono le proprie originarie strutture giuridiche, nella fusione le società partecipanti si uniscono in un'unica entità, la quale – a seconda del tipo di fusione – può essere preesistente all'operazione o creata *ex novo*. In altre parole, mentre attraverso l'operazione di *merger* due o più imprese si fondono nella creazione di una nuova organizzazione o nella costituzione di una *holding company*, l'acquisizione consiste nell'acquisto di azioni o *asset* da parte di una società per ottenere un'influenza gestionale su di un'altra, non necessariamente favorevole all'operazione. Volendo, in questa sede, concentrare l'attenzione sulle conseguenze che la crescita esterna mediante M&A è in grado di produrre sulle aziende che ne sono coinvolte, sfrutteremo in modo intercambiabile i due termini, giacché gli effetti che producono sono diffusamente considerati i medesimi. Abbraceremo, dunque, l'idea che – per mezzo di tale operazione straordinaria – “due società (o più) aventi una proprietà separata, ora operino sotto lo stesso tetto, al fine di raggiungere obiettivi strategici o finanziari.”³

1.1.1 Una classificazione delle operazioni di M&A

Prima di procedere con lo studio di quelle che sono le cause e gli effetti prodotti dalla strategia di diversificazione mediante *merger* e *acquisition*, se ne delineano le principali tipologie, classificandole – inizialmente – sulla base della relazione che intercorre tra l'impresa acquirente e l'impresa target:

- M&A orizzontale: l'impresa acquirente e l'impresa target appartengono allo stesso settore all'interno del quale operano in concorrenza, mediante l'offerta di output simili, per caratteristiche tecniche e per utilizzabilità.
- M&A verticale: le imprese coinvolte nell'operazione operano a livelli diversi della medesima catena del valore e sono legate da rapporti cliente-fornitore o acquirente-venditore.

³ Andrew J. Sherman, *Mergers & Acquisitions: from A to Z* (New York: American Management Association, 2011), 3.

- M&A conglomerale: le organizzazioni protagoniste dell'operazione di acquisizione conglomerale operano in settori molto diversi tra loro e, pertanto, svolgono attività non correlate.

L'area economica di provenienza delle imprese, inoltre, contribuisce a distinguere le operazioni di merger e acquisition tra *domestic* e *cross-border*: le prime si realizzano tra imprese aventi sede ed operanti nel medesimo luogo e le seconde – al contrario – mettono in relazione organizzazioni che operano in economie diverse, o imprese operanti all'interno della medesima area economica ma appartenenti a paesi differenti.⁴

Seguendo – invece – la logica di classificazione proposta da Joseph L. Bower, possiamo ancora distinguere le operazioni oggetto di analisi in ulteriori cinque diverse tipologie, sulla base della motivazione ad esse sottostante⁵:

- *The overcapacity M&A*: si tratta di operazioni attuate in risposta ad un contesto di operatività caratterizzato da una situazione di overcapacity. In particolare, si fa riferimento a settori maturi e *capital-intensive*.

In questa circostanza, dunque, l'impresa si trova a dover scegliere di acquisire un'altra impresa per evitare di essere a sua volta acquisita: l'operazione le consentirà una razionalizzazione dei processi, un'eliminazione delle strutture poco competitive ed un contemporaneo miglioramento dell'efficienza, a fianco ovviamente di un maggior potere di mercato. Tuttavia, non è raro che si manifestino delle criticità capaci di vanificare il potenziale dell'operazione.

Le differenze culturali, ad esempio, possono rappresentare un ostacolo al buon andamento dell'affare, così come le diversità nei processi operativi delle due organizzazioni ora unite.

Di fondamentale importanza risulta, quindi, la consapevolezza che un adeguato piano di integrazione deve essere messo in atto e che certe risorse e valori non possono essere sgretolati.⁶

⁴ Chen Chunlai and Christopher Findlay, "A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC," *Asian-Pacific Economic Literature* 17, no. 2 (2003): 14-38.

⁵ Joseph L. Bower, "Not All M&As Are Alike and That Matters," *Working Knowledge Harvard Business School* (2001). <https://hbswk.hbs.edu/item/not-all-mas-are-alikeand-that-matters>

⁶ *Ibidem*

- *The geographic roll-up M&A*: al contrario del precedente caso, le M&A rientranti in questa categoria si verificano in settori frammentati, molto meno maturi rispetto al proprio ciclo di vita.

Si parla di una circostanza nella quale nessuna impresa domina a livello regionale o nazionale e, le organizzazioni dotate di strategie di successo, si espandono geograficamente, andando ad acquisire entità simili in luoghi adiacenti. La finalità associata a questo tipo di interventi è ritrovabile nella ricerca dell'ottimizzazione tra costi operativi e maggior valore per i *customers*: sono operazioni spinte dalla volontà di realizzare economie di scala e scopo, oltre che dalla *vision* di costituire un big player.

Data l'importanza ricoperta dal cliente in questo tipo di operazioni, è essenziale che – tra l'impresa acquirente e l'impresa target – viga una situazione di comprensione reciproca e che ogni cambiamento sia apportato con una gradualità che consenta di mantenere, tra le due organizzazioni, l'equilibrio utile a non inficiare il valore offerto al consumatore.⁷

- *The product or market extension M&A*: questo tipo di operazioni ha lo scopo di estendere la gamma di prodotti di un'impresa o la sua presenza a livello internazionale. Talvolta simili alle precedenti, questo tipo di M&A si differenzia per coinvolgere accordi tra *big player* e per essere orientata a territori completamente diversi e non sempre adiacenti.

Le criticità che possono emergere nelle acquisizioni oggetto di analisi possono essere riconducibili alle stesse che si ritrovano nelle *overcapacity* M&A, ossia alle problematiche relative all'integrazione dei processi e all'imporsi di nuovi valori tra due aziende dimensionalmente grandi, con processi e modalità proprie e già consolidate. Diversamente, quando l'accordo coinvolge un grande player intenzionato ad acquisire una impresa di ridotte dimensioni, la possibilità che l'affare abbia successo è notevolmente maggiore.

Coinvolgendo realtà appartenenti a paesi anche molto diversi tra loro, occorre porre particolare attenzione anche alla diversa regolamentazione dell'impresa target, oltre che alle differenze culturali, le quali – in questo contesto – sono sicuramente più intense.

⁷ *Ibidem*

Soprattutto, assume un ruolo primario lo studio accurato dell'impresa oggetto di acquisizione, dei suoi processi e dei suoi fattori critici di successo.

- *The M&A as R&D*: rientrano in questa categoria quelle operazioni intenzionate a ridurre i tempi di risposta al mercato. In particolare, sono acquisizioni messe in atto dalle società high-tech al fine di sopperire al sempre più breve ciclo di vita dei propri prodotti. Così, invece di implementare processi di ricerca internamente – che richiederebbero lunghe tempistiche incompatibili con la necessaria reattività di questi settori – decidono di acquisire realtà già sviluppate in materia.

In questa tipologia di affare, come si è detto, la rapidità è essenziale: il processo integrativo deve essere altrettanto e, per questo, l'impresa acquirente deve essere capace di riuscire a trasmettere in modo efficace ed efficiente i propri valori e la propria *vision*.

- *The industry convergence M&A*: le operazioni di M&A appartenenti a quest'ultima categoria si caratterizzano per essere portatrici di una riconfigurazione radicale e implicano la creazione di una nuova *industry*, scommettendo sulla labilità dei confini tra settori diversi, oltre che sul fatto che il nuovo modello di business possa permettere il raggiungimento di maggiori sinergie. Le previsioni e le analisi preventive risultano molto difficili da attuare e il buon esito dell'operazione sembra dipendere – oltre che dalla capacità di integrazione delle entità coinvolte – dal “buon occhio” dell'imprenditore.

L'eliminazione dei processi e delle operazioni che, successivamente all'operazione, risultano simmetrici, resta uno degli obiettivi fondamentali da raggiungere in fase di integrazione. Tuttavia, è vitale abbracciare una visione estremamente flessibile e che miri alla creazione del valore, staccandosi dalla sensazione di certezza che il mantenimento dei soliti meccanismi tende a dare.

1.2 Le motivazioni alla base: un'analisi dei principali contributi teorici

L'attuale scenario competitivo, proprio con riguardo alle operazioni di merger e acquisition, descrive una crescente numerosità di transazioni che coinvolgono l'acquisto di società appartenenti a paesi sviluppati da parte di imprese localizzate in economie emergenti. Il fatto che le imprese dei paesi in via di sviluppo stiano diventando sempre più esperte nell'acquisizione di imprese in mercati sviluppati e che – conseguentemente

– quest’ultime adattino le proprie politiche in relazione alla consapevolezza di questa crescente interdipendenza dalla quale possono trarre vantaggio, porta ad una necessaria rivisitazione di quelle che sono le principali sfide ed opportunità connesse alle operazioni di acquisizione e fusione.

È proprio con riguardo a questo nuovo ambiente competitivo, alla intensa globalizzazione ed ai sostenuti cambiamenti nel settore delle *information and communication technology* che molte imprese hanno compreso la necessità di espandersi a livello globale al fine di difendere la propria competitività.⁸

A spingere il ricorso ad operazioni di *merger e acquisition* è quindi, nell’attuale contesto, non più soltanto l’espressione della volontà dell’impresa di espandersi a livello internazionale ma anche, e sempre di più, l’esigenza di rispondere in modo rapido all’altrettanta veloce evoluzione del contesto economico globale.

I differenti approcci mediante i quali si è indagato sulle operazioni di fusione ed acquisizione da un punto di vista teorico, hanno generato una vastità di considerazioni e studi empirici, i quali hanno avuto l’effetto di produrre una visione frammentata del fenomeno che non ha permesso di giungere ad una concezione unitaria in grado di combinare le eterogenee scuole di pensiero.⁹

Tuttavia, tre filoni teorici hanno impattato in modo considerevole sulla comprensione del tema: la teoria dei costi di transazione, la teoria della dipendenza dalle risorse e la *knowledge-based theory*.

La teoria dei costi transazionali di Williamson segue alla visione tradizionale, propria della teoria neoclassica, che vede le imprese come meccanismi statici ed interagenti tra loro mediante l’acquisizione di input nel mercato e la produzione di output in risposta a segnali esterni. Gli sviluppi di Williamson consistono nell’individuazione di alcuni fattori – principalmente da ricondurre a condizioni ambientali ed a caratteristiche della natura umana – che rendono il mercato un meccanismo di coordinamento delle transazioni sottoposto a fallimento.

Per questo motivo, al ricorrere di queste condizioni fallimentari – individuabili nell’esistenza di costi di transazione connessi allo scambio – l’utilizzo del mercato non è

⁸ Michael A. Hitt, “The new frontier: Transformation of management for the new millennium,” *Organizational Dynamics* 28, no. 3 (2000): 7-17.

⁹ Arturo Capasso and Olimpia Meglio, *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi, esperienze* (Milano: Franco Angeli, 2009), 11.

conveniente e, conseguentemente, il ricorso al meccanismo di coordinamento interno dell'impresa risulta essere la soluzione più efficiente.

Da questa prospettiva teorica è possibile concepire le operazioni di *merger e acquisition* come una risposta all'esistenza di imperfezioni del mercato, le quali rendono queste operazioni "guidate da una logica di riduzione dei costi."¹⁰

Tuttavia, la scelta di acquisire un'altra impresa necessita di basarsi su altri fattori che oltrepassano la mera analisi dei costi.

È proprio in questo frangente che si inserisce la teoria della dipendenza dalle risorse, della quale Salancik è uno degli autori. La teoria parte dall'affermazione che le organizzazioni non siano entità autosufficienti e che, pertanto, per sopravvivere necessitino di reperire risorse dall'ambiente esterno di operatività. L'approccio in questione considera, infatti, la trasferibilità delle risorse e delle competenze di un'impresa come una determinante critica per il raggiungimento di un vantaggio competitivo sostenibile.¹¹

Questo rende le organizzazioni dipendenti dai legami con coloro che, esternamente, dispongono di tali fattori, come i fornitori o i concorrenti: è proprio con la finalità di gestire con successo questa situazione e di fronteggiare l'interdipendenza con i soggetti esterni che gli esponenti di questa teoria affermano l'importanza di acquisire il controllo sulle risorse critiche.

In quest'ottica, quindi, le attività di fusione e di acquisizione sono spinte dalla volontà delle imprese di garantirsi l'accesso a risorse scarse e preziose, nonché fondamentali per la sopravvivenza e la prosperità delle organizzazioni.¹²

Sempre da questa prospettiva, le acquisizioni risultano essere processi mediante i quali le aziende realizzano la possibilità di ridurre l'attinenza a realtà esterne, aumentando il loro potere di mercato e colmando lacune di fattori essenziali.

Una delle risorse più importanti per ottenere un vantaggio competitivo è la conoscenza. Infatti, non lontana dalla teoria della dipendenza delle risorse, la *knowledge-based theory*

¹⁰ Rosa Caiazza, *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo* (Torino: G. Giappichelli Editore, 2011), 53.

¹¹ Jay B. Barney, "Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy," *Management Science* 32, no. 10 (1986): 1231-1241. <https://doi.org/10.1287/mnsc.32.10.1231>

¹² Todd Saxton, "The Effects of Partner and Relationship Characteristics on Alliance Outcomes," *Academy of management journal* 40, no. 2 (1997): 443. doi: 10.2307/256890

pone proprio quest'ultima al centro dell'attenzione, concependo l'impresa come "an institution for integrating knowledge".¹³

Mediante questo contributo teorico è possibile considerare le operazioni di M&A come una volontà dell'impresa di apprendere una particolare abilità mediante l'acquisizione di una organizzazione che la possiede, rendendo l'operazione finalizzata a "capitalizzare opportunità di apprendimento organizzativo".¹⁴

Questo avviene, in modo particolare, quando la conoscenza che spinge all'acquisizione è di tipo tacito, difficile da sviluppare internamente e frutto di esperienze pregresse impossibili da replicare; può riguardare non solo competenze di tipo tecnico ma anche quelle conoscenze relative ai clienti ed alla struttura del mercato che richiederebbero molto tempo per essere sviluppate.

Oltre al contributo fornito dalle teorie appena esposte nel comprendere le motivazioni che spingono le imprese a compiere operazioni di fusione ed acquisizione, i molteplici studi in questo ambito individuano altre determinanti alla crescita esterna. Possiamo precederne l'illustrazione affermando che quest'ultime sono suscettibili ad essere ricondotte a più di una teoria, in linea con il pensiero della maggior parte degli studiosi secondo i quali un singolo approccio non è sufficiente a rendere completa questa complessa analisi.¹⁵

L'esecuzione di una strategia di diversificazione tramite *merger e acquisition* è perseguita con la primaria finalità di creare sinergie. Il termine *sinergia*, derivante dal greco *συνεργός*, ossia "lavorare insieme", è stato così definito da "Il Sole 24 Ore": «La reazione di due o più agenti che lavorano insieme per produrre un risultato non ottenibile singolarmente [...] La logica economica sottesa ad una operazione di M&A è che il valore della *business combination* sia maggiore del valore delle due aziende considerate in modo indipendente.»

Inoltre, come spiegato da Ansoff, gli effetti sinergici aumentano la redditività congiunta della organizzazione risultante dalla fusione o dalla acquisizione e riducono i rischi che le imprese avrebbero dovuto affrontare come singole entità.

¹³ Robert M. Grant, "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm," *Strategic Management Journal* 17, no. S2 (1996): 109. <https://doi.org/10.1002/smj.4250171110>

¹⁴ Gabriele Carbonara and Rosa Caiazza, "Merger and Acquisitions: Causes and Effects," *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* 14, no. 2 (2009): 189.

¹⁵ Friedrich Trautwein, "Merger motives and merger prescriptions," *Strategic Management Journal* 11, no. 4 (1990): 283-295. <https://www.jstor.org/stable/2486680>

La teoria dell'efficienza attribuisce alle sinergie una triplice natura:

- Sinergie finanziarie: si traducono, principalmente, in un minor costo del capitale e in un incremento dei flussi di cassa e si verificano, in misura maggiore, nelle merger e acquisition conglomerate ¹⁶. La diversificazione in business non correlati, infatti, consente di poter compensare eventuali flussi di cassa negativi provenienti da business in perdita, con flussi di cassa positivi provenienti da altri *business*. Questo conferisce una maggiore stabilità economico-finanziaria all'impresa e le permette di beneficiare di una maggiore capacità di indebitamento e un minor costo dello stesso, come conseguenza del fatto che il mercato percepisce un rischio specifico più basso¹⁷. Le sinergie di tipo finanziario sono, inoltre, il risultato della costituzione di un mercato interno dei capitali dal quale l'impresa può decidere di reperire risorse quando il ricorso al mercato esterno è troppo costoso. In più, eludendo i costi di asimmetria informativa tipici dei mercati esterni ed avendo accesso ad affidabili informazioni interne, l'organizzazione ha l'opportunità di allocare in modo migliore le proprie risorse economiche: la liquidità proveniente da business con scarse opportunità di crescita può essere trasferita in altre attività dell'impresa aventi migliori opportunità di investimento ¹⁸.
- Sinergie operative: possono derivare da un miglioramento del reddito conseguente ad un aumento dei ricavi o ad una riduzione dei costi.

Il miglioramento delle entrate, come affermato da uno studio condotto da McKinsey, non è facile da raggiungere: il 70% delle imprese non è riuscita, successivamente alla fusione, ad ottenere le sinergie operative che aveva previsto di ottenere prima di avviare l'operazione ¹⁹.

Ad incrementare i ricavi contribuiscono, in caso di M&A orizzontale, un maggiore potere nella determinazione dei prezzi successivo alla fusione ed un superiore potere d'acquisto. Ovviamente, questi traguardi saranno condizionati dal grado di

¹⁶ Marc J. Schniederjans and Karen L. Fowler, "Strategic Acquisition Management: A Multi-Objective Synergistic Approach," *The Journal of the Operational Research Society* 40, no. 4 (1998): 333. <https://www.jstor.org/stable/2583249>

¹⁷ Giancarlo Forestieri, *Corporate & Investment Banking: Quarta edizione* (Milano: Egea S.p.A., 2018), 89.

¹⁸ Jeremy C. Stein, "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *The Journal of Finance* 52, no. 1 (1997): 113-116. <https://www.jstor.org/stable/2329558>

¹⁹ Scott A. Christofferson, Robert S. McNish and Diane L. Sias, "Where mergers go wrong," *McKinsey Quarterly* (2004): 1-6. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong#>

concorrenza del mercato e dalla dimensione dell'impresa successivamente all'operazione di *merger e acquisition*.

Un impatto positivo sulle entrate è suscettibile a provenire, inoltre, dal fatto che la combinazione di due o più imprese può essere un modo – per ciascuna realtà coinvolta – di mettere a fattor comune le proprie competenze e risorse rilevanti. È una operazione che permette a ciascuna entità interessata di offrire potenzialità che le altre non hanno e, allo stesso tempo, di godere delle capacità possedute dalle partner, di cui prima non avrebbero potuto servirsi.

Inoltre, rappresenta una sinergia operativa capace di generare ricavi maggiori, anche lo sfruttamento dei propri asset tangibili e intangibili in contesti caratterizzati da un tasso di crescita più elevato rispetto al proprio contesto di origine: l'espansione in mercati emergenti – come Cina e India – può rappresentare un modo, per le grandi imprese operanti nei maturi mercati come quelli europei, di raggiungere in modo rapido una crescita significativa.

A completare l'analisi, come precedentemente accennato, vi sono le sinergie impattanti sulla riduzione dei costi: si concretizzano in un miglioramento del reddito conseguente alla congiunzione di operazioni prima separate e scaturiscono, principalmente, dall'aumento dimensionale e dalla condivisione di risorse, processi e competenze tra più business di un'impresa.

L'aumento delle dimensioni successivo all'operazione di M&A permette, tra le altre, il raggiungimento di una riduzione dei costi derivante da un più intenso ed efficiente utilizzo degli *asset* in possesso e dallo sfruttamento di economie di scala, consistenti nella diminuzione del costo unitario medio all'aumentare del volume di produzione. Queste economie sono conseguenti ad una ripartizione di costi fissi su una più alta quantità di output e sono primariamente da ricondurre alle operazioni di fusione ed acquisizione coinvolgenti imprese appartenenti al medesimo settore, dunque alle M&A di tipo orizzontale²⁰.

Ad esempio, in una impresa high-tech, la fusione potrebbe permettere un più efficiente utilizzo delle costose risorse legate all'innovazione oppure il

²⁰ Martin K. Perry and Robert H. Porter, "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger," *The American Economic Review* 75, no. 1 (1985): 219. <http://www.jstor.org/stable/1812716>

raggiungimento, con la stessa tecnologia, di una base di clienti più ampia, in modo da rendere più facilmente recuperabili gli alti costi ad essa associati ²¹.

Un ruolo decisivo nelle operazioni di diversificazione tramite *merger e acquisition* è ricoperto dalla possibilità di sfruttamento di economie di scopo, dette anche “economie di raggio d’azione”. Queste ultime si concretizzano mediante la produzione di effetti positivi, in termini di riduzione dei costi, conseguenti alla diversificazione della gamma di prodotti di un’impresa, la quale consente un incremento delle vendite ed un contemporaneo sfruttamento di risorse, competenze e processi già esistenti.

Il concetto descritto può essere meglio compreso pensando all’acquisizione, da parte di un’organizzazione, di un’impresa offrente prodotti ad essa correlati: l’operazione permette all’acquirente sia di ampliare la propria gamma raggiungendo nuovi gruppi di clienti (con conseguente incremento del fatturato) sia di risparmiare sui costi grazie all’utilizzo di processi produttivi e competenze già in possesso, i quali, diversamente da quanto accadrebbe nella fabbricazione di un prodotto completamente nuovo, non necessitano di essere attivati da zero. Tra questi, sicuramente rientrano i sistemi distributivi, la pubblicità e la brand image e, come premesso, sono più facilmente condivisibili tra imprese aventi simili tipologie di clienti e simili strategie di vendita ²².

In altre parole, le economie di scopo discendono dall’esistenza di un input “fisso”, suscettibile ad essere utilizzato nella produzione di numerosi tipi diversi di output; misurano il vantaggio di costo derivante dall’avere una produzione diversificata all’interno di una singola impresa, rispetto alla separata produzione in più di un’azienda, ciascuna specializzata in un singolo tipo di output ²³.

Anche quando non esiste una sovrapposizione tra le catene del valore dei vari business, dunque anche in caso di M&A di tipo conglomerale, è possibile che tra questi ultimi vi sia una condivisione di conoscenze e di abilità: “il vantaggio

²¹ Maarten Batterink, *Profiting from external knowledge: How firms use different knowledge acquisition strategies to improve their innovation performance*, (The Netherlands: Wageningen Academic Publishers, 2008), 108, doi: 10.3920/978-90-8686-655-7

²² Anju Seth, “Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation,” *Strategic Management Journal* 11, no. 6 (1990): 440. <https://www.jstor.org/stable/2486375>

²³ Ruth S. Given, “Economies of scale and scope as an explanation of merger and output diversification activities in the health maintenance organization industry,” *Journal of Health Economics* 15, no. 6 (1996): 688. [https://doi.org/10.1016/S0167-6296\(96\)00500-0](https://doi.org/10.1016/S0167-6296(96)00500-0)

competitivo generato dalle interdipendenze intangibili si verifica attraverso il trasferimento di capacità generiche da un'unità di business all'altra, ossia del know-how relativo alla gestione di un particolare tipo di attività.”²⁴

Le acquisizioni che arricchiscono l'impresa acquirente di nuove conoscenze, possono migliorare la sua posizione competitiva creando valore: il know-how risultante dall'acquisizione è capace di migliorare l'innovazione di un'impresa quando quest'ultima ne acquisisce un'altra avente tecnologie ad essa complementari. La complementarità delle competenze è, secondo Michael Hitt, la più grande opportunità di creazione di sinergie²⁵.

- Sinergie manageriali: sono sinergie scaturenti dalla condivisione di capacità organizzative, di pianificazione e monitoraggio necessarie per fronteggiare le problematiche strategiche ed operative ed ottenere superiori performance.

Di fronte a disaccordi tra *shareholders* e manager, lo sfruttamento di queste sinergie può consentire una rivisitazione degli organi gestori ed una loro eventuale ricomposizione. Per fornirne un esempio, una sinergia di tipo manageriale può scaturire dall'acquisizione, da parte di un'impresa con un management team molto competente, di una organizzazione non avente questo punto di forza: Sudi Sudarsanam e Peter Holl, testando il caso specifico, hanno riscontrato che, per effetto delle sinergie gestionali, l'acquisto di una società

poco performante da parte di una realtà registrante ottime performance genera significativi guadagni, sia agli azionisti dell'acquirente che della *target*.²⁶

A fianco della teoria dell'efficienza appena illustrata, la *monopoly theory* trova nel potere di mercato la ragione alla base delle operazioni di merger e acquisition, ossia ciò che spinge le imprese a pianificarle ed attuarle. In quest'ottica, infatti, le acquisizioni forniscono alle imprese la possibilità di ridurre l'intensità della competizione all'interno del settore ed incrementare il proprio potere di mercato.

²⁴ Franco Fontana and Paolo Boccardelli, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita* (Milano: Hoepli, 2015): 146.

²⁵ Michael A. Hitt, David King, Hema Krishnan, Marianna Makri and Mario Schijven, "Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities," *Oxford Scholarship Online* (2012): 1. doi: 10.1093/acprof:oso/9780199601462.003.0004

²⁶ Sudi Sudarsanam, Peter Holl and Ayo Salami, "Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure," *Journal of Business Finance & Accounting* 23, no. 5 e 6 (1996): 674-79. doi: 10.1111/j.1468-5957.1996.tb01148.x

La fusione tra imprese concorrenti genera un'inevitabile riduzione del numero di *player* all'interno del settore ed un aumento della quota di mercato dell'impresa acquirente, che si tradurrà in un miglioramento del posizionamento competitivo di quest'ultima: l'aumento di competitività successivo all'operazione di *merger e acquisition* le consentirà di incrementare i propri margini e flussi operativi grazie al più elevato potere contrattuale nei confronti di clienti e fornitori.

Le operazioni di M&A di tipo orizzontale, infatti, esercitano una pressione sui prezzi di approvvigionamento ed incidono negativamente sulle performance dei fornitori, i quali – per effetto dell'incrementato potere contrattuale delle consolidate imprese clienti – sono costretti ad applicare prezzi minori ai propri prodotti ²⁷.

Non solo, dallo studio appena citato si evince anche come – a causa della fusione tra le imprese a valle – le aziende fornitrici subiscano un calo degli utili operativi che spinge anch'esse a consolidarsi, suggerendo che l'attività di fusione tende poi a salire lungo la catena di approvvigionamento.

Nonostante l'aumento del potere di mercato sia connesso, in misura maggiore, alle acquisizioni di tipo orizzontale, è possibile ritrovare questa motivazione anche dietro alle *merger* di tipo conglomerale: l'acquisizione di imprese appartenenti a settori diversi, infatti, rende possibile il sostenimento di una politica di prezzi predatori, volta a guadagnarsi quote di mercato in un business, mediante i profitti provenienti da un altro settore di operatività. Oltre a questo meccanismo, “le imprese possono limitare la concorrenza, contemporaneamente, in più di un mercato, mediante collusione tacita con i competitor” ²⁸: si tratta di stabilire una situazione di reciproca tolleranza qualora due imprese si trovino ad essere concorrenti in più di un mercato, come conseguenza della strategia di diversificazione messa in atto da entrambe.

Le motivazioni determinanti le operazioni di *merger e acquisition* sono state ritrovate anche nella *empire-building theory*, secondo la quale le suddette iniziative sono perseguite con l'intento di soddisfare i personali interessi dei manager, i quali – mediante tali azioni – massimizzano la propria utilità a discapito degli azionisti.

²⁷ Sugato Bhattacharyya and Amrita Nain, “Horizontal acquisitions and buying power: A product market analysis,” *Journal of Financial Economics* 99, no. 1 (2011): 97-115. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.007>

²⁸ Vidhisha Vyas and Krishnan Narayanan, “Determinants of Mergers and Acquisitions in Indian Pharmaceutical Industry,” *Eurasian Journal of Business and Economics* 5, no. 9 (2012): 87. <https://pdfs.semanticscholar.org/74e5/fed511015242f95892e7e9539951b8ccc22d.pdf>

Da questa prospettiva, dunque, le acquisizioni sono attuate dai manager con la finalità di costruire grandi “imperi” – finanziati dagli azionisti – e capaci di conferirgli potere, non solo all’interno dell’azienda ma anche all’esterno nei confronti delle istituzioni politiche e della società civile ²⁹.

È possibile, dunque, che un’operazione di M&A sia portata avanti da un’impresa nonostante non vi siano reali opportunità di creazione di ricchezza, magari acquisendo imprese di indubbia profittabilità, solo perché i propri dirigenti non intendono rinunciare al prestigio ed alla visibilità che un’operazione come quella di crescita esterna tramite l’acquisizione o la fusione è in grado di conferirgli.

Uno studio condotto da Gordon A. Walter e Jay B. Barney individua, oltre alle precedentemente citate motivazioni sottostanti alle operazioni di M&A, altre spinte all’attuazione di quest’ultime. Secondo gli autori, attraverso questo tipo di operazioni, le imprese sono intenzionate a raggiungere i seguenti obiettivi ³⁰:

- Ottenere visibilità nei riguardi di banche, governi ed investitori, dai quale possono scaturire rilevanti vantaggi futuri per l’attività d’impresa;
- Accelerare la crescita riducendo i costi ed i rischi di entrata in un nuovo settore, all’interno del quale la società acquirente sa di poter sfruttare le proprie conoscenze;
- Utilizzare la forza finanziaria della società acquisita, ad esempio la sua capacità di accesso al credito, ad incremento della solidità finanziaria;
- Diversificare in vari mercati o settori utilizzando le capacità di marketing della società acquisita ed altre importanti risorse di quest’ultima, ad esempio il personale qualificato o la tecnologia, in operazioni della società acquirente.

Tuttavia, è possibile che le operazioni di merger e acquisition non siano mosse da obiettivi di tipo strategico ma che – come affermato da Giovanni Satta – “siano dirette esclusivamente al conseguimento di obiettivi economico-finanziari di breve termine, quale l’incremento dell’utile per azione nei primi anni successivi all’acquisizione.” ³¹

²⁹ Fabio Zona, *Corporate Governance*, (Milano: Egea S.p.A., 2012), 47.

³⁰ Gordon A. Walter and Jay B. Barney, “Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions,” *Strategic Management Journal* 11, no. 1 (1990): 80. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110107>

³¹ Giovanni Satta, *Strategia di crescita mediante acquisizione nelle imprese high tech* (Torino: Giappichelli Editore, 2017), 173.

Il fenomeno al quale si fa riferimento viene definito in letteratura come “bootstrap game” e consiste nell’acquisizione di imprese con basse prospettive di crescita (con un basso rapporto prezzo/utili a causa dell’elevato numero di azioni) da parte di imprese detenenti un rapporto prezzo/utili elevato.

Nonostante questo meccanismo generi un incremento nel rapporto utili/azioni suscettibile ad arricchire gli azionisti di entrambe le società, questa crescita non è assolutamente da imputare ad una migliore redditività successiva alla fusione e non costituisce una crescita di tipo reale della società risultante dalla M&A: l’operazione è - tutt’altro - volta ad ingannare gli investitori, e contribuisce a creare un “castello di carta” destinato a crollare, poiché non supportato da nessun tipo di aumento di valore reale delle due imprese ³².

Tra le motivazioni di natura finanziaria spiccano, inoltre, la presenza di liquidità in eccesso da investire e l’inutilizzata capacità di indebitamento dell’impresa acquirente, anche conosciute con il termine “*financial slack*”: lo studio condotto da Robert F. Bruner supporta la teoria di Myers and Majluf, secondo la quale le operazioni di fusione ed acquisizione creano valore grazie alla complementarità tra *slack-rich bidders* e *slack-poor targets* ³³.

Lo sfruttamento delle pregresse perdite delle imprese target di acquisizione e l’incremento delle attività ammortizzabili possono costituire altre motivazioni, in questo caso di natura fiscale, alla base delle operazioni di merger e acquisition.

Inoltre, la riduzione del rischio di fallimento scaturente dalla fusione permette alla nuova realtà imprenditoriale di aumentare la propria capacità di indebitamento consentendole di beneficiare dei maggiori risparmi fiscali ³⁴.

Indipendentemente dal tipo di operazione di merger e acquisition che un’impresa decide di mettere in atto, la fase valutativa iniziale – conosciuta con l’espressione di *due diligence* e volta ad identificare la fattibilità e le eventuali criticità dell’operazione programmata – risulta essere il momento principale per il compimento del processo oggetto di analisi.

³² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers and Franklin Allen, *Principles of Corporate Finance 10th Edition* (New York: McGraw-Hill Irwin, 2011): 798-99.

³³ Robert F. Bruner, “The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger,” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, no. 2 (1988): 201. doi: 10.2307/2330881

³⁴ Mohammed Ibrahimi, *Mergers & Acquisitions: Theory, Strategy, Finance* (New Jersey: John Wiley & Sons, 2018): 72-73.

Proprio in questa fase, infatti, prende forma la logica sottostante all'operazione, la quale – per consentirne l'efficacia – deve concretizzarsi in una strategia concettualmente valida e diffusamente chiara e condivisa dai manager all'interno dell'azienda, i quali devono averne compreso gli obiettivi ed i fattori critici di successo ³⁵.

1.3 Gli effetti: sinergie ed economie di scala affiancano non trascurabili rischiosità

Strettamente connessi con le motivazioni precedentemente discusse, i vantaggi scaturenti dalle operazioni di *merger* e *acquisition* possono essere esposti differenziando tra: benefici operativi, benefici finanziari e benefici fiscali ³⁶.

Nonostante si possano ricavare anche in operazioni tra imprese non operanti nella medesima linea di business, i benefici di tipo operativo si prestano a provenire – in misura maggiore – dalle operazioni di M&A coinvolgenti imprese i cui prodotti sono simili, concorrenti o indifferentemente utilizzabili dal consumatore: in altre parole, da operazioni di fusione ed acquisizione orizzontali o verticali.

Il modello della catena del valore di Porter, mediante una classificazione delle attività in “primarie” e “di supporto”, si rivela essere un indispensabile strumento necessario alla visualizzazione e comparazione di quelle che sono le *value chain* delle imprese oggetto di aggregazione, al fine di individuare le potenziali interrelazioni e valutare la possibilità di creazione di sinergie. Infatti, in linea con l'idea che – per analizzare la fonte del vantaggio competitivo di un'impresa – sia necessaria un'analisi di tutte le attività che essa svolge e di come quest'ultime interagiscono tra loro, Porter propone di considerare separatamente le attività necessarie alla fisica creazione e vendita del prodotto da quelle che contribuiscono solo indirettamente alla generazione di quest'ultimo ³⁷.

Analogamente a quanto affermato nel precedente paragrafo, gli effetti sinergici sono suscettibili a provenire tanto delle attività tangibili, come le risorse fisiche, quanto dal trasferimento e dal coordinamento di fattori intangibili, come la tecnologia, la reputazione, la cultura organizzativa o il patrimonio conoscitivo.

³⁵ Rosa Caiazza and Tiziana Volpe, “M&A process: a literature review and research agenda,” *Business Process Management Journal* 21, no. 1 (2015): 208. doi: 10.1108/BPMJ-11-2013-0145

³⁶ Maria Rosa Napolitano, *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese* (Milano: Franco Angeli, 2003), 21.

³⁷ David Barnes, *Understanding Business: Processes* (London: Psychology Press, 2001): 50-53.

È proprio grazie alla condivisione di attività e competenze tra le imprese oggetto di fusione che si genera un miglioramento dell'efficienza ed una conseguente riduzione dei costi, mediante la creazione e lo sfruttamento di economie di scala, di scopo e di integrazione.

Seppur diverse, le economie di scala e le economie di scopo risultano essere forme integrabili ed utilizzabili dalle imprese al fine di razionalizzare la propria operatività, con l'obiettivo di risparmiare sui costi e procedere alla creazione di maggior valore tramite l'operazione di *merger e acquisition* ³⁸.

Le economie di scala, ad esempio, sono annoverate tra i principali benefici ottenibili da una *merger e acquisition* di tipo orizzontale e si esplicano mediante una riduzione del costo medio unitario di produzione conseguente ad un aumento della scala produttiva di un'impresa o di una unità produttiva.

Alla base delle economie di scala possono trovarsi fattori interni all'impresa o fattori esterni ad essa: nel primo caso si è soliti parlare di economie di scala reali mentre nel secondo caso le economie vengono definite pecuniarie. La differenza tra le due risiede nel fatto che, mentre le economie di scala reali si riferiscono ad una riduzione del costo medio di produzione come conseguenza di un minor numero di input necessari per realizzare l'output (per effetto di una incrementata divisione/specializzazione del lavoro), le economie di scala pecuniarie si esplicano in un decremento del costo medio di produzione dovuto ad una riduzione nel costo sostenuto dall'impresa per l'acquisto dei fattori produttivi. Quest'ultima condizione trova ragion d'essere nell'aumento della domanda di input da parte dell'impresa, la quale, dovendo sostenere una maggiore produzione per effetto delle sue incrementate dimensioni, le consente di accedere a questi ultimi sostenendo un minor costo. Inoltre, è importante considerare anche che, sempre per effetto dell'aumento dimensionale, l'impresa può godere di un maggior potere negoziale, influenzando a suo favore non solo le condizioni di prezzo, ma anche quelle riguardanti le modalità di pagamento e di accesso al credito.

Per effetto della fusione o dell'acquisizione, inoltre, la realtà imprenditoriale post-operazione ha la possibilità di impiegare i suoi macchinari, impianti e funzioni aziendali su più di una attività o linea produttiva mediante l'accentramento delle risorse, fondamentale al fine di evitare una duplicazione dei centri funzionali: se vi è correlazione

³⁸ Fabio Verna, *La Grande Ondata: Fusioni e Acquisizioni* (Morrisville: Lulu Press, 2008), 25.

tra le entità partecipanti alla M&A, le attività di marketing, di R&D, la rete distributiva, l'informatica, la contabilità, ecc., possono unirsi ed essere sfruttati in tutti i business di operatività dell'impresa, riducendone i costi medi di produzione.

Rientranti tra i benefici di tipo operativo derivanti da una operazione di crescita esterna tramite M&A vi è, dunque, la possibilità di sfruttare le economie di scopo, le quali, come affermato nel precedente paragrafo, possono essere definite anche “economie di raggio d'azione”: si manifestano quando i costi totali della produzione congiunta di due output sono minori rispetto a quelli che si avrebbero in caso di produzione distinta degli stessi.

In particolare, quest'ultime si generano per effetto del trasferimento di risorse e competenze che, inevitabilmente, consegue all'operazione di acquisto o di fusione: l'integrazione con una diversa realtà imprenditoriale offre alle imprese che ne sono protagoniste la possibilità di arricchirsi a vicenda tramite il *know-how* e le particolari *skills* delle quali ciascuna di esse è portatrice.

In linea con la *strategic management theory*, le imprese sono in grado di trasferire determinate competenze e abilità tra loro ad un costo inferiore rispetto a quello che sosterebbero se dovessero svilupparle da sole ³⁹.

Tale affermazione, per quanto possa applicarsi in modo più immediato alle risorse tangibili come la rete distributiva, la forza di vendita o i laboratori di ricerca, assume particolare rilevanza per quanto riguarda quella categoria di risorse definite intangibili – come la conoscenza dei clienti, la reputazione, la *brand image* e la tecnologia – le quali spesso costituiscono, insieme alle competenze organizzative, la fonte del vantaggio competitivo delle imprese.

Da tale informazione è possibile dedurre che, sebbene l'operazione di M&A di tipo correlato si presti in modo più evidente ad essere fonte di economie di scopo, quest'ultime sono suscettibili a generarsi anche nelle *mergers* coinvolgenti realtà imprenditoriali appartenenti a settori diversi, basti pensare – ad esempio – a come la forza del brand LVMH sia stata utilizzata dal conglomerato di lusso per introdursi con successo nel settore degli alberghi e degli hotel, ed a come le competenze di tipo organizzativo

³⁹ Jeffrey P. Kats, Astrid Simanek and James B. Townsend, “Corporate Mergers And Acquisitions: One More Wave To Consider,” *Business Horizons* 40, no. 1 (1997): 35. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(97\)90023-9](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(97)90023-9)

possedute dal gruppo siano state utilizzate da quest'ultimo per gestire una molteplicità di marchi.

A consentire un risparmio sui costi contribuiscono le economie di integrazione verticale, uno dei più rilevanti benefici di tipo operativo attribuibili all'acquisizione di imprese collocate a monte o a valle della *value chain* dell'impresa acquirente, dunque, nell'ambito delle M&A verticali: l'integrazione con un cliente o con un fornitore consente all'impresa incorporante non solo di estendere il proprio ambito competitivo ma anche di risparmiare sui costi, grazie alla possibilità di svolgere internamente la produzione, limitando il ricorso al mercato esterno.

Il risparmio di costo può provenire, inoltre, dai vantaggi in termini tecnologici ottenibili dall'unione delle diverse fasi del ciclo operativo del prodotto e dalla condivisione delle attività primarie e di supporto, nell'ottica di sfruttare importanti *assets* e risorse posseduti dalle due imprese: ne sono un esempio le conoscenze in ambito tecnologico, i brevetti, le competenze nella gestione delle risorse umane o le qualificazioni tecniche e professionali dei dipendenti.

Lo stesso vale per l'acquisizione di un'impresa collocata a valle della catena del valore, dunque impegnata nelle fasi terminali del ciclo produttivo o nella distribuzione e vendita dei prodotti: la fusione potrà produrre un aumento dei ricavi totali mediante la condivisione di attività e risorse distintive, come la rete di vendita o il *know-how* nella gestione della logistica, utili ad incrementare le vendite.

Dunque, sia che si tratti di integrazione a monte o a valle della catena del valore, ricopre un'importanza fondamentale l'analisi delle *value chain* delle imprese coinvolte, al fine di comprenderne le interrelazioni esistenti e di sfruttarne completamente le potenzialità. È opportuno precisare che, spesso, questo tipo di operazioni avviene con clienti o con fornitori con i quali l'impresa acquirente già collaborava nello svolgimento della propria attività e risultano essere particolarmente rilevanti quando hanno ad oggetto imprese target dotate di risorse uniche e scarse, dunque difficilmente integrabili in altri modi ⁴⁰.

Oltre ai già citati benefici riguardanti la possibilità di sviluppo di sinergie e di miglioramento dell'efficienza, rientrano tra i vantaggi di tipo operativo anche la rapidità di attuazione che caratterizza la crescita mediante acquisizione, la quale –differentemente

⁴⁰ Angelo Dringoli, *Merger and Acquisition Strategies: How to Create Value* (Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2016), 98-100.

dalla crescita interna – riduce fortemente l’impegno dell’impresa nello sviluppare ex novo le caratteristiche necessarie per operare nel nuovo mercato geografico o nel nuovo settore, giacché – acquisendo una realtà già operante in esso – se ne incorporano anche gli strumenti, i metodi e le risorse adatte per operarvi.

La strategia di diversificazione tramite *merger* e *acquisition*, inoltre, consente all’impresa acquirente o incorporante di ottenere un consolidamento della propria posizione competitiva all’interno del mercato: grazie all’eliminazione di un *competitor*, l’operazione riduce l’offerta totale e consente all’impresa di poter determinare il prezzo migliore senza dover partecipare ad una “guerra di prezzi”. La diretta conseguenza di quanto affermato si esplica mediante l’ottenimento di vantaggi per l’impresa acquirente in termini di quota di mercato, accesso ad una più ampia base di clienti, *brand reputation* e *market power*, fattori critici di successo e fonte di barriere all’ingresso in grado di scoraggiare l’entrata di nuovi *players*.

Un ulteriore importante aspetto riguarda il fatto che, entrando in un nuovo settore/mercato geografico tramite l’acquisizione di un’organizzazione che già opera all’interno di esso, l’impresa acquirente supera le barriere all’ingresso, non immediatamente nè facilmente gestibili attraverso processi di crescita interna, colmando le lacune di risorse e competenze critiche mediante lo sfruttamento di quelle possedute dall’impresa acquisita⁴¹.

I benefici di tipo finanziario che affiancano i benefici operativi appena illustrati si concretizzano, come accennato nel precedente paragrafo, nella riduzione del costo del capitale delle imprese partecipanti all’operazione di M&A.

Questa situazione si verifica in conseguenza del fatto che, in seguito all’acquisizione, la posizione creditizia (definita *standing*) delle imprese coinvolte migliora significativamente per effetto di una maggiore solidità delle stesse, la quale, essendo ben vista dai finanziatori, fa sì che quest’ultimi siano disposti a cederle denaro ad un costo inferiore rispetto a quello che le avrebbero praticato precedentemente all’aggregazione. Inoltre, un secondo ordine di ragioni può ritrovarsi nella riduzione del rischio operativo come effetto della diversificazione dell’attività dell’impresa, perseguita tramite l’operazione di M&A. Nello specifico, si assiste ad una riduzione del costo medio

⁴¹ Carlo Arlotta, Elisabetta Coda Negozio and Sebastiano Di Diego, *PMI e M&A in Italia: Una strada sicura per la crescita* (Milano: Franco Angeli, 2015), 23.

ponderato del capitale, il WACC (*weighted average cost of capital*), il quale si compone del capitale di rischio K_e (*cost of equity*) e del capitale di debito K_d (*cost of debt*) rispettivamente ponderati per il peso che hanno nella struttura finanziaria aziendale: una operazione di *merger e acquisition* ben gestita ha l'effetto di ridurre la rischiosità percepita dal mercato, la quale – a sua volta – diminuisce il WACC, tasso con il quale si attualizzano e valutano gli investimenti.

Per ciò che concerne la questione fiscale, gli aspetti ad essa connessi assumono un peso rilevante nella decisione strategica di fusione, per i non trascurabili vantaggi che sono in grado di apportare: “Il principale beneficio riguarda la possibilità di imputare ad ogni esercizio quote di ammortamento più elevate, in ragione della rivalutazione contabile dei beni strumentali iscritti in bilancio nonché dell’eventuale avviamento a seguito dell’emersione di disavanzi ad essi attribuibili.”⁴²

L’agevolazione appena citata è stata introdotta dal Decreto Legge 34/2019 che – nel limite di 5 milioni di euro – ha reintrodotto il “bonus aggregazioni” alle società risultanti da fusioni, scissioni o conferimenti effettuati fino al 31 dicembre 2022, riproponendo una misura già prevista per il 2007 e per il 2008 “con lo scopo di favorire le imprese che – nell’ottica di una maggiore competitività – decidono di incrementare le loro dimensioni.”⁴³

A fianco dei vantaggi che le operazioni di *merger e acquisition* sono in grado di produrre sulle imprese che decidono di intraprenderle, la letteratura individua una serie di rischi e svantaggi suscettibili a provenire dalle stesse.

In altre parole, se da un lato è vero che la fusione di due società può fornire alle imprese la possibilità di avvantaggiarsi della formazione di sinergie ed economie di scala – fonte di una maggiore efficienza e redditività – dall’altro è altrettanto opportuno soffermarsi anche sul fatto che le acquisizioni possono generare effetti negativi: potrebbe essere più difficile, per l’impresa ex-post, cooperare e comunicare, integrare in modo produttore ed efficace le relative abilità ed i relativi sistemi operativi ed organizzativi, oltre al fatto che

⁴² Marco Snichelotto and Alessandro Pegoraro, “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo,” *Rivista*, no. 3 (2009): 21.

⁴³ Gennaro Napolitano, “Con il decreto legge crescita riecco il bonus aggregazioni,” *Fisco Oggi* (2019). <https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/decreto-legge-crescita-riecco-bonus-aggregazioni>

la complessità scaturente dall'aumento dimensionale potrebbe trovare impreparato il management, spesso inadatto a gestire un cambiamento di tale portata ⁴⁴.

Le complessità del fenomeno oggetto di analisi rendono realmente complicato il raggiungimento del successo dell'operazione. Nonostante non vi sia uno specifico tasso effettivo di transazioni conclusesi positivamente, ciò che emerge dalle ricerche sul campo è che la maggior parte degli accordi di questo tipo non riesce ad ottenere ciò che aveva programmato: la società di consulenza Hay Group, nel 2007, conducendo un'analisi su oltre 200 operazioni di M&A avvenute nel continente europeo nei tre anni precedenti allo studio, ha dichiarato che i dirigenti intervistati hanno affermato che la maggior parte di queste non sono riuscite ad andare a buon fine né a rimanere in linea con quanto previsto, sostenendo che solo il 9% abbia riscosso successo nel raggiungimento degli obiettivi inizialmente dichiarati ⁴⁵.

Uno studio condotto da McKinsey ne conferma il critico andamento fornendo alcuni interessanti dati relativi alla incapacità delle imprese *post-merger* di raggiungere le sinergie di costo e/o di ricavo preventivate.

Il fatto che gli acquirenti, specialmente in fase iniziale, debbano far fronte ad una mancanza di informazioni, non agevola l'operazione – anzi – il possesso di scarsi dati sulla società target e la limitata esperienza in ambito di fusioni ed acquisizioni può portare ad una decisione finale non adeguatamente consapevole e, talvolta, ad una sopravvalutazione del valore complessivo, fissando un prezzo superiore rispetto al valore reale. Quella appena descritta è una situazione che potrebbe essere più facilmente contenuta se l'organizzazione – fin dalle prime fasi del processo di acquisizione – si affidasse all'aiuto di consulenti esperti, in grado di sviluppare modelli di riferimento e stime dettagliate prima di un accordo.

Dal grafico che segue è possibile osservare come i maggiori errori di stima di concretizzino sul lato delle entrate – dunque sulle sinergie impattanti sull'aumento dei ricavi – ossia su una delle motivazioni portanti che, insieme alla possibilità di accedere ad una più vasta base di clienti e ad aree geografiche e canali di operatività dell'impresa

⁴⁴ Wendel Clark and Jayne Thompson, "The Disadvantages of Merging Companies," *Bizfluent* (2018). <https://bizfluent.com/info-8234752-do-mergers-affect-employees.html>

⁴⁵ Emanuel Gomes, Yaakov Weber, Chris Brown and Shlomo Yedida Tarba, *Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: understanding the Process* (London: Palgrave Macmillan, 2011), 4.

target, spingono le imprese ad operare la crescita per linee esterne tramite *merger* e *acquisition*.

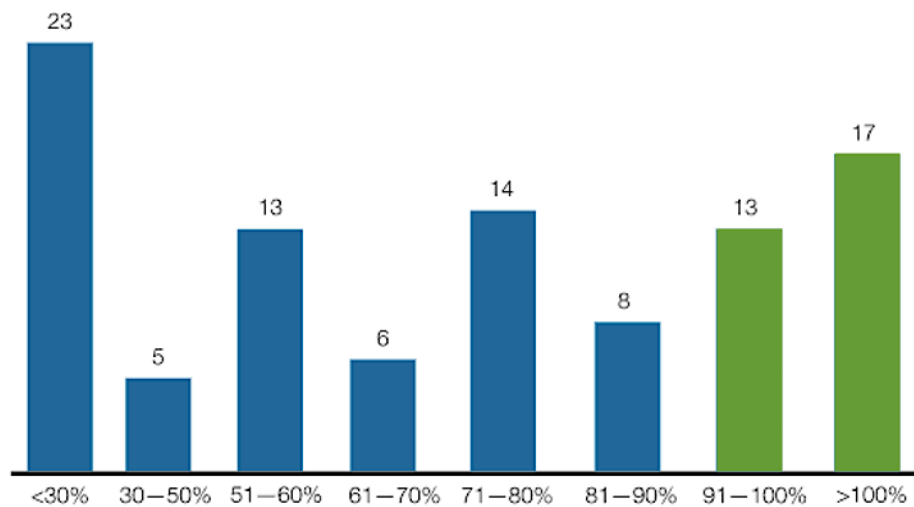


Figura 1-1 ⁴⁶: M&A che raggiungono la percentuale prevista di sinergie di ricavo

Circa il 70% delle operazioni analizzate da McKinsey si rivela incapace di raggiungere le sinergie di ricavo che aveva previsto di ottenere come beneficio successivamente al compimento dell'acquisizione. A fronte di questi dati, l'analisi condotta da McKinsey fa luce sulla seguente importante questione: quali sono i principali errori che generano una tale diffusione di insuccesso?

- La sottostima o la mancata considerazione, da parte dell'impresa acquirente, della perdita di clienti dell'impresa target che un'operazione di fusione è suscettibile a produrre (in media dal 2% al 5% dei clienti combinati).
- Assunzioni di crescita non in linea con il mercato di riferimento e con i reali andamenti di quest'ultimo.
- Incapacità di individuare le dis-sinergie di ricavi che una operazione di fusione può produrre, anche come conseguenza di una volontà della stessa di ridurre i costi.

Per quanto riguarda, invece, le sinergie impattanti sulla riduzione dei costi, a fianco di un 60% di fusioni in grado di generare quasi totalmente (dall'90% al 100%) le sinergie di costo pianificate, in quasi il 40% dei casi quest'ultime risultano sopravvalutate almeno del 25%.

⁴⁶ Scott Christofferson, Rob McNish and Diane Sias, "Where mergers go wrong," *McKinsey on Finance* (2004): 1-6.

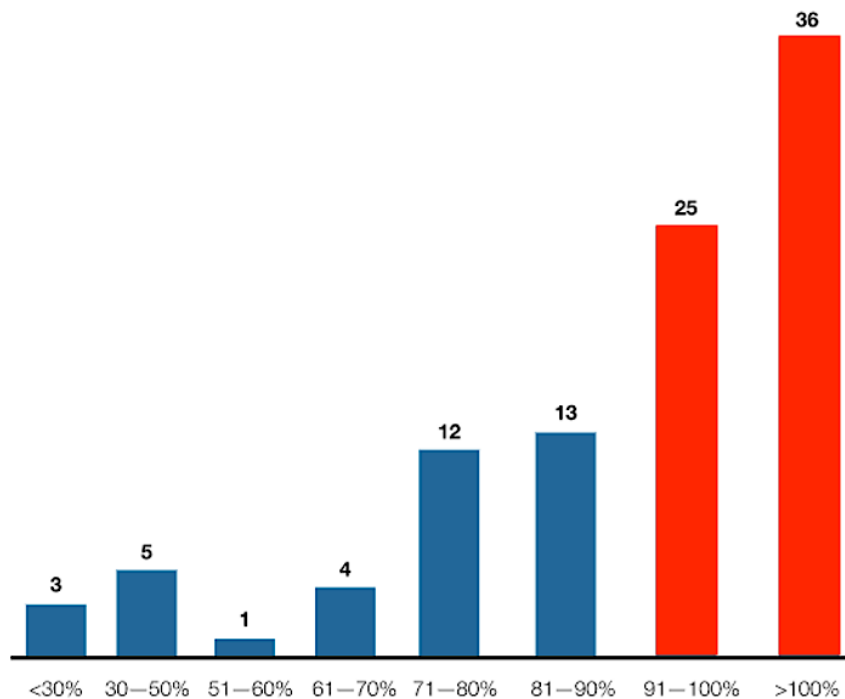


Figura 2-1: M&A che raggiungono la percentuale prevista di sinergie di costo

Anche a questo scopo, è interessante interrogarsi su quali errori di stima non abbiano consentito a tutte le imprese oggetto di analisi di raggiungere le sinergie di costo preventivate. Le tipiche fonti di errore, nel caso specifico, sono state:

- La sopravvalutazione delle sinergie conseguente all'inutilizzo dei *benchmark* disponibili come controllo di integrità, al fine di rendere realistiche le stime. Oppure, aver preso a riferimento stime riferite a situazioni non comparabili a quella in esame.
- La sottostima dei costi di integrazione *una-tantum*, i quali possono rivelarsi molto più alti di quanto stimato ed intaccare la capacità dell'operazione di M&A di dare origine alle sinergie previste.
- Ipotesi eccessivamente semplicistiche ed ottimistiche riguardo ai tempi di formazione delle sinergie, alle quali conseguono previsioni sovrastimate degli indicatori a breve termine ed una sopravvalutazione del valore attuale netto delle sinergie.

Oltre a quelli evidenziati grazie ai dati empirici forniti dallo studio precedentemente citato, possono essere esposti altri fattori di rischio suscettibili ad insorgere in luogo ad operazioni di fusione ed acquisizione. Quest'ultimi possono essere il motore delle discrepanze tra i risultati stimati e quelli effettivamente realizzati.

Uno studio condotto dalla Harvard Business School individua quattro determinanti di rischio nelle operazioni di M&A⁴⁷:

- La mancanza di *due diligence*: la due diligence è un'attività molto importante svolta contestualmente ad una trattativa di acquisizione o di fusione ed è volta a verificare "lo stato di salute complessivo di un'impresa"⁴⁸

Il procedimento è molto costoso per l'impresa che lo avvia e può arrivare anche ad essere molto lungo: l'impresa acquirente spesso richiede tutto il tempo necessario per completare la dovuta diligenza mentre, al contrario, il venditore tende a voler limitare il più possibile la lunghezza e la portata dello stesso, per la natura invadente che lo caratterizza e per la possibilità che una analisi dettagliata dell'impresa *target* possa svelare aspetti negativi che ne abbassano il prezzo di acquisto⁴⁹.

La comprensione approfondita della portata dell'affare e la valutazione realistica dell'impresa da acquisire sono essenziali per il buon esito dello stesso e, senza un accurato processo di ricerca di informazioni, l'acquirente rischia di intraprendere una decisione che manca dell'opportuna riflessione strategica e che, spinta dalle pressioni esterne, può risultare affrettata.

- *Overpayment*: le pressioni provenienti dalle diverse parti coinvolte in un accordo così rilevante come quello di fusione o acquisizione potrebbero costringere l'impresa acquirente a pagare in eccesso, spinta a portare a termine l'affare da parte non solo del venditore ma anche degli intermediari esterni e dei team interni coinvolti, piuttosto che predisporre un accordo capace di creare valore. È un errore molto comune in questo tipo di operazioni.
- *Errato calcolo delle sinergie*: successivamente all'acquisizione è possibile che l'impresa realizzi di non aver valutato in modo esatto l'effettivo potenziale che le imprese, combinandosi, sarebbero state capaci di produrre. Questa valutazione, infatti, può risultare eccessivamente ottimista, stimando tempi di realizzazione delle sinergie molto minori rispetto a quanto effettivamente necessario. Tale circostanza

⁴⁷ Matt Gavin, "What are Mergers & Acquisitions? 4 Key Risks," *Harvard Business School Online* (2019). <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

⁴⁸ Claudio Tarulli, "Due diligence: attività fondamentale nelle operazioni di acquisizione societaria," *Salvis Juribus*, 2019, <http://www.salvisjuribus.it/due-diligence-attivita-fondamentale-nelle-operazioni-di-acquisizione-societaria/>

⁴⁹ Donald M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions* (London: Academic Press, 2015), 180.

può condurre all'emersione di costi aggiuntivi, sia in termini di consolidamento dei processi operativi sia in termini di tempi necessari per compiere l'integrazione.

- *Problemi di integrazione*: la suscettibilità dell'operazione di M&A di alterare il normale funzionamento delle realtà imprenditoriali coinvolte può far insorgere rilevanti problematiche, non solo in termini di operatività dei processi ma – soprattutto – a livello culturale. In questa circostanza, l'esistenza di un piano integrativo sofisticato ricopre un'importanza fondamentale nell'impedire alle diversità di soffocare, rallentare ed inibire le potenzialità insite in un'operazione di *merger e acquisition*. Principalmente, è vitale che la strategia integrativa tenga ben presenti i valori, gli orientamenti e i presupposti delle entità coinvolte, al fine di evitare di intaccare quei meccanismi – come la cooperazione e la condivisione – indispensabili per completare il processo di assestamento tra le diverse organizzazioni coinvolte. Quando le società che si uniscono appartengono a due contesti culturali diversi tra loro, l'importanza del processo di integrazione si fa sentire maggiormente: quest'ultimo deve provvedere a risolvere conflitti nei valori di business delle entità interessate ed orientare lo stile comunicativo affinché possano crearsi nuove competenze distintive: “Lo scontro culturale non dipende dalle diversità culturali ma dal modo in cui le differenze tra i partner vengono percepite e gestite.”⁵⁰

⁵⁰ Rosa Caiazza and Tiziana Volpe, “The emerging factors affecting China’s outward foreign direct investments,” *Management and Organizational Studies* 1, no. 2 (2014): 18. <https://doi.org/10.5430/mos.v1n2p18>

Capitolo 2

Il mercato delle M&A e gli effetti della pandemia Covid-19

2.1 Lo scenario evolutivo delle M&A a livello globale: le “*merger waves*”

L'analisi del fenomeno delle operazioni di *merger & acquisition* non può prescindere dallo studio degli andamenti ciclici che hanno caratterizzato il processo oggetto di attenzione. L'osservazione del numero e del valore delle M&A relative agli ultimi decenni, rende immediata l'individuazione di andamenti irregolari associati a determinati periodi storici. È proprio con il concetto di “*merger waves*” che si indicano tali fluttuazioni e, più precisamente, “le ondate di M&A associate agli shock in ambito tecnologico, economico e istituzionale che hanno avuto origine nel mondo anglosassone, per la particolare struttura dei mercati, la tipologia di capitalismo e l'assetto istituzionale, e si sono poi diffuse a livello globale.”⁵¹

Il grafico che segue permette una immediata visualizzazione delle sei ondate di acquisizioni e fusioni avvenute tra i primi del 1900 e gli inizi degli anni Duemila.

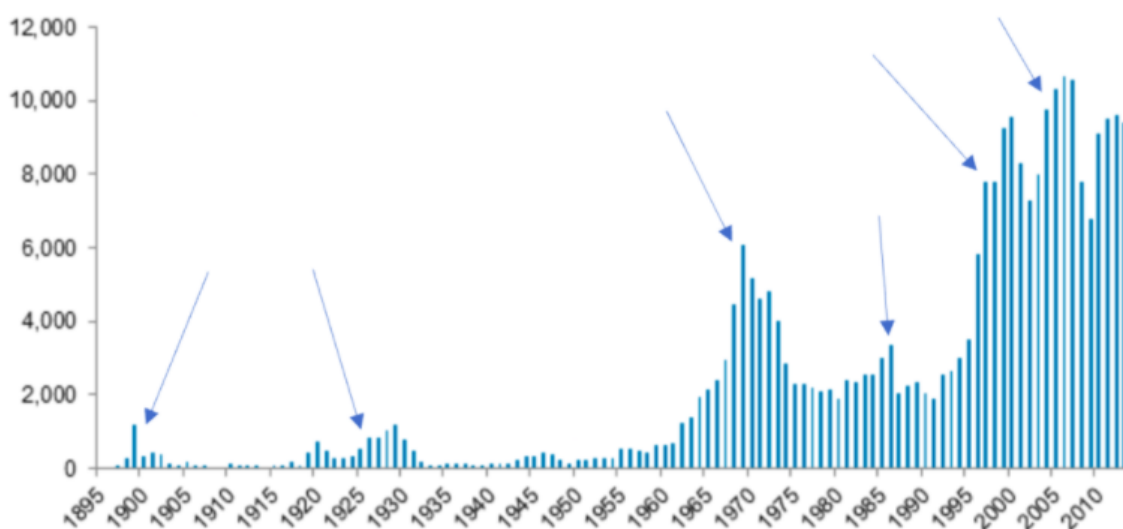


Figura 1-2⁵²: Total Number of M&A Deals 1900-2010

Procedendo in ordine cronologico, analizziamo le peculiarità uniche di ciascuna ondata.

⁵¹ Rosa Caiazza, *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo* (Torino: G. Giappichelli Editore, 2012), 1.

⁵² Ilya De Stobbeleir, “Market Basics: Merger Waves,” *Asset Management Study Association* (2019). <https://www.amsa-network.com/amsanews/search/2019/1/17/market-basics-merger-waves>

Una caratteristica importante della prima ondata di M&A – che si colloca tra il 1897 e il 1904 – è il fatto che essa segue ad un periodo di espansione economica successivo alla seconda rivoluzione industriale e – quindi - allo sviluppo dell'elettricità, dei prodotti chimici e del petrolio. Di rilevante importanza è il fatto che essa si sia manifestata mediante il consolidamento delle imprese appartenenti al settore manifatturiero ed estrattivo, con la conseguente formazione di grandi monopoli e di *big-player* industriali, i quali - come General Electric e DuPont - ancora oggi sono attori influenti nel mercato mondiale: circa tremila piccole imprese collocate negli Stati Uniti scomparvero, in favore dei primi “giganti”. Per tale ragione, questa prima ondata è conosciuta con il nome di “*merger for monopoly*”.⁵³

La maggiormente rigorosa attuazione delle nuove leggi Antitrust – come “The Sherman Antitrust Act”, l’atto finalizzato alla limitazione dei cartelli e dei monopoli già approvato nel 1890 ma all’epoca ancora troppo poco chiaro per essere applicato – il crash del mercato azionario del 1905 e la minaccia della Prima Guerra Mondiale, segnarono la fine della prima grande ondata di fusioni.

Con il termine “*merger for oligopoly*”, invece, si è soliti indicare il periodo intercorrente tra il 1916 ed il conosciuto “martedì nero” dell’ottobre 1929.

Il rafforzarsi delle normative in materia di concentrazioni tra aziende – che vide aggiungersi al vigente Sherman Act il Clayton Antitrust Act ⁵⁴ del 1914 – resero definitiva l’illeceità di comportamenti di tipo monopolistico da parte delle imprese: l’atto rafforzò il divieto di attuare fusioni volte a “distruggere” la concorrenza, di praticare prezzi predatori e/o discriminatori e qualsiasi altra forma di comportamento non rientrante nei canoni di eticità. Con specifico riguardo alle operazioni di M&A, la sezione settima del suddetto documento introdusse l’obbligo, per le imprese intenzionate a diventare una singola entità, di notificare e ricevere il permesso da parte del governo mediante la Federal Trade Commission, al fine di poter procedere con il processo di unificazione.

⁵³ Sudi Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges* (Edinburgh: Prentice Hall Financial Times, 2003).

⁵⁴ “In 1914, Rep. Henry De Lamar Clayton, of Alabama, introduced legislation to regulate the behavior of massive entities. The bill passed the House of Representatives with a vast majority on June 5, 1914. President Woodrow Wilson signed the initiative into law on Oct. 15, 1914.” <https://www.investopedia.com/terms/c/clayton-antitrust-act.asp>

Dato lo scenario normativo (contrario alle integrazioni di tipo orizzontale) ed il periodo storico interessato (la fine della Prima Guerra Mondiale), quello che accadde alle operazioni di M&A di tale periodo fu un cambiamento di orientamento: le imprese non erano più mosse dalla volontà di acquisire un maggior potere di mercato (come accaduto durante la prima *merger wave*) tramite l'aumento della propria *market share*, ma ricercavano – principalmente – di crescere attraverso l'incremento della propria produttività, reso possibile dall'integrazione verticale con altri *players*.

Per questo motivo, quasi la totalità delle operazioni di M&A in questa seconda ondata fu di tipo verticale e vide la nascita di *holding companies* come General Motors e IBM.

Rispetto alla prima *merger wave*, questa seconda ondata si è caratterizzata da un'intensità minore e, differentemente dalla prima, ha portato il mercato verso una situazione di oligopolio. In altre parole, al termine di tale periodo, le imprese non erano più dominate da una sola grande entità ma da due o più di esse.

La fine della seconda ondata fu la conseguenza del crollo del mercato azionario del 1929, evento dal quale prese vita la depressione mondiale protrattasi negli anni successivi.

Con il termine “*conglomerate wave*” si è soliti riferirsi alla terza grande ondata di M&A, intercorsa tra il 1965 e il 1969, periodo economico prospero a livello mondiale.

Il nome col quale è definita rimanda alle M&A di tipo conglomerale, ossia a quelle operazioni coinvolgenti imprese appartenenti a settori non correlati tra loro: la Federal Trade Commission (FTC) ha riportato che, durante questa terza ondata, circa l'80% dei processi di fusione e acquisizione rientrava in questa tipologia ⁵⁵.

Nonostante questa terza ondata di fusioni sia prevalentemente associata alle grandi *conglomerates* come ITT e Ling-Temco Vought (LTV), anche molte piccole e medie realtà hanno deciso di espandersi al di fuori del loro *core business* tramite la strategia di diversificazione.

Il contesto di riferimento che ha portato molte realtà, piccole/medie e grandi, ad optare per una diversificazione di questo tipo, è stato quello di un maggiormente intensificato contesto normativo: al precedentemente citato Clayton Act del 1914 si è aggiunta, nel 1950, la legge antitrust Celler-Kefauver ⁵⁶.

⁵⁵ Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions* (Washington, DC, 1977).

⁵⁶ “The Celler-Kefauver Act was an anti-merger act passed by the U.S. Congress in 1950, to prevent mergers and acquisitions that could reduce competition.” <https://www.investopedia.com/terms/c/the-celler-kefauber-act.asp>

Mentre il Clayton Act (1914) – nonostante vietasse l’acquisto di azioni di altre aziende quando tale comportamento avrebbe causato una drastica riduzione della concorrenza all’interno del settore – non precludeva l’acquisizione anticoncorrenziale di un *asset* dell’impresa, la legge Celler-Kefauver (1950) ha introdotto una più rigida disposizione escludendo anche quest’ultima operazione ⁵⁷.

Dunque, data l’estrema difficoltà nel poter attuare M&A di tipo orizzontale e verticale, le aziende del tempo – intenzionate ad espandersi mediante l’acquisto o la fusione con altre entità e dotate della ricchezza necessaria per farlo – hanno optato per la formazione di conglomerati. Tuttavia, il fatto che oltre il 60% delle acquisizioni intersettoriali avvenute nel periodo compreso tra il 1970 e il 1982 siano state cedute entro il 1989, suggerisce uno scarso successo delle suddette operazioni.

Il declino della “*conglomerate wave*” può esser ricondotto all’annuncio – da parte della società statunitense Litton Industries – della diminuzione dei guadagni trimestrali per la prima volta dopo quattordici anni, nel 1968 ⁵⁸.

Nello stesso anno, il procuratore generale Richard McLaren espresse la volontà di reprimere i conglomerati, considerati un’influenza anti-competitiva sul mercato: le nuove misure legali volte a scoraggiare il ricorso a M&A segnarono la conclusione di questa terza grande ondata, concorrendo al collasso del mercato azionario.

Nel 1981 la tendenza al ribasso delle operazioni di M&A tipica degli anni ‘70, si è invertita straordinariamente: ha preso piede, così, la quarta *merger wave*, caratterizzata per il carattere ostile delle operazioni ad essa appartenenti, frutto dell’insuccesso nelle performance della precedente fase oltre che delle operazioni speculative provenienti dai “*corporate raider*”.

Differentemente dalle altre tre ondate, quella in questione vede come protagoniste aziende target di grandi dimensioni e, quindi, un valore pagato in dollari estremamente elevato rispetto al passato: la quarta ondata è, per tale ragione, l’ondata delle “*megamerger*”.

In alcuni settori, come il petrolifero nella prima metà degli anni ‘80, il volume di M&A è stato notevolmente superiore rispetto ad altri: quest’ultimo, ad esempio ha rappresentato più del 20% del valore totale di fusioni e acquisizioni nel periodo considerato.

⁵⁷ Milton Handler and Stanley D. Robinson, “A decade of Administration of The Celler-Kefauver Antimerger Act,” *Columbia Law Review* 61, no. 4 (1961): 629. <https://www.jstor.org/stable/1120198>

⁵⁸ John Brooks, *The Go-Go Years: The Drama and Crashing Finale of Wall Street’s Bullish 60s* (New York: John Wiley & Sons, 1998).

Quest'ultima considerazione trova le sue radici nella regolamentazione, più o meno stringente a seconda della *industry* di appartenenza. Per fare un esempio, la deregolamentazione dell'industria aerea degli anni '80 ha avuto la conseguenza di rendere il settore in questione protagonista di numerose operazioni di acquisizione, portatrici di un consolidamento dello stesso. Lo stesso può dirsi dei settori Entertainment e Broadcasting, oltre che delle *industry* Natural Gas e Autotrasporti.

Un'altra caratteristica che rende unica la quarta ondata di M&A risiede nel fatto che, quest'ultima, ha registrato un importante ruolo da parte delle banche di investimento, le quali – specializzate in materia – hanno sviluppato molti prodotti e tecniche innovative al fine di facilitare o prevenire le acquisizioni ⁵⁹.

Da non trascurare, in questa quarta ondata, l'impatto dei cosiddetti “*international tekeover*”, i quali – sebbene ancora in minoranza rispetto alle “*domestic*” M&A – proprio in questo periodo storico hanno iniziato a farsi spazio nel mercato delle operazioni di *merger e acquisition*, per poi andare a consolidarsi nelle successive *waves*.

Successivamente al 1989, l'attività di M&A è gradualmente rallentata – allo stesso modo della lunga espansione economica del 1980 – e l'economia è entrata in una breve e relativamente lieve recessione.

Il periodo intercorrente tra il 1992 ed il 2000 ha ospitato la quinta ondata, figlia di un processo di deregolamentazione ed integrazione dei mercati oltre che dell'inarrestabile innovazione tecnologica. Quella in questione è una delle *merger wave* più significative, a causa del fatto che si caratterizza per aver coinvolto non solo gli Stati Uniti ma anche le imprese europee: il trend già avviato nella precedente ondata si è qui affermato definitivamente e le M&A tra imprese appartenenti allo stesso paese sono state consistentemente affiancate dalle più complesse operazioni di tipo *cross-border*.

Il valore totale delle operazioni concluse tra il 1998 e il 2000 ammontava a circa \$ 4 trilioni, il 40% dei quali determinato da accordi di tipo *cross-border*, sicuramente avvantaggiati dal processo in corso di globalizzazione dei mercati.

⁵⁹ Patrick A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings* (New York: John Wiley & Sons, 2010), 61.

La fine di questa ondata è arrivata con lo scoppio della “bolla Internet” nei primi mesi dell’anno 2000: il fallimento di alcune “Dot-com”⁶⁰, protagoniste (in negativo) della bolla speculativa, generò una vera e propria recessione della New Economy provocando il crollo dei mercati azionari globali.

Dopo il negativo andamento delle operazioni di M&A svoltesi nel periodo intercorrente tra il 2001 ed il 2003, il fenomeno acquisizioni ha ripreso a crescere dal 2004, per raggiungere il suo massimo nel 2007, anno in seguito al quale la crisi mondiale ne ha determinato un’ulteriore decrescita.

La sesta ondata, facilmente paragonabili alla quinta, è avvenuta proprio tra il 2004 ed il 2007: “Tale ondata è stata caratterizzata da operazioni di natura cross-border quale risposta all’integrazione dei mercati, alla necessità di consolidare il core business attraverso l’unione con i concorrenti, dalla maggiore dimensione delle operazioni, dal crescente ruolo degli investitori istituzionali e dall’ingresso di operatori provenienti da paesi a sviluppo emergente, quali PECO e Cina, che nelle scorse decadi erano rimasto fuori dalla competizione globale.”⁶¹

2.2 Il mercato M&A 2019: la situazione pre-pandemia a livello mondiale

Prima di procedere con l’analisi e la successiva comprensione degli effetti che la pandemia scatenata dal virus Covid-19 ha prodotto nel mercato delle operazioni di *merger* e *acquisition*, è indispensabile osservare la situazione fino “all’istante” prima che quest’ultimo evento travolgesse gli equilibri umani ed economici dell’intero mondo, senza distinzione geografica alcuna.

A livello mondiale, il mercato delle M&A ha concluso positivamente l’anno 2019: nonostante i vivacissimi numeri del 2018, l’anno in questione ha saputo sicuramente tener testa ad un elevato volume di transazioni, concludendosi con un valore – in termini di volumi – assolutamente in linea con il precedente anno, ad indicare che le operazioni di

⁶⁰“Il termine Dot-com viene utilizzato per identificare quelle aziende che, nate a seguito del notevole surplus di fondi generati dalle venture capital, ed al grande ottimismo del mercato azionario durante la fine del ventesimo secolo, impostarono un business improntato principalmente all'erogazione di servizi via web.” <https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/bolla-internet.html>

⁶¹ Rosa Caiazza, *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo* (Torino: G. Giappichelli Editore, 2012), 3.

merger e acquisition siano ancora riconosciute dalle imprese come un valido strumento strategico per rafforzare il proprio business.

Il grafico che segue prende in considerazione il mercato M&A a livello mondiale tra il 2009 ed il 2019 indicando – di anno in anno – il numero di operazioni completate ed il controvalore di quest’ultime, suddiviso per area geografica dell’impresa target.

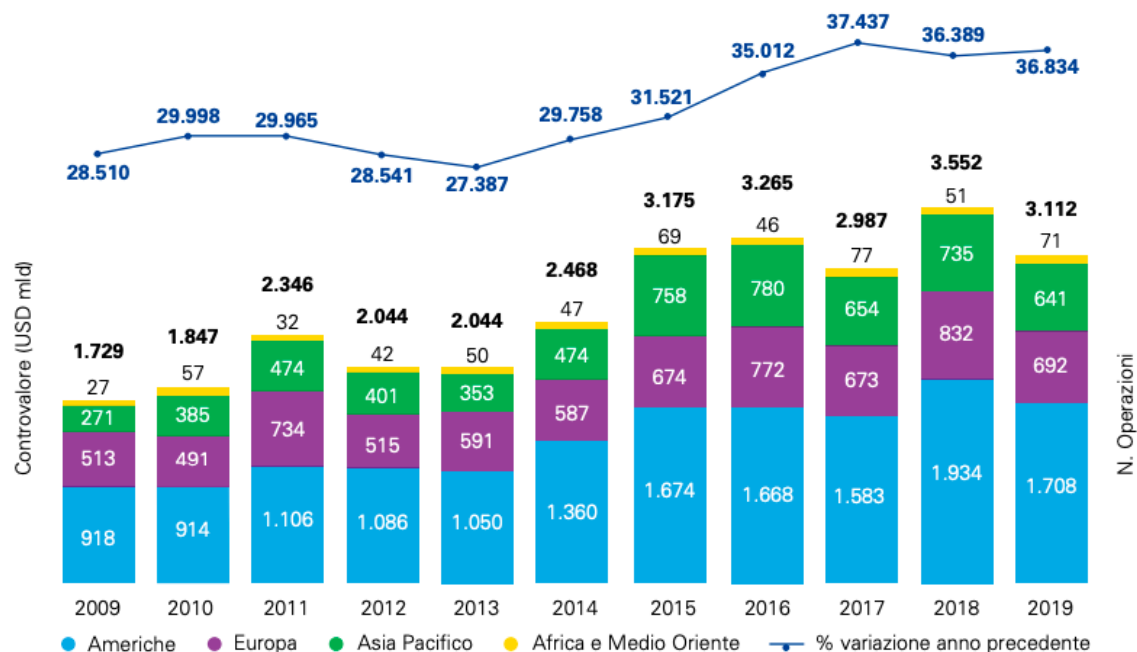


Figura 2-2⁶²: Global M&A 2009-2019

Se è vero che il volume di operazioni è rimasto sostanzialmente il medesimo rispetto all’anno precedente, quello che si è notato nel 2019 è stato un decremento dei controvalori (3100 USD Mld), scesi del 12% rispetto al 2018.

La causa di questo rallentamento è dovuta alla minore incidenza dei *mega deal*, principale fonte di crescita dell’anno precedente. In particolare, le operazioni superiori a \$ 1 Mld., hanno ridotto il loro valore del 17% rispetto al 2018, anno nel quale sono stati conclusi quaranta *mega deal*, undici in più rispetto al 2019.

Nonostante le difficoltà intervenute nel 2019, come le preoccupazioni causa Brexit e le pressioni commerciali tra USA e Cina, insieme al rallentamento economico in alcune aree geografiche ed al sempre più articolato processo di approvazione di operazioni di M&A da parte delle competenti Authority, alcuni altri fattori hanno permesso al mercato delle

⁶² Maximilian Peter Fiani, “Rapporto M&A 2019: Record di operazioni in Italia,” *KPMG Corporate Finance* (2020), 11.

M&A di non fermarsi: ne sono un esempio i bassi tassi di interesse e le varie alternative concesse alle aziende per finanziarsi.

Oltre a quest'ultime favorevoli condizioni dei mercati finanziari, è opportuno altresì sottolineare l'importanza di altre determinanti, che hanno incoraggiato un numero crescente di imprese all'attuazione di operazioni di M&A: “La necessità di accelerare la crescita, specie nei comparti più maturi, di ampliare i propri mercati geografici o il portafoglio prodotti e di acquisire competenze o capacità complementari, spesso indispensabili per tenere il passo con le nuove tecnologie *disruptive*.” ⁶³

Osservando la situazione a livello di area geografica, emerge subito come l'America – anche nell'anno 2019 – sia riuscita ad aggiudicarsi il primo posto in termini di valore delle transazioni: ad oltre la metà del complessivo controvalore, infatti, hanno contribuito proprio le Americhe, per un volume di 14.221 transazioni (37% del totale).

All'interno di quest'ultime, il ruolo da protagonista è stato ovviamente ricoperto dagli Stati Uniti, contribuenti per oltre il 50% delle attività M&A, non solo delle Americhe ma anche dell'intero mondo.

Circa i precedentemente citati ventinove *mega deal* mondiali, non sorprende che – data la fiducia con cui si è soliti guardare al mercato statunitense e date le opportunità che quest'ultimo è in grado di offrire alle proprie aziende per crescere – ben ventuno di essi provengano proprio dal mercato USA.

Interessante specificare come sia calato in modo modestamente significativo il numero delle operazioni *cross-border*, lasciando spazio alle operazioni di tipo domestico che hanno rappresentato il 75% dei valori realizzati dal mercato USA (nel 2018 erano il 69%): l'incertezza delle questioni Stati Uniti-Cina e le crescenti politiche protezionistiche hanno ovviamente generato questo nuovo scenario, portando le imprese a concentrarsi maggiormente sulle M&A nazionali. ⁶⁴

Un ruolo decisivo, dopo quello dell'America, è ricoperto dell'Europa, con 14.091 operazioni completate per un controvalore di \$ 861 Mld.: nonostante il calo nei controvalori, possiamo sicuramente affermare che lo scenario europeo si è concluso

⁶³ Ibid., 9.

⁶⁴ Hernan Cristerna, Chris Ventresca et al., “2020 Global M&A Outlook: Navigating a period of uncertainty,” *J.P. Morgan* (2020), 3.

positivamente nel 2019 e che – sebbene le questioni relative alla Brexit e la decrescita economica della Germania lo abbiano toccato particolarmente da vicino – il continente ha saputo mantenere la sua rilevanza a livello globale, aggiudicandosi oltre il 30% dei volumi e oltre il 20% dei valori complessivi.

Il precedentemente accennato incremento del numero di operazioni completate in Europa, in controtendenza rispetto al resto del mondo, ha impattato in modo abbastanza omogeneo sul continente, andando a toccare quasi la totalità dei paesi più rilevanti. Da tale *trend* possiamo dedurre una consapevolezza degli investitori circa il carattere moderato della crescita, oltre che una risposta alla incrementata incertezza del contesto di riferimento.

Andando ad osservare l’impatto delle M&A sui vari settori emerge una predominanza del *Consumer Markets*, costituente circa il 35% (\$ 300 Mld.) dei controvalori complessivi e dei volumi, questi ultimi in aumento del 10% rispetto al massimo storico.

Nello specifico, il segmento *pharma* è stato il principale protagonista di questi risultati: ad inizio 2019 la tedesca Takeda Pharmaceutical ha acquistato il 100% della irlandese Shire Plc per un valore di circa \$ 60 Mld., aggiudicandosi il primo posto nella lista delle Top10 operazioni europee completate nell’anno in questione.

In coda al *Consumer Markets*, il settore *Telecommunications Media & Technology*: spicca l’operazione da circa € 19 Mld., da parte del gruppo Vodafone, sul 100% delle quote della tedesca Unitymedia GmbH (gruppo Liberty Global), finalizzata a rendere Vodafone il primo proprietario di reti di nuova generazione in Europa ⁶⁵.

Insieme, il *Consumer Markets* ed il *TMT* costituiscono quasi il 60% dei volumi di operazioni di M&A a livello europeo e del relativo controvalore.

Quanto ai settori maggiormente interessati alle operazioni di M&A a livello globale, calcolati in base alla *industry* di appartenenza delle aziende target, emergono, in ordine di controvalore generato: il *Consumer Markets* al primo posto, *Telecommunications Media & Technology* al secondo posto ed *Energy & Utilities* al terzo posto, quest’ultimo nonostante abbia registrato il minor numero in assoluto di operazioni completate.

Seguono il settore Industrial Markets al quarto posto ed i Financial Services al quinto, nonostante la crescita di oltre il 30% registrata nel 2019.

⁶⁵ Nic Fildes and Philip Georgiadis, “Brussels clears Vodafone’s €19 bn Liberty Global deal: UK telecoms group wins regulatory backing after concessions ease competition fears,” *Financial Times*, July 18, 2019.

Il grafico che segue evidenzia l'impatto di ciascuna industry alla generazione del controvalore complessivo di M&A di \$ 3.112 Mld., nell'anno. 2019.

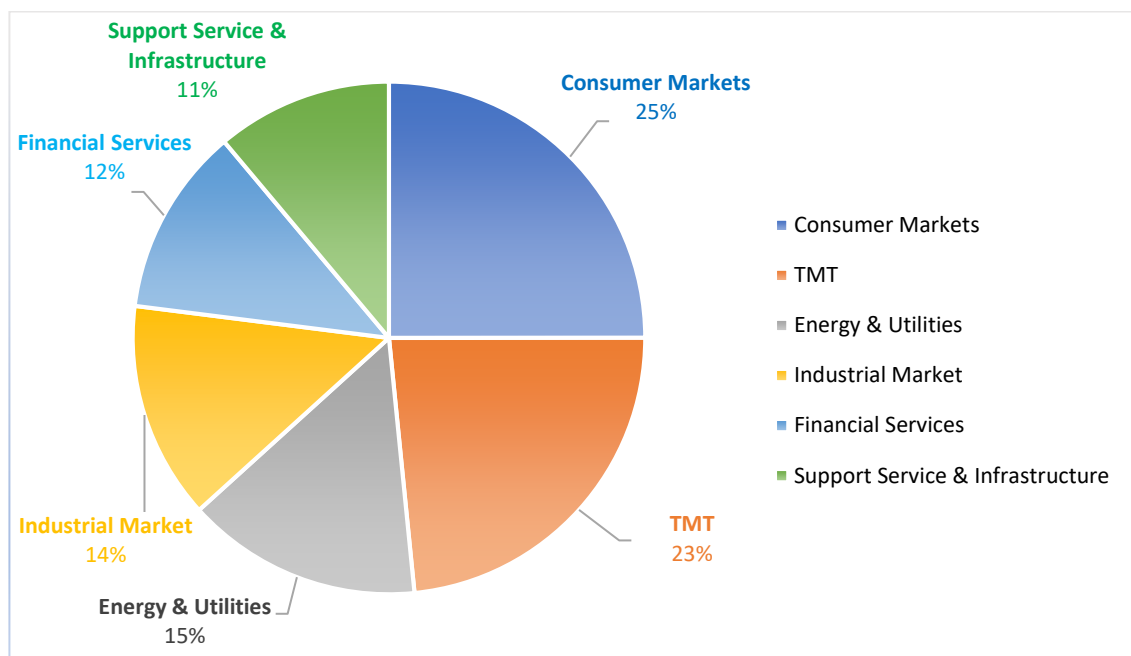


Figura 3-2⁶⁶: Contribuzione per industry al controvalore delle M&A 2019 a livello globale

Al raggiungimento di 36.834 operazioni a livello mondiale, generanti il controvalore complessivo di cui sopra, hanno contribuito, in misura rilevante anche nel 2019, gli Investitori finanziari ed i fondi Private Equity, importanti attori nel mercato delle M&A. Sebbene il controvalore complessivo risulti in calo rispetto al 2018, il numero delle operazioni completate da quest'ultimi ha segnato un nuovo record, il quale - anche per il 2019 - ha contribuito a circa il 30% del valore mondiale.

Nonostante la predominante incidenza – in volumi e valore delle operazioni – da parte degli investitori finanziari statunitensi, è opportuno rilevare che la miglior crescita è stata in realtà registrata dagli operatori europei, dai quali provengono il 40% dei deal totali conclusi (4.605 transazioni), in aumento del 13% rispetto al 2018.

⁶⁶ Fonte: Elaborazione propria da dati *KPMG Corporate Finance 2020*

2.2.1 L'attività di M&A in Italia prima del virus: un mercato da € 52 miliardi

Lo scenario italiano relativo al mercato M&A oggetto di analisi ha visto un 2019 concludersi con un record storico in termini di volumi ammontante a 1085 operazioni, in crescita continua da ormai un decennio: rispetto al precedente anno, tuttavia, il controvalore dei suddetti *deals* ha registrato un decremento di oltre il 40%, attestandosi a € 52,4 miliardi. Il fatto che – al termine del 2018 – il valore complessivo delle fusioni ed acquisizioni compiute abbia superato i € 90 miliardi, è spiegabile alla luce dei due *mega deal* dagli oltre € 40 miliardi (quello tra Essilor e Luxottica e l'acquisizione di Abertis Infraestructuras da parte di Atlantia) che hanno contraddistinto l'anno in questione.

Senza considerare quest'ultime, il valore complessivo delle operazioni sarebbe stato poco di poco inferiore al controvalore totale delle operazioni concluse nell'anno 2018.

Il grafico seguente fornisce una rappresentazione dell'andamento suddetto:

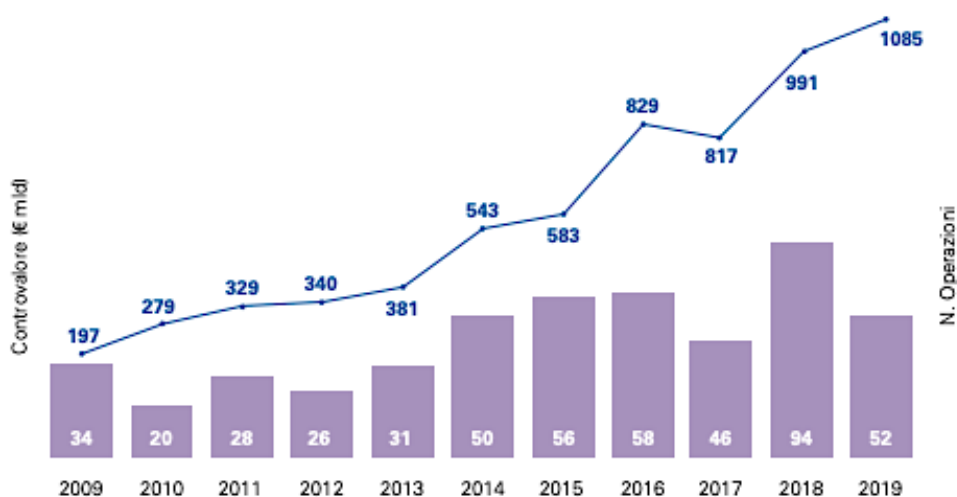


Figura 4-2⁶⁷: L'andamento italiano delle operazioni di M&A 2009-2019

La solidità del mercato M&A italiano è evidente osservando il nuovo primato 2019 registrato in termini di volumi di operazioni concluse, in parallelo ad uno scenario geopolitico ed economico non del tutto favorevole, in conseguenza delle ormai note divergenze intercorrenti in tema di dazi tra Stati Uniti e Cina e della instabile situazione legata all'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea.

Oltre a questo, la forte necessità di investimento da parte di alcuni attori istituzionali a causa dell'ingente quantità di liquidità da lungo tempo presente nel mercato, ha avuto

⁶⁷ Maximilian Peter Fiani, "Rapporto M&A 2019: Record di operazioni in Italia," *KPMG Corporate Finance* (2020), 35.

l'effetto di alzare notevolmente il valore delle aziende target rendendo ancora più complessa la possibilità di attuare acquisizioni.

Un fattore positivo, oltre alla resistenza del settore in questione ad un descritto contesto di riferimento, è dato dal verificarsi – negli ultimi anni – del fenomeno di *business combination* tra piccole e medie imprese operanti nel Made in Italy che, seppur incapaci di registrare elevati controvalori, segnalano un fattore importantissimo caratterizzante il mercato geografico italiano: l'orientamento alla crescita.

Da considerare positivamente è anche l'incremento – in termini di volumi – dell'attività di *cross-border* M&A: nel 2019 sono state completate 514 operazioni, +6% rispetto all'anno precedente. Attualmente, l'attività di *cross border* M&A costituisce il 75% del valore del mercato italiano e, rispetto al 2018, si è verificato un incremento del peso relativo alle transazioni Estero su Italia ed una riduzione di quelle Italia su Estero.

Più precisamente: nel 2019 si sono concluse 317 operazioni Estero su Italia, generanti un valore complessivo di oltre € 18 miliardi. Gli Stati Uniti ne sono i protagonisti, con 70 transazioni concluse per un valore di oltre € 9 milioni. Seguono Francia ed UK, le quali hanno anche incrementato il loro controvalore rispetto al 2018.

Anche la Cina ha potenziato notevolmente il valore delle acquisizioni nel territorio italiano, ammontante ad oltre € 1 miliardo, nonostante le poche operazioni effettuate (se ne contano soltanto nove concluse nell'anno in questione) che non le hanno permesso di rimanere nella lista dei primi cinque *investor* stranieri relativamente al numero di *deal* conclusi in Italia nell'anno di riferimento. Il suo posto è stato preso dalla Svizzera.

Complessivamente, i primi cinque paesi esteri in termini di volume di operazioni effettuate nel nostro paese, si caratterizzano per aver realizzato un controvalore ammontante ad oltre € 13 miliardi, il 74% del controvalore totale generato in Italia.

Per ciò che concerne la situazione delle operazioni Italia su Estero, si è raggiunto un nuovo traguardo in termini di volumi durante il 2019: sono state completate 197 operazioni (+8% rispetto al 2018), per un valore complessivo di € 21 miliardi.

Gli USA sono rimasti senza dubbio il mercato più attrattivo per l'Italia, la quale attua principalmente i suoi investimenti in paesi appartenenti all'Europa Occidentale (Francia, Germania, Spagna e Regno Unito).

Il grafico che segue aiuta a visualizzare quanto detto e raggruppa le operazioni di M&A coinvolgenti l'Italia, in quattro macro-aree geografiche.

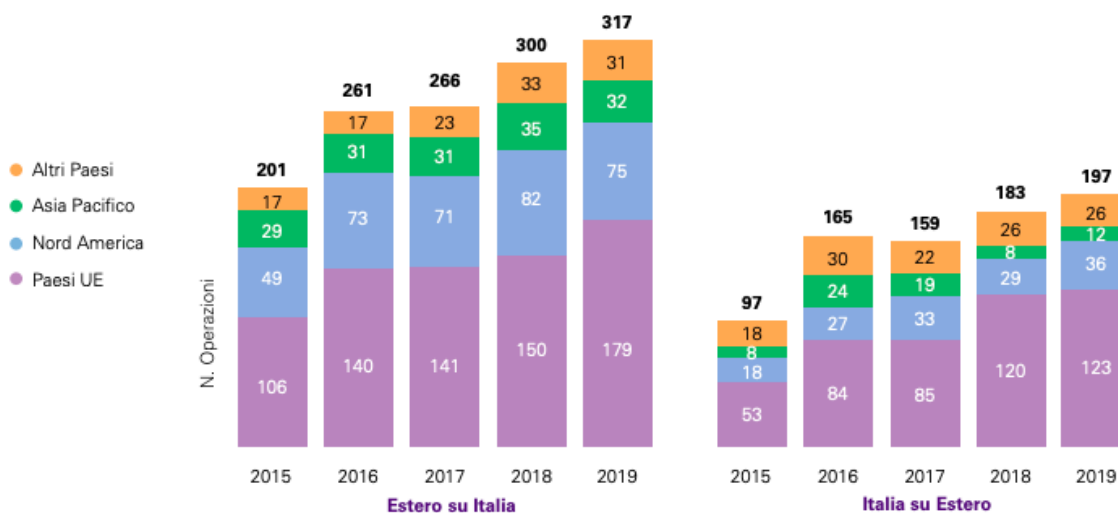


Figura 5-2⁶⁸: Operazioni cross-border, M&A Italia 2015-2019.

In termini di valore, invece, le operazioni Italia su Italia – le M&A domestiche – contribuiscono per poco più del 25% sul totale (con un controvalore di € 13 miliardi), nonostante il nuovo record raggiunto in volume di operazioni concluse nel 2019: 571 operazioni completate, il miglior risultato dagli ultimi vent'anni. Come precedentemente accennato, quest'ultime si caratterizzano per avere una dimensione, in termini di valore, molto contenuta: il controvalore medio delle stesse ammonta a circa € 23 milioni.

Al fine di voler avere un'*overview* completa del mercato M&A italiano, andiamo a verificare quali sono stati i settori maggiormente impattati dallo svolgersi delle operazioni di fusione ed acquisizione nel nostro Paese. In particolare, andiamo a vedere quali sono i settori di appartenenza delle imprese *target* di acquisizione.

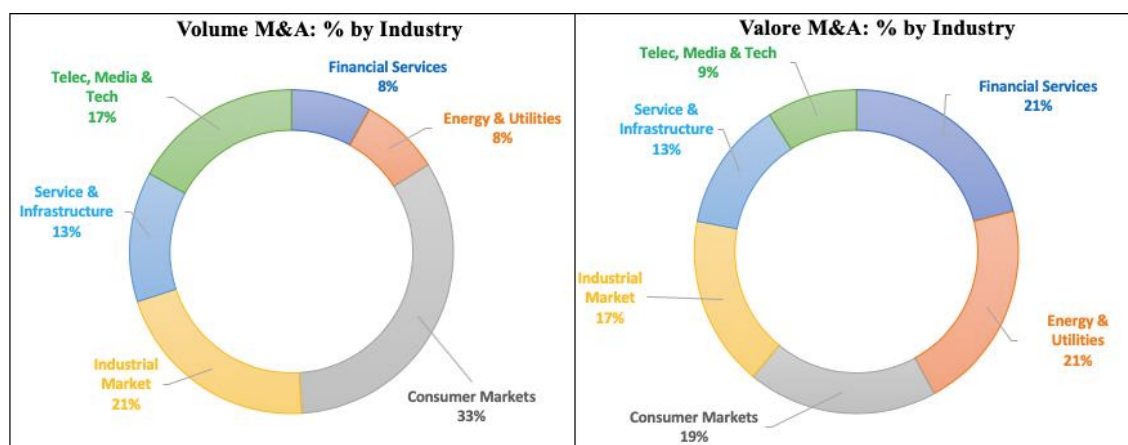


Figura 6-2⁶⁹: % Contribuzione M&A 2019 by Industry

⁶⁸ Dati: KPMG Corporate Finance.

⁶⁹ Fonte: Elaborazione propria da dati KPMG Corporate Finance 2020

Il settore Financial Services – comprendente banche, enti assicurativi e tutti gli altri servizi finanziari – è in testa per numero di operazioni completate, quasi a pari merito con il settore Energy & Utilities, per un ammontare che si aggira intorno agli € 11 miliardi (oltre il 20% del totale complessivo italiano). In particolare, si sono contraddistinte le operazioni di Nexi S.p.A., la quale – collocando oltre il 30% delle proprie quote sul mercato di Borsa Italiana – ha raccolto oltre due miliardi di euro, e la cessione agli investitori istituzionali di FinecoBank S.p.A. da parte di Unicredit S.p.A., conclusasi nel luglio 2019 e ammontante ad un valore di circa un miliardo di euro ⁷⁰.

Al secondo posto, con un incremento di oltre il 30% rispetto al 2018, si colloca – in termini di valori – il settore Energy & Utilities, nonostante la retrocessione in quinta posizione relativamente al numero di operazioni completate. Complessivamente, occupa il 20% del mercato relativamente ai volumi, ammontanti ad oltre € 10 miliardi.

L'anno in questione ha ospitato l'operazione strategica di acquisto da parte di Eni S.p.A. (tramite la *joint venture* Var Energi AS) delle attività a monte della filiera produttiva, detenute da ExxonMobil Corp, per un controvalore complessivo di circa \$ 4.5 miliardi.

Il gruppo Eni S.p.A. si è contraddistinto per il compimento di azioni volte a solidificare la propria posizione all'interno del mercato globale, mediante il perseguimento di una strategia diversificazione geografica parallela ad una diversificazione delle attività.

Ne è un esempio l'operazione di acquisto – da oltre \$ 3 miliardi – del 20% delle quote della compagnia petrolifera di Abu Dhabi, ADNOC Refining, che permette ad Eni S.p.A. di espandersi nella zona del Golfo Persico incrementando la propria capacità di raffinazione, all'interno di un mercato estremamente promettente a livello globale.

Come affermato all'Amministratore Delegato di Eni, Claudio Descalzi: “Questa operazione, che ci consente di entrare nel settore downstream degli Emirati Arabi Uniti, è in linea con la nostra strategia volta a rendere il portafoglio di Eni maggiormente diversificato dal punto di vista geografico, più bilanciato lungo la catena del valore, più efficiente e più resiliente rispetto alla volatilità del mercato” ⁷¹.

⁷⁰ Maximilian Cellino, “UniCredit, addio a Fineco: ceduta ultima quota per 1,1 miliardi,” *Il Sole 24 Ore*, July 8, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-addio-fineco-avviata-cessione-quota-residua-183percento-ACVqATX>

⁷¹ Celestina Dominelli, “Eni, maxi-accordo negli Emirati per l'acquisizione del 20% di Adnoc Refining,” *Il Sole 24 Ore*, January 27, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/eni-maxi-accordo-emirati-l-acquisizione-20percento-adnoc-refining--AFTGzG>

Al primo posto per numero di operazioni completate si colloca il settore Consumer Markets, che ha concluso il 2019 con ben 361 *deals* conclusi, in aumento di oltre il 33% rispetto al 2018. In termini di controvalore, invece, è sceso in terza posizione costituendo poco meno del 20% del mercato italiano, ammontante a circa € 10 miliardi.

Due operazioni coinvolgenti il suddetto settore rientrano nella lista delle Top 10. Si fa riferimento all'OPA obbligatoria di Essilor Luxottica SA sulle azioni residuali di Luxottica Group S.p.A. (per un valore di quasi due miliardi di euro), ed alla acquisizione dei *business* biscotti, gelati, crostate e snack di Kellogg da parte di Ferrero S.p.A. per un valore di oltre € 1 miliardo. Quest'ultima operazione apre al Gruppo Ferrero le porte a nuovi prodotti strategici e, come dichiarato da Giovanni Ferrero: "Il business di Kellogg dei biscotti, degli snack alla frutta, dei gelati e delle crostate rappresentano un'eccellente soluzione strategica per Ferrero, perché consentono di continuare ad aumentare la nostra presenza complessiva e l'offerta di prodotti nel mercato nordamericano"⁷².

A seguire il settore Consumer Markets in termini di numero di transazioni concluse nell'anno 2019, è l'Industrial Market (costruzioni, *automotive*, chimica, siderurgica): 225 deal completati per un controvalore complessivo di oltre € 9 miliardi, in forte crescita rispetto al 2018. In termini di valori, il settore in questione costituisce il 17% del totale.

La transazione più rilevante, non solo per quanto riguarda il settore in questione ma anche a livello di mercato italiano nella sua interezza, è il *deal* da € 6.2 miliardi conclusosi tra Fiat Chrysler Automobiles NV e il leader della componentistica CK Holdings Co Ltd (holding di Calsonic Kansei Corporation) mediante la quale la prima ha ceduto Magneti Marelli S.p.A. al fine di "avere i fondi necessari a dare esecuzione ad un piano industriale ambizioso che punta sulla tecnologia con focus su elettrificazione e guida assistita"⁷³.

Al quinto e sesto posto si collocano, rispettivamente – in termini di valore delle operazioni conclusesi nel 2019 – i settori Services & Infrastructure e Telecommunication, Media & Technology. Il primo ha contribuito, con € 6.6 miliardi, a formare il 13% del mercato italiano con 144 deal completati (nuovo record e +26% dal 2018). Il secondo, con un controvalore di € 4.7 miliardi, costituisce il 9% del totale.

⁷² Filomena Greco, "Ferrero acquisisce biscotti e snack di Kellogg negli Stati Uniti," *Il Sole 24 Ore*, April 1, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/ferrero-acquisisce-biscotti-e-snack-kellogg-stati-uniti-ABktpjB>

⁷³ Mario Cianflone, "Perché Fca ha venduto Magneti Marelli ai giapponesi di Calsonic," *Il Sole 24 Ore*, October 22, 2018, <https://www.ilsole24ore.com/art/perche-fca-ha-venduto-magneti-marelli-giapponesi-calsonic-AECagmTG>

2.3 L'attuale volto del mercato globale M&A impattato dal Covid-19

L'emergenza sanitaria scaturita dalla diffusione a livello mondiale del virus Covid-19 ha letteralmente turbato non solo la vita quotidiana di ognuno di noi ma anche gli andamenti economici di tutto il globo, delineando uno scenario a rischio per molte attività produttive e commerciali di diversi paesi.

Quello che sappiamo è che le previsioni circa la crescita economica a livello globale per il 2020 non sono positive, anzi, è prevista una recessione di intensità non lontana dalla "Grande recessione" scaturita dalla crisi finanziaria originatasi negli Stati Uniti, nel 2008. Gli effetti della pandemia si sono, ovviamente, riflessi anche sul mercato delle operazioni di M&A, le quali hanno subito un forte decremento e si prevede continueranno a contrarsi anche nello svolgimento dell'anno in corso.

Il grafico che segue mostra il significativo calo delle operazioni oggetto di analisi nel secondo trimestre dell'anno 2020, rispetto agli anni passati.

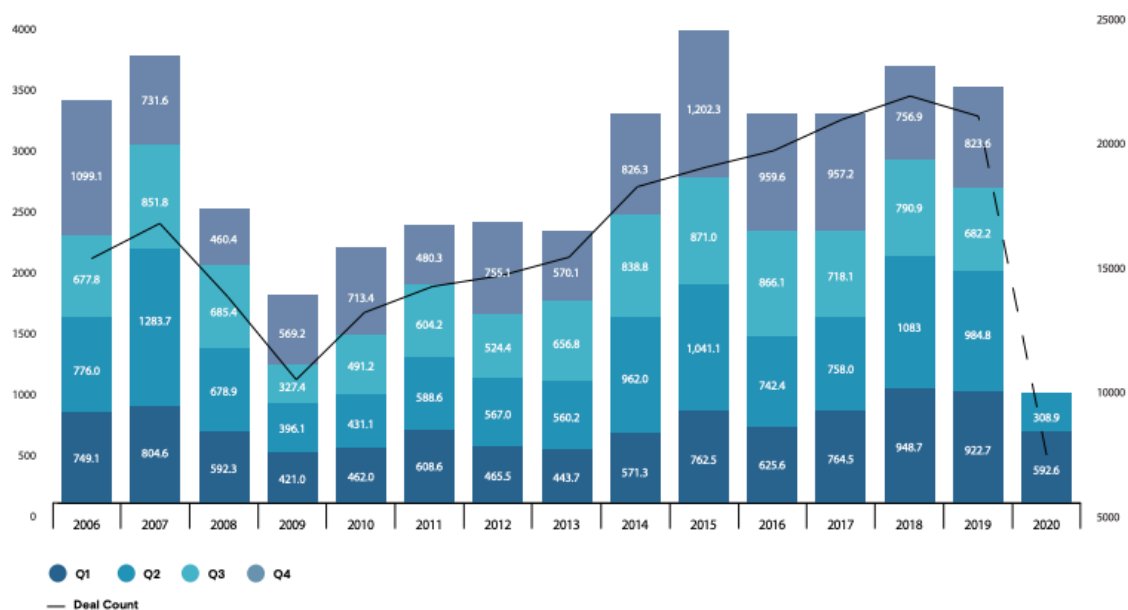


Figura 7-2⁷⁴: Andamento globale M&A 2006-2020 (1H)

Il primo trimestre dell'anno in corso ha mostrato un calo nelle operazioni di M&A in rapporto allo stesso periodo dello scorso 2019: a differenza del primo trimestre dell'anno passato – nel quale si assistette alla chiusura dell'accordo che vide Disney acquisire la

⁷⁴ Mergermarket, 2020.

produzione cinematografica e televisiva della 21st Century Fox per \$ 71 Mld.⁷⁵ – il primo trimestre 2020 ha ospitato transazioni di più lieve intensità e, soprattutto, caratterizzate per essere già state accordate ed annunciate nel corso del precedente anno.

Dunque, gli effetti veri e propri della pandemia hanno iniziato a mostrarsi in tutto e per tutto soltanto nel secondo trimestre: il numero di transazioni è sceso da 4.308 operazioni nel Q1 (primo trimestre 2020) a 2.360 nel Q2 (secondo trimestre 2020) e, insieme ai volumi, sono precipitati anche i valori: da circa \$ 590 Mld nei primi tre mesi del 2020 a poco più di \$ 300 Mld nei successivi tre.

Tutto ciò è ancora più suggestivo se rapportato al 2019: il volume delle operazioni del primo semestre 2020 è sceso di oltre il 30% rispetto al precedente anno ed i valori delle stesse sono diminuiti di ben oltre il 50%.⁷⁶

L'andamento delle M&A su scala globale, attestatesi intorno ai minimi storici e paragonabile – quindi – ai risultati del primo trimestre dell'anno 2008, è la conseguenza di una situazione di *standby* scaturita dall'emergenza sanitaria, la quale impedisce alle persone di viaggiare ed incontrarsi (presupposto essenziale per attivare questo genere di accordi) ed è altresì il risultato di una incertezza verso la futura ripresa dell'economia mondiale, fortemente impattata dalla fase di *lockdown*.

L'attività di M&A è dunque, nello scenario odierno, resa ancora più insidiosa a causa delle sfide che le imprese intenzionate ad attuarla devono improvvisamente e necessariamente affrontare, in particolare:⁷⁷

- Le importantissime attività di *due diligence* e di negoziazione divengono critiche: gli ostacoli logistici rendono difficile condurre le attività valutative iniziali faccia a faccia e, dunque, partecipare alle riunioni o prendere parte alle visite degli impianti produttivi (che potrebbero non essere aperti); allo stesso modo, anche le attività di revisione dei pilastri/punti critici dei *deal*, dunque tutte le attività cronologicamente secondarie e legate alla negoziazione – solitamente svolte *face to face* – sono inevitabilmente intralciate.

⁷⁵ Andrea Biondi, "Nasce il gigante Disney-Fox, completato il deal da 71 miliardi di dollari," *Il Sole 24 Ore*, March 20, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/nasce-gigante-disney-fox-completato-deal-71-miliardi-dollari-ABpVbAgB>

⁷⁶ Mergermarket, "Global & Regional M&A Report 1H20," *Mergermarket.com* (2020), 5.

⁷⁷ Alastair Green, Ari Oxman and Laurens Seghers, "Preparing for private-equity exits in the Covid-19 era," *McKinsey & Company*, June 2020.

- I tassi di interesse su di un finanziamento richiesto con la finalità di attuare una operazione di *merger e acquisition* sono più alti rispetto al passato, dato il livello di rischio che – in uno scenario come quello attuale – è irrimediabilmente superiore.
- Le valutazioni delle imprese sono, nella maggior parte dei casi, inferiori rispetto al periodo precedente al Covid-19. Questa evidenza consegue dal fatto che le performance delle aziende sono attualmente incerte data la situazione di crisi che stiamo vivendo: nel primo semestre del 2020, le operazioni annunciate in Italia hanno visto multipli EV/EBITDA in calo netto del 20%, “a conferma dell’impatto dell’incertezza generata dalla pandemia sui prezzi sottostanti le transazioni” ⁷⁸.
- L’impatto del virus ha reso necessaria una immediata gestione, da parte delle imprese, del nuovo contesto di riferimento e dei riflessi di quest’ultimo sul loro business: in tale scenario, le aziende hanno messo in secondo piano le operazioni di M&A.
- La situazione di crisi scaturita dalla pandemia rivela debolezze prima non identificate in entità aziendali precedentemente considerate attrattive.

In un tale complicato scenario non stupisce il fatto che si sia assistito, in questo primo semestre del 2020, ad annullamenti di operazioni di M&A annunciate mesi prima.

In modo particolare nel secondo trimestre, dove – come precedentemente accennato – si sono maggiormente esplicitati gli effetti della pandemia sulle operazioni di fusione ed acquisizione, le incertezze circa la fattibilità finanziaria ed economica dei *deal* programmati hanno portato alcuni accordi a non giungere a compimento.⁷⁹

Nel settore immobiliare, ad esempio, è stata annullata l’operazione di acquisto di Front Yard Residencial da parte di Amherst Holdings, a causa – come dichiarato dall’Amministratore Delegato di quest’ultima – della complessità operativa dell’integrazione tra le due compagnie in uno scenario incerto come quello attuale.

⁷⁸ Filippo Bratta, “Valutazioni a picco per le aziende nell’era post-Covid. Crollo dei multipli del 20%. Lo calcola Scouting,” *Bebeez*, July 13, 2020, <https://bebeez.it/2020/07/13/valutazioni-a-picco-per-le-aziende-nellera-post-covid-crollo-del-multipli-del-20-lo-calcola-scouting/>

⁷⁹ Roberto Bottoli, “Deal o no deal? La situazione attuale delle operazioni di M&A,” *GAM Investments*, June 24, 2020, <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/deal-or-no-deal-the-m-and-a-landscape>

Nel settore dei servizi bancari, invece, si rileva l'annullamento dell'operazione di fusione tra Texas Capital Bancshares e Independent Bank Group che avrebbe dovuto dar vita alla più grande banca del Texas.

David R. Brooks, Amministratore Delegato di Independent Bank Group, sui motivi dell'annullamento del *deal*, ha dichiarato: "Data la significativa incertezza causata dalla pandemia Covid-19 e dal conseguente contesto economico e di mercato, non sarebbe stato prudente continuare a proseguire la combinazione e l'integrazione delle società in questo momento" ⁸⁰. Inoltre, ha espresso la volontà dell'azienda di concentrarsi nel sostegno del *business* e nella salute dei propri dipendenti: in una circostanza come questa è evidente come il compimento dell'operazione programmata, per quanto fortemente sostenuta e vantaggiosa per entrambe le parti, sia passato in secondo piano.

Allo stesso modo in cui il virus Covid-19, partendo dalla Cina, si è diffuso in tutto il mondo con impatti diversi da paese a paese, così gli effetti sulle attività di acquisizione e fusione sono stati differenti nelle varie aree geografiche del globo.

La Cina, la prima ad aver preso contatto con il virus, è stata – meno di tutte le altre – urtata dagli effetti che l'emergenza sanitaria ha prodotto sulle attività di acquisto: il decremento dei *deal* è stato di non oltre l'8% ed i corrispettivi controvalori hanno subito un calo di circa il 20%. Successivamente alla fine della prima ondata pandemica – nel corso del secondo *quarter* 2020 – la Cina ed il continente Asia-Pacifico nella sua interezza hanno iniziato a sperimentare una ripresa nelle negoziazioni, nonostante le precedentemente accennate instabilità geopolitiche ed uno scenario economico globale ancora non favorevole.

Questa ripresa di cui sono protagoniste le regioni dell'Asia-Pacifico affonda le sue radici nella politica monetaria di tipo espansivo messa in atto dalle banche centrali al fine di ridurre i tassi di interesse e favorire così le transazioni finanziarie: ne è un esempio il Loan Prime Rate (Lcr) a un anno, che avrà un tasso di interesse ridotto di dieci punti base, come sostegno alle imprese per riprendersi dalle problematiche insorte in conseguenza

⁸⁰ Dallas Business Journal Staff Writer, "Texas-based bank CEO steps down as \$5.5B merger called off," *Houston Business Journal*, May 26, 2020, <https://www.bizjournals.com/houston/news/2020/05/26/texas-capital-bank-keith-cargill-independent-bank.html>

del virus ⁸¹. Inoltre, i principali protagonisti dell'attività di M&A del continente in questione – Cina e Hong Kong – stanno tornando a crescere, e questo potrebbe far riemergere la fiducia da parte degli investitori: il settore manifatturiero cinese, ad esempio, ha recuperato rapidamente grazie al supporto dei governi locali ed andamenti positivi si registrano anche nel comparto industriale.

Ingenti investimenti per stimolare la ripresa dell'economia sono stati attuati dai governi anche verso le nuove infrastrutture (5G, treni ad alta velocità, intelligenza artificiale) – capaci di controbilanciare il rallentamento economico del breve periodo mediante un aumento della produttività nel lungo termine – e verso i “vecchi” settori, mediante un piano accelerato di emissione di *bond* speciali dei governi locali, finalizzato a finanziare progetti infrastrutturali. ⁸²

Il mercato M&A in **Europa** ha registrato operazioni di M&A in crescita durante il primo trimestre dell'anno 2020: 1.387 *deals*, più del 30% rispetto al primo trimestre dell'anno 2019 e ammontanti – complessivamente – a circa \$ 200 Mld.

Tuttavia, nel secondo trimestre, sono stati spesi soltanto \$ 83.6 Mld. in attività europee, per la prima volta dal 2009 la cifra non è riuscita a raggiungere la soglia del \$ 100 Mld. Complessivamente si registra un calo di oltre il 30% nelle M&A europee rispetto al 2019: il valore in dollari è passato da 419.9 miliardi a 291.5 miliardi nella prima metà del 2020. Non solo, il numero di accordi dal valore complessivo di oltre \$ 1 miliardo – attestatosi a 37 durante il primo trimestre – è sceso a 19 nel secondo quarter del 2020, conseguenza diretta della grave contrazione economica che ha invaso il continente negli ultimi mesi. Rimanendo sempre in Europa, il *private equity* ha sperimentato un calo significativo delle acquisizioni nel 2020. Nonostante un calo del 17.8% nel valore delle acquisizioni rispetto al primo semestre 2019, i *buyout* di *private equity* hanno raggiunto il terzo punto più alto dalla crisi finanziaria del 2008 e la quota di acquisizioni rivolte all'Europa risulta aumentata di un punto percentuale rispetto al FY2019.

⁸¹ Stefano Carrer, “Coronavirus, la Cina taglia i tassi principali per puntellare l'economia,” *Il Sole 24 Ore*, February 20, 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-cina-taglia-tassi-principali-puntellare-l-economia-ACswRiKB>

⁸² Wenchang Ma, “Coronavirus, la ripresa della Cina può essere da esempio per le altre economie?” *MF Milano Finanza*, June 16, 2020, <https://www.milanofinanza.it/news/coronavirus-la-ripresa-della-cina-puo-essere-da-esempio-per-le-altre-economie-202006161152415422>

Il fatto che, durante questo primo semestre dell'anno in corso, non si siano riusciti a concludere accordi di alto valore, ha causato un drastico calo delle *cross-border* M&A, sia in entrata che in uscita. In particolare, le fusioni ed acquisizioni in uscita dall'Europa sono scese a circa \$ 40 Mld., oltre il 65% in meno rispetto al primo semestre 2019, e gli investimenti in entrata sono diminuiti considerevolmente, lasciando incerto se gli investitori stranieri considereranno mai l'Europa come una possibile area nella quale destinare la propria liquidità, data la recessione che sta vivendo e che vivrà prossimamente.

Volendo brevemente visualizzare il contributo di ogni settore ai numeri M&A fin ora discussi, il grafico seguente ne fornisce una immediata comprensione.

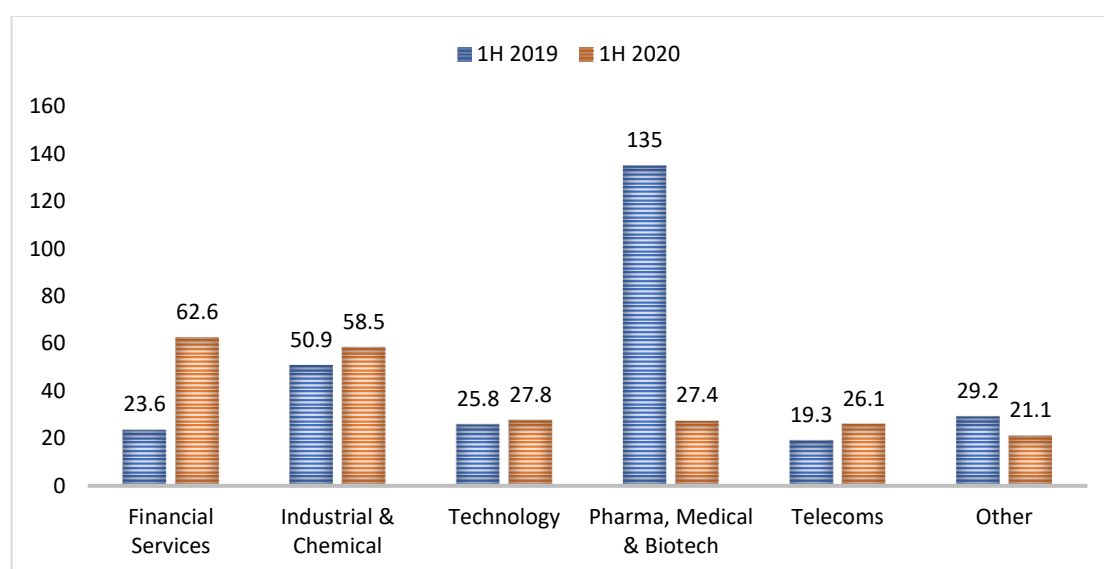


Figura 8-2 ⁸³: M&A USD value per settore in Europa

Notiamo un incremento – nella prima metà del 2020 – del valore di M&A associato al settore *Financial Services*. È, quest'ultimo, un *trend* che ha popolato anche lo scenario globale: nonostante il consistente calo nel numero (e nel valore) delle operazioni di fusione ed acquisizione, il settore dei Servizi Finanziari è riuscito, nell'anno in corso, a più che raddoppiare la propria quota di mercato globale.

Tra le principali transazioni (a livello globale) targate *Financial Services* ed annunciate in questa prima metà del 2020, spiccano le offerte dal valore di \$ 13 Mld. e di \$ 30 Mld., da parte – rispettivamente – di Morgan Stanley, per acquisire una delle principali

⁸³ Fonte: riproduzione propria da dati *Mergermarket.com*

piattaforme di *trading online* (E-Trade) ⁸⁴, e del broker assicurativo americano Aon, per acquisire il rivale Willis Towers Watson (UK).

In Europa questo *trend* si è riconfermato e, complessivamente, il valore delle *Financial Services* M&A ha raggiunto la cifra di \$ 62.6 Mld., registrando un incremento di oltre il 160% se rapportato alla prima metà del 2019.

Anche il settore Technology ha destato interesse in questo *first half*: data la situazione di *lockdown* scaturita dall'emergenza sanitaria, le imprese e – conseguentemente – i consumatori, sono stati guidati *online*. Inoltre, la crescita della quota di accordi *tech* in questa prima metà dell'anno – dal 14.2 % nell'intero 2019 al 18.7% nel 1H 2020, suggerisce una continua spinta alla digitalizzazione da parte delle imprese.

Diversa è la situazione per quanto riguarda il settore Consumer, in calo di oltre il 40% rispetto al precedente anno: il mercato è crollato di circa \$ 15 Mld., raggiungendo il minimo valore degli ultimi undici anni. Attualmente, rappresenta poco più del 10% degli accordi europei dell'anno in corso.

Anche gli **Stati Uniti** hanno risentito fortemente della situazione di emergenza sanitaria e dei conseguenti ostacoli logistici scaturiti dalla diffusione mondiale del virus Covid-19, in misura superiore di quanto è accaduto all'Europa e ad all'Asia-Pacifico.

In particolare, l'attività di M&A ha subito un decremento tale da raggiungere livelli più bassi di quelli toccati in conseguenza alla crisi finanziaria globale del 2008: in questa prima metà dell'anno in corso, il valore delle operazioni di acquisizione e fusione è calato di oltre il 70% e, in volume, si sono registrati mille *deal* in meno rispetto alla prima metà del 2019. Complessivamente, i *deal* del *first half* 2020 hanno determinato un controvalore di \$ 274.5 Mld., contro gli oltre \$ 900 Mld. del primo semestre 2019.

La quota M&A degli Stati Uniti si aggira, adesso, intorno al 30% del mercato globale, in decremento rispetto ad oltre la metà detenuta nell'anno precedente.

Inoltre, si sono più che dimezzati gli accordi di valore superior ad \$ 1 Mld., insieme al valore medio complessivo dei *deal*, che si aggira adesso intorno a \$ 380 Milioni e che superava gli USD 800 milioni nei primi due trimestri dello scorso anno.

⁸⁴ Massimiliano Carrà, "E-Trade, dal trading online al tempio di Wall Street," *Forbes*, February 21, 2020, <https://forbes.it/2020/02/21/morgan-stanley-acquisizione-e-trade-per-13-miliardi-i-dettagli-dell-operazione-e-la-reazione-dei-titoli-in-borsa/>

Non solo, durante questi primi mesi si è registrato anche un aumento dei ritiri da parte delle imprese su operazioni già programmate: si contano circa cinquanta *deal* abbandonati, per un ammontare di oltre \$ 70 Mld. Nonostante questo, tuttavia, il mese di giugno sembra aver calmato questa tendenza.

Le prime operazioni – in termini di valore – hanno coinvolto ben due società nel settore *Technology*, nel quale si iniziano ad intravedere segnali di ripresa nonostante la discesa registrata fino ad aprile: dall’inizio del 2020, infatti, sono stati annunciati oltre cinquecento accordi, con un corrispettivo controvalore di circa \$ 70 Miliardi.

Technology non è l’unica *industry* a dare segnali di speranza: in seguito al *lockdown*, la domanda di consegne a domicilio è cresciuta notevolmente, tanto che adesso le piattaforme online di ordinazione/consegna del cibo stanno guadagnando un loro importante spazio nel mercato delle M&A. Gli analisti stimano che il giro d’affari si aggiri intorno ai \$ 270 Mld., e che il mercato continuerà a crescere – fino al 2022 – ad un tasso del 20% annuo. In questo scenario, rientra tra le prime cinque operazioni statunitensi del primo semestre 2020, in termini di valore, quella tra Just Eat e American GrubHub, con la quale la prima ha acquisito la seconda: il *deal* da 7.3 miliardi di dollari “creerà il leader mondiale nella consegna di pasti *online* al di fuori della Cina, con marchi forti che collegheranno i ristoranti partner ai loro clienti in 25 paesi”⁸⁵.

2.3.1 La situazione M&A in Italia nel primo trimestre 2020

La situazione di emergenza sanitaria che ci ha costretti a bloccare le nostre attività economiche al fine di contenere l’epidemia, ha turbato notevolmente la domanda di beni e servizi da e verso il nostro Paese. Questo fenomeno, affiancato alla elevata incertezza sulle future evoluzioni della pandemia, ha generato un intenso calo degli investimenti ed una situazione di crisi generale dalla quale sarà molto difficile riprendersi: secondo le previsioni economiche della Commissione Europea, l’UE dovrebbe complessivamente contrarsi del 7% nel 2020; in questo scenario, si prevede che il PIL italiano subirà un calo del 9.5% nell’anno 2020⁸⁶.

⁸⁵ L. Ben, “Just Eat compra Grubhub per 7,3 miliardi di dollari. Nasce colosso del food delivery,” *Il Sole 24 Ore*, June 11, 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/just-eat-compra-grubhub-73-milioni-dollari-nasce-colosso-delivery-ADAds7W>

⁸⁶ European Economy Institutional Paper, “European Economic Forecast: Spring 2020,” *European Commission*, May 2020.

Data la difficoltà nel prevedere quale sarà – concretamente – l’impatto del Covid-19 sul mercato italiano delle acquisizioni e fusioni, possiamo in questa sede mostrare l’andamento delle M&A italiane riscontrato nel primo trimestre 2020 (gennaio-marzo). Il grafico seguente mostra il volume ed il corrispettivo controvalore complessivo delle transazioni concluse nel primo trimestre dell’anno in corso, affiancando quest’ultimo ai primi trimestri degli anni scorsi, con la finalità di renderne immediato un confronto.



Figura 9-2⁸⁷: Mercato italiano M&A Q1 2016-2020

Sebbene i dati riportati siano soltanto in parte influenzati dalla situazione di emergenza sanitaria, dal grafico emerge immediatamente come il primo trimestre 2020 non abbia subito un decremento né nel volume, né nel valore delle operazioni concluse. Tutt’altro, ha mostrato una crescita rispetto al primo semestre 2019: sono state formalmente completate 231 operazioni corrispondenti ad un controvalore di € 9.2 miliardi. Sebbene quest’ultimo dato risulti significativamente incrementato (+40%) rispetto al valore del primo semestre 2019, è decisamente inferiore (di oltre il 45%) rispetto alle cifre toccate nell’ultimo trimestre dello stesso anno. Inoltre, è opportuno puntualizzare che questo controvalore complessivo è intensamente impattato dal *closing* dell’operazione dal valore di oltre € 5 miliardi che ha portato alla fusione di Vodafone Towers Italia in INWI, che diverrà “il più grande operatore del settore in Italia ed avrà la mission di supportare Tim e Vodafone Italia nella realizzazione del nuovo network per lo sviluppo del 5G, garantendo inoltre a tutto il mercato l’accesso alle proprie infrastrutture” ⁸⁸.

⁸⁷ Michele Ferretti, “Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance,” *KPMG Corporate Finance*, 2020.

⁸⁸ Mila Fiordalisi, “Inwit-Vodafone Towers, è fatta: nasce la maxi newco delle torri,” *Network Digital 360*, March 25, 2020, <https://www.corrierecomunicazioni.it/telco/5g/inwit-vodafone-towers-e-fatta-nasce-la-maxi-newco-delle-torri/>

In forte crescita anche l'attività M&A domestica, in aumento di oltre il 25% rispetto al primo trimestre dello scorso anno: sono state concluse 127 operazioni, nel Q1 2019 se ne contavano ventisei in meno. Hanno in particolar modo contribuito la fusione tra Cofide ed il gruppo CIR – portata a termine con l'obiettivo di semplificare la struttura societaria e di governance, con conseguente creazione di sinergie ⁸⁹ – e la cessione da parte del Gruppo Iren di una partecipazione del 49% del capitale di OLT Offshore LNG Toscana S.p.A. a Snam, per un controvalore pari a € 332 milioni.

Anche i *deal cross-border out* hanno mostrato una crescita in valore: a 41 operazioni concluse corrispondono € 6.6 miliardi, contro i € 2.9 miliardi delle 52 transazioni effettuate nei primi mesi del 2019. Rientrano in questa categoria la precedentemente accennata operazione tra Inwit e Vodafone, così come l'accordo da € 60 milioni tra il Gruppo Campari e il francese Baron Philippe de Rothschild France Distribution e l'operazione da oltre € 40 milioni tra il Gruppo Fila e Ahlstrom-Munksjo per rilevare il marchio Arches (produttore e distributore di carta per arti creative).

Diversamente, un calo si è registrato per quanto riguarda le operazioni Estero-Italia: sono state 63 le transazioni concluse in questi tre mesi ed hanno generato un valore di € 1.2 miliardi, la metà rispetto al primo trimestre 2019.

Nonostante questo primo *quarter* 2020 si sia concluso positivamente, si prevede che il primo semestre dell'anno in corso subirà un complessivo rallentamento: i primi segnali si sono esplicitati nel mese di marzo, quando solo cinquanta operazioni si sono concluse e diversi accordi sono stati sospesi/rimandati o, addirittura, annullati. Come precisato da Fiani: “Stimiamo un forte rallentamento del mercato nel primo semestre, tuttavia, con la prevedibile discesa prezzi degli asset, ci saranno anche diverse opportunità, sia per investitori di natura finanziaria sia per operatori industriali solidi.

Molte aziende di dimensioni medio piccole potrebbero risentire della carenza di liquidità, innescando processi di consolidamento in diversi settori produttivi” ⁹⁰.

Nell'incerto scenario in cui siamo immersi è opportuno precisare che la lista di transazioni annunciate ma ancora da compiere è piuttosto stabile e supera i 20 miliardi di euro.

⁸⁹ Cheo Condina, “Famiglia De Benedetti: Cir accorcia la catena societaria e si fonde in Cofide,” *Il Sole 24 Ore*, March 11, 2019, <https://www.ilsole24ore.com/art/famiglia-de-benedetti-cir-accorcia-catena-societaria-e-si-fonde-cofide-ABeTf0cB>

⁹⁰ Michele Ferretti, “Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance,” *KPMG Corporate Finance*, 2020.

2.4 Le previsioni sull'attività di investimento post-pandemia nel segmento *Fashion & Luxury* in Italia e nel mondo

Il settore Consumer Market, in cui rientra – tra gli altri – anche il segmento *Fashion & Luxury*, è una delle *industry* che ha maggiormente risentito degli effetti della situazione di emergenza scatenata dalla diffusione del virus Covid-19. Infatti, circa il 35% dei consumi italiani è a rischio posticipo o perdita: tra questi rientrano i consumi effettuati nei segmenti *Fashion & Luxury*, *Forniture & Design* ed *Entertainment & Leisure*; in particolare, la situazione più critica sembra attualmente interessare i segmenti turismo, ristorazione e *hospitality*.

Il report “*Consumer Markets, Italy M&A Trends 2019 e Outlook 2020*”⁹¹ della società di consulenza PricewaterhouseCoopers, preannuncia forti impatti futuri sul segmento F&L italiano in conseguenza del Covid-19. Gli andamenti che gli esperti presumono caratterizzeranno lo scenario nel breve futuro sono i seguenti:

- Deciso impatto negativo per *Fashion & Luxury* in conseguenza dell’annullamento di *sfilate cruise*, fondamentali al fine di consentire alle case di moda di attrarre una clientela ben disposta a pagare e di rivolgersi ai mercati più attrattivi.
- Incremento del consolidamento da parte dei *player* del lusso mediante operazioni di integrazione verticale: il *trend*, già in corso, relativo alla “maisonizzazione” della filiera distributiva, subirà un’accelerazione a seguito di questa crisi ⁹².
- Crescita del canale online con gli *e-commerce* con conseguente razionalizzazione dei negozi fisici, che saranno – contemporaneamente – rinnovati, affinché diventino gli “*ambassador* dei brand”, riflettendone i valori fondamentali.
- Crescente impegno sulla realizzazione di strategie *omnichannel*: gli *store* futuri avranno un aspetto rinnovato e consentiranno un’esperienza unica al cliente, integrata nei vari canali e rispondente alla sua *attitude* “digitale”.

⁹¹ Emanuela Pettenò, Raffaele Cestari and Alessandro Vitali, “Consumer Markets: Italy M&A Trends 2019 e Outlook 2020,” *PwC Italia*, 2020.

⁹² Alessandro Brun and Cecilia Castelli, “Come le aziende del lusso si stanno preparando al post Covid-19,” *Politecnico Milano School of Management*, May 18, 2020, <https://www.som.polimi.it/come-le-aziende-del-lusso-si-stanno-preparando-al-post-covid-19/>

- Incremento dell'importanza dei temi legati alla sostenibilità, ambientale e della filiera: l'aumentata consapevolezza dei consumatori, successiva alla crisi scatenata dal virus che li ha resi sicuramente più fragili e meno propensi a tollerare l'incertezza, farà loro desiderare prodotti qualitativamente elevati e rappresentanti *brand* dai saldi valori etici, ambientali e sociali.

Lo scenario delineato si accosta ad una già presente situazione complessa a livello mondiale: nel 2019, infatti, si è assistito ad un rallentamento della globalizzazione ed al rafforzarsi di instabilità di carattere geopolitico quali la questione relativa all'uscita del Regno Unito dall'UE e la guerra commerciale tra USA e Cina.

Come si può ben intuire, quindi, lo scenario scaturito dal virus Covid-19 andrà a sommarsi ad un già instabile contesto macroeconomico, che certo non favorisce gli investimenti.

Nel segmento Fashion & Luxury, nel quale il ruolo delle *disruptive technology* e degli strumenti utili a digitalizzare il business già stava plasmando il modo di pensare e di operare dei principali *players* del settore, si prevedono decisivi cambiamenti: è come se la situazione di totale instabilità attuale necessitasse di un cambio di rotta definito, al fine di reagire con agilità al difficile contesto esterno.

Come precedentemente accennato per l'Italia, anche a livello mondiale è prevista una contrazione maggiore – all'interno del segmento F&L – per i mercati rientranti nella categoria “*other luxury*”, ossia hotel di lusso, ristoranti di lusso, crociere: si stima che in queste aree di business l'impatto negativo del Covid-19 si faccia sentire con maggiore intensità e che i reparti in questione arriveranno a registrare un calo medio di circa il 25% nell'anno in corso e nel 2021. Nonostante questo, dopo una situazione di calo iniziale dovuta alle stringenti limitazioni nei viaggi ed alle problematiche relative al rispetto della sicurezza sanitaria, gli esperti preannunciano la sostenuta crescita delle vendite dei suddetti segmenti nei prossimi anni aggirarsi intorno al 2.5% annuo (+20% entro il 2025), sicuramente in correlazione positiva con la l'indebolirsi delle restrizioni sui viaggi e con la riapertura dei confini.

Anche i segmenti “arredamento” ed “orologi e gioielli” di lusso saranno, benché in misura minore dei precedenti, colpiti dalla pandemia in modo rilevante: i secondi, a differenza dei cosmetici e dell'abbigliamento, hanno risentito principalmente del fatto di non aver beneficiato delle vendite online durante la fase di *lockdown* e si prevede che il loro

recupero sarà molto lento, data la propensione di questa categoria a basarsi molto sul flusso di turisti e data l'*attitude* del consumatore in questione di effettuare l'acquisto nel punto vendita fisico.

Diversa è la situazione per le categorie “personal luxury goods” come “profumi e cosmetici” e “accessori ed abbigliamento”, per le quali si stima un impatto del Covid-19 meno pesante sulle vendite del settore, che dovrebbero crescere annualmente - seppur più lentamente rispetto alla categoria “hotel di lusso” - di poco meno del 2% fino al 2025: le vendite di “abbigliamento ed accessori” e di “profumi e cosmetici”, essendo le categorie che maggiormente beneficeranno del canale di vendita online, sicuramente guideranno la crescita nel periodo di ripresa dal virus.

Nonostante gli alti impatti del Covid-19 sui ricavi di vendita del settore oggetto in analisi, in un sondaggio della società di consulenza Deloitte & Touchè, contenuto nel report “Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020”⁹³ rivolto a piccoli-medi investitori del Private Equity del segmento *Fashion & Luxury*, emerge che il 70% dei fondi sta valutando di attuare un investimento nel settore in questione durante il 2020.

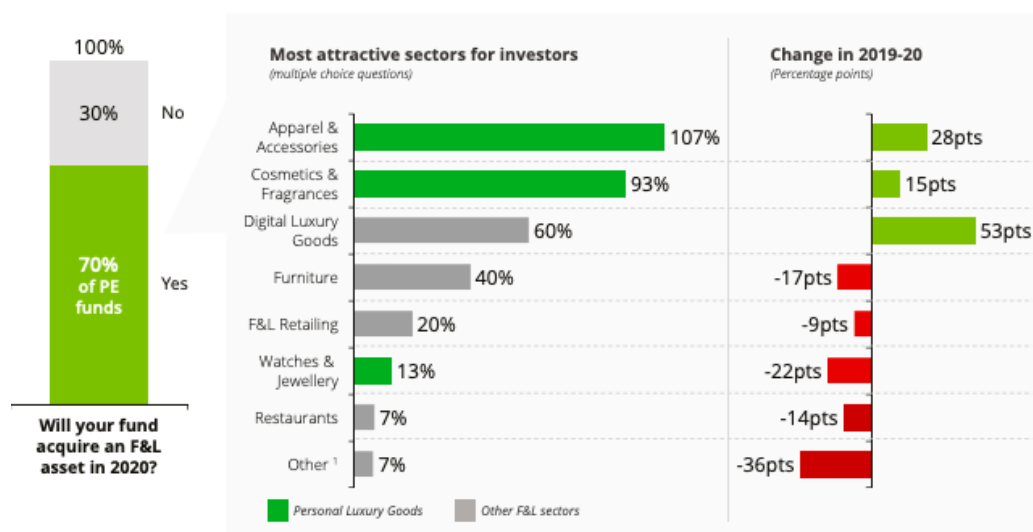


Figura 10-2⁹⁴: Settori F&L attrattivi nel 2020 per gli investitori

Come si evince dalle risposte sopra riportate, il segmento Fashion & Luxury dimostra di essere ancora attrattivo per gli investitori e – in particolare – emerge un principale

⁹³ Patrizia Arienti, Enrico Cosio et al., “Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020,” Deloitte & Touche, 2020.

⁹⁴ *Ibidem*

orientamento di quest'ultimi, talvolta anche molto superiore rispetto al 2019, verso i comparti "abbigliamento e accessori", "cosmetica e profumi", "lusso digitale" ed "arredamento". In particolare, il segmento "*digital luxury*" ha registrato un notevole incremento rispetto al precedente anno, favorito sicuramente dalla pandemia, suscitando un particolare interesse sia per gli investitori attuali – le cui principali priorità, tuttavia, rimangono ancora i segmenti "abbigliamento" e "cosmetici", date le elevate marginalità da cui sono caratterizzati – sia per i nuovi investitori, maggiormente attratti dall'idea di investire in questo segmento digitale.

La necessità – imposta dall'affermarsi della digitalizzazione in modo ancora più incisivo in epoca di pandemia – di connettersi con un cliente che adesso è "virtuale", spingerà le imprese operanti nel settore del lusso a ricercare *startup* digitali che consentiranno loro di sfruttare importanti sinergie utili a rispondere prontamente ad un consumatore che adesso più che mai è "digitale": *artificial intelligence*, *internet of things* e *big data & analytics* saranno le colonne portanti per raggiungere la nuova clientela.

Un ulteriore interessante aspetto riguarderà, come precedentemente citato, il cambiamento del ruolo dello store, il quale "evolverà inevitabilmente dal punto di vendita al punto di contatto"⁹⁵. Dal report sopra citato, infatti, emerge la propensione degli investitori intervistati ad investire in *tecnologie disruptive*: oltre il 55% ha dichiarato che investirà in tecnologie dirompenti, principalmente – per quanto riguarda il segmento dei beni di lusso personali – in *big data & analytics* ed *artificial intelligence*.

⁹⁵ Francesco Bellizzi, "Il mercato del lusso sarà l'oggetto del desiderio di quest'anno," *Investire*, May 28, 2020, <https://www.investiremag.it/commenti/2020/05/28/news/il-mercato-del-lusso-sara-l-oggetto-del-desiderio-di-quest-anno-16381/>

2.4.1 Il caso Brooks Brothers: la bancarotta e la vendita dopo il Covid-19

Brooks Brothers, società fondata da Henry Sands Brooks nel 1818, è un famosissimo produttore di abbigliamento di lusso statunitense, noto per aver annoverato tra i suoi clienti gli ex presidenti degli Stati Uniti Abraham Lincoln e Barack Obama, oltre che per aver vestito tra i più grandi attori del cinema americano. I capi Brooks Brothers hanno una forte caratterizzazione americana, la quale, tuttavia, non ha impedito all'azienda di riscuotere il successo anche al di fuori degli Stati Uniti, divenendo nota in tutto il mondo. L'azienda, nel luglio di quest'anno e dopo 200 anni di attività, ha dichiarato bancarotta, accompagnarsi così alle decine di *retailers* americani che non sono riusciti a resistere alla crisi scaturita dalla diffusione della pandemia Covid-19: le vendite di abbigliamento formale e di lusso sono infatti diminuite di oltre il 70% soltanto nei mesi di aprile, maggio e giugno.⁹⁶

La crisi del *brand* statunitense, però, è un po' meno recente del Coronavirus ed affonda le sue radici in alcune scelte sbagliate nel posizionamento del marchio e nello sfruttamento dei suoi punti vendita, intraprese vent'anni fa.

In particolare, con la finalità di rimanere al passo con i tempi e di soddisfare le esigenze di un maggior numero di compratori, l'azienda decise di proporre un abbigliamento più formale, ad un minor prezzo (ma sempre ad alta qualità) e di posizionarlo anche negli *outlet*, rinunciando così all'esclusività caratterizzante i capi Brooks Brothers.

In aggiunta al fatto che questa scelta ha allontanato alcuni clienti fedeli, un ulteriore problema si è posto per il fatto che – contestualmente ad un abbassamento di prezzo – vivevano ancora i costosissimi affitti dei punti vendita dell'azienda, strategicamente posizionati – da sempre – in luoghi molto prestigiosi (e anche molto dispendiosi).

L'ampliamento dell'offerta, inoltre, non è stato in grado di connettersi con le generazioni più giovani, “in cerca di un look più audace”⁹⁷ e maggiormente informale.

Dunque, di fronte ad un mutamento del contesto esterno, Brooks Brothers non ha saputo rispondere come avrebbe dovuto – ossia mantenendo la sua identità ed il suo posizionamento all'interno del mercato – perdendo così una gran fetta di fidelizzati clienti, che non è riuscita a compensare mediante l'entrata dei nuovi.

⁹⁶ “Brooks Brothers verso la bancarotta, addio allo storico brand guidato da Del Vecchio,” *Qui Finanza*, July 9, 2020, <https://quifinanza.it/lavoro/video/brooks-brothers-bancarotta-del-vecchio/399090/>

⁹⁷ *Ibidem*.

In conseguenza di ciò, la società ha dovuto rivedere la struttura dei propri costi e diminuirli: lo ha fatto trasferendo parte della produzione in Malesia e riducendo le proprie attività, tra cui tre stabilimenti americani.⁹⁸

In questo già instabile contesto aziendale, la situazione di emergenza sanitaria scaturita dalla diffusione a livello mondiale del virus Covid-19, non ha lasciato scampo a Brooks Brothers, che, come accennato precedentemente, ha dichiarato bancarotta nel luglio 2020. Nello scorso agosto, Brooks Brothers ha poi annunciato l'acquisizione della società da parte dell'americana Authentic Brands Group, e del più grande operatore di centri commerciali statunitense Sparc Group – per un valore di \$ 325 milioni.

Gli acquirenti si sono impegnati a garantire la continuità aziendale, proseguendo con la gestione di almeno 125 punti vendita Brooks Brothers, che prima dello scoppio della pandemia erano 424 a livello globale, dei quali 236 negli Stati Uniti: “Gli offerenti intendono preservare l'iconico marchio Brooks Brothers e continuare ad essere presente per i clienti che nel corso del tempo hanno dimostrato di apprezzarlo.”⁹⁹¹⁰⁰

Concludendo, la situazione di crisi già vigente da tempo nella realtà di Brooks Brothers è stata duramente irrobustita dal diffondersi della pandemia mondiale, che ha visto convertire la tradizionale produzione di capi di abbigliamento in produzione di mascherine chirurgiche e, soprattutto, che ha comportato un netto calo della domanda di vestiti: il virus, infatti, ha costretto le persone a lavorare da casa, in *smart working*, riducendo così drasticamente le occasioni per indossare abiti formali del calibro di Brooks Brothers.

⁹⁸ “Cosa è successo a Brooks Brothers,” *Il Post Moda*, 16 June 2020, <https://www.ilpost.it/2020/06/16/brooks-brothers-problemi/>

⁹⁹ “Brooks Brothers ritorna americana. Del Vecchio vende a Authentic Brands e Sparc per 325 milioni di dollari,” *Il Sole 24 Ore*, August 12, 2020, <https://www.ilsole24ore.com/art/brooks-brothers-vende-authentic-brands-e-sparc-325-milioni-dollari-ADU2z8i>

¹⁰⁰ Sapna Maheshwari, “Bankrupt Brooks Brothers Finds a Buyer,” *The New York Times*, 12 August, 2020, <https://www.nytimes.com/2020/08/12/business/brooks-brothers-sale-authentic-brands.html>

Capitolo III

Il mercato dei beni di lusso ed il fenomeno “Conglomerations”

3.1 Il mercato dei beni ad elevato valore simbolico: definizione ed individuazione delle peculiarità

La suscettibilità dei beni di lusso ad appartenere a categorie merceologiche non sempre raggruppabili in un settore specifico costituisce una fondamentale caratteristica, propria dei prodotti e dei servizi ad elevato valore simbolico, che li rende non facilmente definibili. Accanto a questo, la variabile concezione dei consumatori riguardo a ciò che è “di lusso” si riflette sulla connotazione dei beni stessi, contribuendo a renderne complicata la rigorosità di definizione.

Prima di procedere con l’analisi delle caratteristiche del mercato in questione, è interessante osservare la definizione fornita da Fabrizio Mosca, che definisce il mercato dei beni di lusso come “la sommatoria di un insieme di mercati nei quali sono commercializzati prodotti e servizi che comunicano un modo di essere e di vivere elegante, raffinato, attento allo stile ed alla qualità e che toccano tanti momenti della vita quotidiana.”¹⁰¹ e che enfatizza la complessità di circoscrivere il settore in questione identificandolo in senso tecnico.

Premessa l’impossibilità di inquadrarne i confini e la difficoltà di identificare il lusso mediante l’attribuzione a quest’ultimo di un qualche attributo che lo identifichi, è interessante fare una considerazione con riguardo alla domanda e all’offerta relative ai beni oggetto di studio.

A fianco di una variegata offerta - suscettibile a provenire da molteplici imprese, talvolta operanti anche in settori molto diversi tra loro – si colloca un vero e proprio fenomeno di coincidenza sul lato della domanda: “Nell’arena competitiva dei beni ad elevato valore simbolico, le regole di gestione del marketing mix e le strategie di segmentazione e posizionamento diventano omogenee e prescindono dalla categoria merceologica cui il bene appartiene.”¹⁰²

¹⁰¹ Fabrizio Mosca, *Strategie nei mercati del lusso: Marketing, digitalizzazione, sostenibilità*, (Milano: Egea, 2017), 4.

¹⁰² Ibid., 5.

Dunque, i numerosi players che popolano il mercato in questione adottano un atteggiamento simile quando concorrono nel top di gamma, primo tra tutti quello di scelta del target di riferimento. Infatti, il consumatore al quale sono indirizzate le imprese tra loro concorrenti, presenta le stesse attitudini e subisce l'influenza degli stessi fattori: sostanzialmente, possiamo riassumere affermando che il consumatore al quale si rivolgono è il medesimo.

Volendo analizzare le peculiarità del mercato dei beni di lusso, è necessario metterne alla luce le macro-caratteristiche salienti, sulla base di alcuni aspetti chiave, quali:

- I consumatori;
- I settori originari ed emergenti;
- La globalità del mercato;
- L'elevata redditività;
- Il fenomeno "conglomeration"

Con riguardo a coloro che costituiscono la domanda nel mercato considerato, *i consumatori*, è possibile affermare che, in linea con l'affermarsi del fenomeno di coincidenza precedentemente accennato, quest'ultimi adottino, con riguardo all'acquisto, lo stesso atteggiamento, qualsiasi sia la categoria merceologica del bene che intendono comprare.

Dunque, i fattori suscettibili ad influenzare il percorso di acquisto del consumatore verso una lussuosa auto sono i medesimi che lo spingono verso l'acquisto di un vestito firmato di elevato prezzo, o verso un eccellente e costoso vino.

La marca, la qualità, l'elevato prezzo e l'unicità che, insieme ad altre variabili, distinguono indiscutibilmente i beni ad elevato valore simbolico, sono in grado di permeare qualsiasi prodotto o servizio "di lusso", indipendentemente dalla categoria e/o dal settore cui questo appartiene. Come conseguenza di ciò, quello che il consumatore tende a "fare" è identificare, in un determinato brand, il suo stile di vita, il suo "linguaggio", la sua preferenza ed i suoi valori: non vuole uno specifico prodotto, vuole entrare in possesso di qualcosa che abbia quel brand, riconosciuto e riconoscibile da tutti. Negli ultimi anni, le imprese operanti nel lusso hanno dovuto prendere in considerazione la comparsa di due nuove classi di consumatori che attualmente stanno crescendo e che si prospetta acquisiscano sempre più rilevanza in futuro: i Millennials (o Generazione Y) e gli appartenenti alla Generazione Z.

Il recente studio di Bain & Company “Luxury Goods Worldwide Market Study”¹⁰³ esamina l’impatto delle generazioni in questione sul mercato dei beni personali di lusso. Nelle immagini che seguono è possibile osservare come le generazioni Y e Z abbiano rappresentato, nel 2019, il 39% delle vendite globali di beni personali di lusso, contribuendo al 100% della crescita, e come le stime sul loro impatto nel mercato globale siano in aumento: le Generazioni Y e Z rappresenteranno il 55% del mercato globale di beni di lusso personali nel 2025.

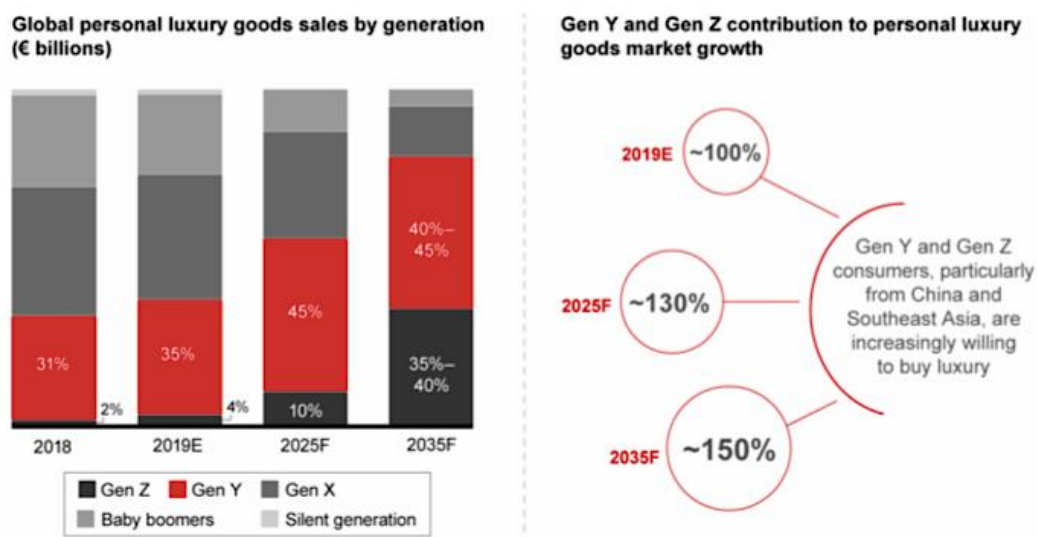


Figura 1-3: L’impatto delle nuove generazioni sul mercato globale dei beni di lusso

Anche se la Generazione Z costituisce, attualmente, una piccola porzione del mercato (precisamente il 4% nel 2019), merita l’attenzione e il corretto monitoraggio da parte delle imprese. Quest’ultima, infatti, è caratterizzata da attributi e valori che tendono a differire rispetto a quelli propri dei Millennials: i consumatori appartenenti alla “Gen Z” ricercano prodotti conferenti loro una personalità unica e sono, in questo senso, più individualisti. Si caratterizzano, inoltre, per essere maggiormente disposti ad acquistare nei negozi fisici, ma senza rinunciare ad un’efficiente esperienza digitale. In più, rispetto ai Millennials, risultano essere meno fedeli al marchio, prediligono le collaborazioni e si dimostrano, nella scelta di acquisto, fortemente attenti ai temi legati alla sostenibilità.

¹⁰³ Claudia D’Arpizio and Federica Levato, “Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today,” *Bain & Company* (2019): 1-27.

In risposta a questi andamenti, il mercato dei beni personali di lusso si sta modellando in relazione alle esigenze e preferenze di questi nuovi consumatori, innovando sia in termini di offerta di prodotti, sia nelle strategie di comunicazione.

Ne è un esempio il fatto che, in risposta agli interessi dei suddetti giovani consumatori, i marchi di lusso abbiano incluso sempre di più, nella propria strategia di marketing, l'apporto dei social media - iniziando a sviluppare delle vere e proprie strategie specifiche per queste piattaforme, finalizzato ad interagire ed incontrare principalmente queste nuove generazioni - che proprio sui *social* sono soliti esprimere le loro preferenze sul marchio.

Se un tempo era possibile “anticipare il consumatore” prevedendone le preferenze, le aspirazioni ed il conseguente comportamento d'acquisto, mediante la mera conoscenza della sua provenienza geografica e della sua capacità di spesa, adesso non è più così: nuove variabili, attinenti alla sfera comportamentale, risultano essere la chiave di lettura al fine di analizzare i nuovi consumatori globali.

È proprio l'utilizzo di questi driver che permette la segmentazione dei *luxury consumers* in dodici diversi profili globali, rilevati dal report “2019 True-Luxury Global Consumer Insight”¹⁰⁴ della società Boston Consulting Group.

L'indagine analizza un campione di 10.000 consumatori di beni di alto valore simbolico provenienti da oltre venti paesi, caratterizzati per spendere, in media in un anno, una somma di € 30.000. Di seguito, le varie categorie individuate dallo studio menzionato:

Absolute Luxurer: costantemente alla ricerca dell'unicità, la raffinatezza e l'eleganza sono attributi che li contraddistinguono. Sono abituati al lusso, in tutte le sue forme, e sembrano non accontentarsi mai di viverlo. Circa due milioni di individui appartengono a questa categoria, disposti ad acquistare per oltre sessanta miliardi di euro per anno.

Megacitier: con preferenze e aspettative omogenee in ogni stato, contano più di due milioni di giovani consumatori (tra i 25 e i 35 anni), principalmente europei, ma anche americani e cinesi. Acquistano beni di alta gamma per un totale di circa 20.000 €/anno.

Socialwearer: fortemente sensibili ai temi legati alla sostenibilità, prediligono l'alta qualità, il “made in” e l'emotività nei brand, costituendo una categoria di consumatori

¹⁰⁴ Christine Barton, Jeffrey Shaddix, et al. “2019 True-Luxury Global Consumer Insight,” *Boston Consulting Group and Altagamma*, no. 6 (2019): 1-48.

suscettibili ad essere molto fedeli al marchio. Abitano i paesi emergenti e spendono circa 15.000 €/anno in lusso.

Experiencer: appartengono a questa categoria i consumatori europei, statunitensi e giapponesi disponibili a spendere fino a 12.000 €/anno in “lusso esperienziale”. In età comprese tra i 45 e i 50 anni, si caratterizzano, inoltre, per non voler apparire, risultando molto riservati e raffinati.

Littleprince: sono (1.5 milioni) di giovanissimi consumatori appartenenti alla generazione Z, fortunati di poter godere delle ricchezze accumulate dai propri genitori. Sono sempre connessi e attratti dall’originalità. Acquistano principalmente borse ed occhiali per un totale di circa € 10.000/anno pro capite.

Fashionista: è, questa, una categoria costituita in misura maggiore da donne (dai 35 ai 40 anni), pronte ad acquistare qualsiasi prodotto di lusso, purché sia l’ultimo modello. Amano apparire e sono costantemente aggiornate su tutto ciò che accade nel mondo del lusso. Rinunciano al lusso esperienziale a favore di circa € 8.000 all’anno di scarpe, borse, accessori e gioielli.

Status Seeker: i consumatori che popolano questa categoria abitano, in misura maggiore, l’Asia, la Russia e l’Italia e hanno un’età intermedia tra i 35 e i 40 anni. Vogliono che i beni di alta gamma che acquistano, per un totale di circa € 8.000 all’anno, abbiano il logo ben visualizzabile, conseguenza del consenso che costantemente ricercano.

Classpirational: tra i 30 e i 35 anni e con una spesa media di circa € 3.000 all’anno, principalmente provenienti da Corea e Russia, i tre milioni di individui appartenenti a questo segmento, ricercano l’accettazione da parte della comunità mediante il ricordo ad un lusso accessibile che utilizzano per adottare uno stile classico.

Luxe-Immune: sono i consumatori “immuni” al lusso, provenienti dai mercati maturi. Sono dotati di elevata capacità di spesa ma cedono solo una piccola parte del loro reddito per acquistare prodotti di lusso. Sono circa 1.5 milioni e, complessivamente, spendono sei miliardi di euro all’anno.

Rich Upcomer: i cosiddetti “nuovi ricchi” appartenenti ai mercati emergenti, decisi a spendere i propri soldi in beni di alta gamma. Hanno un potenziale molto elevato, anche se attualmente sono circa un milione e spendono, complessivamente, circa cinque miliardi di euro annuali.

Timeless Proper: gli individui che costituiscono questa categoria sono principalmente donne, prediligenti pochissimi brand e pochi *stores* ma, soprattutto, uno stile classico che non passa mai di moda. Sono circa 2.5 milioni e spendono intorno agli € 8.000 all'anno.

Omnigifter: prevalentemente formato da uomini senior, è un segmento che vede la presenza di individui che adorano acquistare beni di lusso, soprattutto per gli altri. Popolato da circa due milioni di persone, è presente primariamente nei paesi maturi.

La seconda variabile oggetto di analisi nello studio delle caratteristiche del mercato dei beni di lusso sono i *settori emergenti*, debitamente accostati ai settori tradizionali che, negli anni passati, popolavano da soli il mercato dei beni di alta gamma.

I settori “core luxury”, gli originari, possono essere individuati nei seguenti otto gruppi: orologeria, gioielleria, occhialeria, cosmesi, profumeria, calzature, pelletteria e abbigliamento.

Tra i più antichi spicca il settore orologi, che vede la presenza di players dotati di una *brand heritage* molto forte, tra cui Rolex, Bugari, Cartier e Jaeger-LeCoultre. Le elevate barriere all'entrata che caratterizzano questa *industry*, infatti, hanno reso necessaria la creazione di una identità di marca intensa e sicuramente unica nel suo genere. È un settore che richiede molti investimenti in ricerca e sviluppo e pubblicità, finalizzati a rafforzare sempre di più l'immagine del brand.

Con riguardo al settore gioielleria, la potenza del marchio si fa sentire soltanto per quanto riguarda la categoria “branded”, rappresentante un quarto del mercato in questione. La restante parte è costituita, infatti, dai prodotti “non-branded”, ossia i gioielli il cui valore cambia in relazione alla quantità di metalli nobili contenuta. India, Svizzera, Stati Uniti, Cina e Europa sono mercati particolarmente rilevanti per i principali attori che popolano questa *industry*: Cartier, Tiffany e Co, Van Cleef & Arpels, Bulgari e Damiani.

Il settore occhialeria si distingue per essere un mercato molto internazionalizzato, sia a livello produttivo che a livello commerciale. A fianco dei grandi player come Luxottica, Safilo e Marcolin si trovano, con una presenza limitata, piccole imprese specializzate, dedite alle lavorazioni particolari. Solo i principali attori, detentori di oltre la metà della produzione mondiale e caratterizzati da dimensioni importanti, riescono a raggiungere economie di scala e controllare l'intero mercato.

Il mercato dei profumi, nonostante le peculiarità che lo contraddistinguono, viene accorpato con il settore della cosmesi. Per effetto di alcune caratteristiche comuni, infatti - alcuni grandi player come Estée Lauder, Dior, Chanel, Clinique – operano in entrambi con un ruolo da protagonisti. I profumi e cosmetici rientranti nella caratterizzazione di “beni ad elevato valore simbolico” appartengono al lusso accessibile e sono acquistati anche da coloro che non sono soliti essere “clienti dell’alta gamma”: la collezione di make-up di Chanel o di Dior ne è un esempio ed è vista dal consumatore come un piccolo assaggio del lusso. Per questi *players* la strategia è semplice: “applicare il marchio a qualcosa che non è il core-business dell’azienda per permettere a tutti di acquistare il brand”.¹⁰⁵

Nel settore delle calzature, Salvatore Ferragamo, Gucci, Tod’s, Prada e Chanel, sono alcuni dei principali attori che dominano la scena. È un mercato con basse barriere all’ingresso ma richiedente un elevatissimo standard qualitativo per entrare a far parte del segmento lusso. Inoltre, a complicare l’ingresso nell’alta gamma, si aggiungono le mode, indiscutibilmente orientate dai grandi produttori. Ciò che caratterizza questo mercato, in più, è l’elevata segmentazione del settore in relazione al genere del consumatore e all’età di quest’ultimo: le calzature femminili, ad esempio, sono, rispetto a quelle maschili, maggiormente influenzate dalle caratteristiche del mercato della moda, poiché rientranti in tutto e per tutto tra gli accessori di abbigliamento.

Borse, bagagli e accessori rientrano nel settore della pelletteria, un mercato profittevole e con elevate marginalità: il fatto che le valige e le borse di lusso siano suscettibili a perdurare anche oltre la stagione, rende i consumatori disponibili a pagare un prezzo più elevato per acquistarle.

Con riguardo a questo settore, l’industria conciaria italiana impiega circa 18.000 addetti in oltre 1.200 aziende, in misura maggiore concentrate nella regione Toscana, ed è considerata leader mondiale in termini di valore, internazionalizzazione, sviluppo tecnologico, qualitativo e impatto ambientale.¹⁰⁶ Tra i maggiori produttori: Louis Vuitton, Gucci, Bottega Veneta, Furla e Hermès.

¹⁰⁵ Carlotta Balena, “Il logo alla portata di tutti: la strategia del ‘lusso accessibile’,” *Fortune Italia* (2019): <https://www.fortuneita.com/2019/01/19/il-logo-alla-portata-di-tutti-la-strategia-del-lusso-accessibile/>

¹⁰⁶ Gianni Russo, “L’industria Conciaria Italiana,” *UNIC Concerie Italiane* (2019): <https://www.unic.it/conceria-italiana/industria-conciaria-italiana>

Il settore abbigliamento, infine, è uno dei più importanti mercati nel segmento del lusso: Italia e Francia sono i maggiori investitori ma è l'Italia la patria dei brand più noti, come Gucci, Prada, Armani e Valentino. È un settore, quello in questione, nel quale la segmentazione del consumatore per età si fa sentire molto: i bambini e gli anziani non sono interessati alla moda, mentre i giovani adulti dispongono delle risorse finanziarie e dell'interesse utile ad essere un segmento molto attrattivo nel mercato dell'abbigliamento. Tra i maggiori brand, oltre ai già citati, spiccano Hermès, Brunello Cuccinelli, Yves Saint Laurent e Loro Piana.

Si accostano a questi settori, costituenti “il cuore” del lusso, altre *industries*, caratterizzate per essere meno correlate con il mondo del *fashion*, in particolare i settori: automobilistico, nautico, crocieristico, il settore hotel e ristoranti, art de la table, fine art, mobile e arredo, alimentare e vinicolo.

A conferma di quanto detto, l'immagine sottostante mostra i settori che hanno contribuito alla crescita del 4% del mercato mondiale del lusso tra il 2018 e il 2019.

Spicca il settore delle auto di lusso, cresciuto del 7% rispetto al precedente anno, per raggiungere un valore di € 550 miliardi.

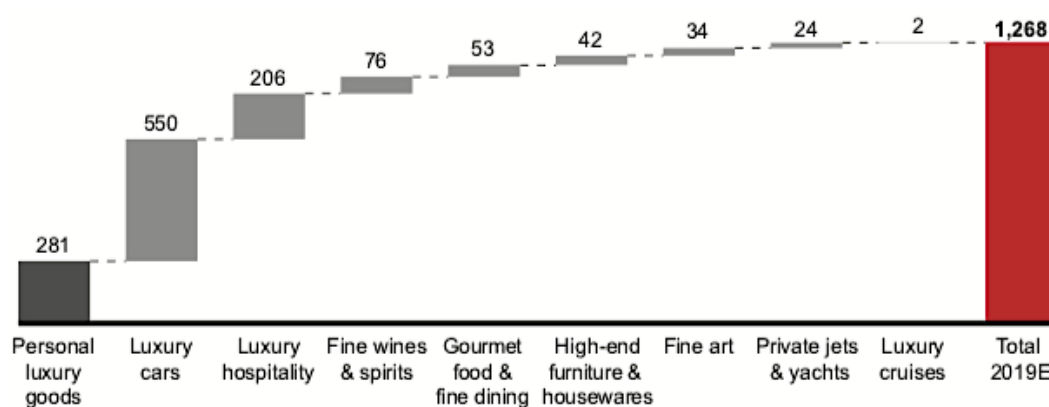


Figura 2-3¹⁰⁷: I settori che hanno contribuito alla crescita 2018-2019

Quello che è possibile comprendere osservando il grafico sopra riportato è la presenza, accanto ai tradizionali beni personali di lusso, di segmenti capaci di offrire un'esperienza al cliente, oltre al prodotto.

Le categorie “auto di lusso”, “hotel di lusso”, “ristoranti di lusso”, “crociere di lusso”, sono, negli ultimi anni, cresciute maggiormente rispetto ai beni personali di alta gamma. È questa una conseguenza della volontà dei nuovi *luxury consumers* di voler approcciare

¹⁰⁷ Claudia D'Arpizio and Federica Levato, “Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today,” *Bain & Company* (2019): 1-27.

con un lusso esperenziale esclusivo che gli permetta di creare un forte legame con il brand e che soddisfi i propri desideri mantenendoli “con i piedi per terra”. Inoltre, “il senso di responsabilità nei confronti dell’ambiente è un altro fattore che influenza il comportamento di acquisto delle generazioni più giovani: l’esperienza del lusso viene considerata a impatto minore sull’ambiente rispetto all’acquisto di un bene materiale.”¹⁰⁸ LVMH è il player che, più di altri, si è attivato nel cavalcare l’onda del lusso esperenziale, basti pensare all’acquisizione del gruppo Belmond, finalizzata a consolidare la presenza del conglomerato nel settore alberghiero di lusso.

A tal proposito, il presidente e CEO di LVMH, Bernard Arnault, ha dichiarato: “Belmond è in grado di offrire esperienze meravigliose anche ai clienti più esigenti, grazie a una prestigiosa rete di strutture situate nei luoghi più ambiti del pianeta.

La sua storia, l’approccio innovativo, l’eccellente qualità dei servizi e lo spirito imprenditoriale sono in perfetta sintonia con i valori del nostro Gruppo.”¹⁰⁹

“Il mercato allargato dei beni a elevato valore simbolico, inteso nell’accezione di un’unica grande arena competitiva nella quale si affrontano imprese che guardano ad una stessa categoria di consumatori, è globale.”¹¹⁰

È proprio con questa affermazione che si può introdurre l’analisi di una terza caratteristica significativa del mercato dei beni di lusso: *la globalità*.

La globalizzazione dei mercati del lusso, alla quale ha contribuito il sempre più convergente comportamento di acquisto e stile di vita dei consumatori in ogni parte del mondo, ha reso la presenza globale delle imprese operanti nel mercato di alta gamma, un requisito essenziale per sostenere la propria competitività.

Il mercato dei beni ad elevato valore simbolico, comprensivo dei settori emergenti che lo completano, è definibile come la risultante della “somma di nicchie globali”¹¹¹: quest’ultime, se singolarmente visualizzate, risultano poco rilevanti. Tuttavia, se

¹⁰⁸ Swetha Ramachandran, “L’affermazioni del lusso esperenziale,” *GAM Investments* (2019): <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/the-rise-in-experiential-luxury-trends>

¹⁰⁹ LVMH Notizie e Documenti, “LVMH consolida la propria presenza nel settore alberghiero di lusso con l’acquisizione del gruppo Belmond,” *LVMH Notizie* (2019): <https://www.lvmh.it/notizie-documenti/notizie/lvmh-consolida-la-propria-presenza-nel-settore-alberghiero-di-lusso-con-lacquisizione-del-gruppo-belmond/>

¹¹⁰ Fabrizio Mosca, *Marketing dei beni di lusso* (Milano: Pearson, 2010).

¹¹¹ Fabrizio Mosca, *Strategie nei mercati del lusso: Marketing, digitalizzazione, sostenibilità*, (Milano: Egea, 2017), 17.

estendiamo la portata all'intero mercato mondiale, ne possiamo apprezzare la vastità, sia in termini di fatturato che di consumatori.

La globalizzazione cui si fa riferimento non riguarda l'attività di produzione – che, al contrario, vede un *re-shoring* nell'originario paese delle attività precedentemente delocalizzate – ma concerne l'attività di distribuzione: nuovi punti vendita vengono aperti, non solo nelle “capitali del lusso” come New York, Parigi, Londra e Milano, ma anche e sempre di più nei mercati emergenti come Hong Kong, Tokyo, Seoul e Pechino. La *brand image*, all'interno di un contesto globale, costituisce una barriera all'ingresso molto intensa che rende necessario, a fini competitivi, il mantenimento di una identità di marca e di una reputazione coerenti in tutti i mercati di destinazione. È questo uno dei motivi per il quale, ad esempio, la lavorazione artigianale costituisce fonte di vantaggio competitivo per le imprese del lusso, nonché fattore chiave per la crescita, soprattutto per le imprese più piccole.

Prendiamo ad esempio uno dei brand più importanti al mondo: Louis Vuitton.

Nel corso degli anni la Maison ha deciso di lanciare il suo marchio sul mercato globale, mediante collaborazioni con personaggi famosi ed iconici della cultura popolare, della moda, dello sport, e, quando ha voluto rimarcare i valori del brand relativi al viaggio, persino degli astronauti Buzz Aldrin e Jim Lovell.

Il percorso di crescita di successo di Louis Vuitton, non solo è in grado di metterne in luce la indubbia mentalità internazionale, ma soprattutto ne evidenzia la capacità del brand di comprendere la reale importanza della localizzazione: a metà degli anni Novanta, quando ha deciso di approdare nel mercato giapponese, l'ha fatto mediante un *flagship store* progettato da un architetto del luogo e capace di unire al minimalismo nipponico lo stile classico del marchio. Utilizzando l'architettura come canale comunicativo, lo *store* è diventato così famoso che la zona (prima sconosciuta) di Nagoya Sakae, in cui l'edificio è localizzato, è divenuta, per il brand, il centro della distribuzione al dettaglio a Tokyo.

La *elevata redditività* sicuramente contraddistingue le imprese operanti nei mercati dei beni di lusso. In particolare, è opportuno fare una distinzione tra le “imprese di nicchia” e le “imprese leader”.

Le prime, registrano alti ritorni in correlazione al capitale investito ma si caratterizzano per ridotti volumi di produzione. Ne è un esempio, nella nicchia “auto di lusso”, l'azienda

Ferrari: crescendo sempre di più con prodotti qualitativamente eccellenti e ben progettati, oggi è leader nella nicchia delle auto sportive e, pur realizzando bassi volumi di produzione, presenta una significativa redditività.

L'EBITDA di Ferrari, al netto delle componenti straordinarie, nel primo trimestre del 2018, ha raggiunto un valore di € 272 milioni¹¹², pari ad un margine del 32,8%, in linea con i principali attori del settore del lusso come LVMH o Hermès.

Le imprese di nicchia operanti nel mercato dei beni di alta gamma hanno una piccola o media dimensione. Tuttavia, indipendentemente da questo, riescono a fare della specializzazione la loro chiave di successo: conoscendo le caratteristiche della loro ristretta clientela in modo molto dettagliato, ne riescono a soddisfare le aspirazioni molto meglio di chi si interfaccia con quel determinato segmento di consumatori solo saltuariamente. Nonostante l'operare in una nicchia comporti rischi non trascurabili – che necessitano di essere contenuti mediante strategie di protezione delle nicchie o di creazione di nicchie multiple¹¹³ – la redditività delle imprese che le presidiano è molto elevata.

Interessante, a tal riguardo, è anche il fatto che la diminuzione del numero di consumatori “aspirazionali”, intenzionati ad acquistare soltanto i brand più famosi come Louis Vuitton e Gucci, e il conseguente aumento verso i marchi più esclusivi (o di nicchia) come Hermès o Bottega Veneta, ha indotto i primi due conosciutissimi brand ad un rallentamento della loro crescita: “Nel gruppo LVMH, Céline o Emilio Pucci corrono più di Louis Vuitton; e in Kering, Gucci cede il passo a Bottega Veneta o Saint Laurent. Insomma, i brutti anatroccoli si sono trasformati in cigni. I cigni già adulti, invece, volano più a bassa quota.”¹¹⁴

Il secondo tipo di imprese che operano nel mercato dei beni di lusso sono le cosiddette “imprese leader” che, pur caratterizzandosi - come le imprese di nicchia – per raggiungere livelli di redditività molto elevati, differiscono da quest'ultime per fondare il proprio successo sui grandi volumi di vendita che registrano e, conseguentemente, sulle economie

¹¹² Rosario Murgida, “Redditività in forte aumento nel primo trimestre,” *QuattroRuote* (2018). https://www.quattro ruote.it/news/industria/finanza/2018/05/03/ferrari_risultati_trimestrali_da_record_utile_19_4_.html

¹¹³ Philip Kotler, *Marketing Management* (Milano: Pearson, 2012): 468-470.

¹¹⁴ Dario Golizia, *Fashion business model. Strategie e modelli delle aziende di moda* (Milano: Franco Angeli, 2016): 63.

di scala che riescono a generare: è il caso dei grandi player globali come LVMH, Kering, Richemont e Prada.

Quest'ultime detengono una posizione di leadership sul mercato globale e sono le protagoniste del *fenomeno "conglomeration"*, altra importante macro-variabile che caratterizza in modo incisivo il mercato dei beni di lusso. Costituendo, quest'ultima, il focus del presente elaborato, la sua trattazione avverrà mediante un paragrafo appositamente dedicato.

3.2 Il “fenomeno *conglomeration*” come risposta alla globalizzazione del mercato

La globalizzazione, precedentemente discussa, che ha investito il mercato dei beni di lusso, ha reso necessario un rafforzamento da parte delle imprese operanti in questo settore, finalizzato a dotarsi delle capacità necessarie per competere in molteplici aree a livello internazionale.

Gli ingenti investimenti, infatti - principalmente in comunicazione e distribuzione - devono poter essere controbilanciati dalla realizzazione di ricavi molto elevati, provenienti da aree geografiche diverse.

È proprio con riguardo a questa esigenza che alcune imprese, negli ultimi anni, hanno dato avvio ad operazioni di integrazione, le quali, mediante acquisizioni e fusioni, hanno generato grandi gruppi diversificati aventi il controllo di numerosi brand appartenenti al mercato dei beni di lusso. Questa tendenza è, appunto, definita “fenomeno *conglomerations*”.

Dunque, a fianco di molte imprese *monobrand* come Armani, Ermenegildo Zegna, Chanel e Hermès - le quali hanno fondato la loro crescita sulla integrazione di categorie di prodotti diversi ai quali hanno applicato la medesima marca – risiedono realtà *multibrand*, prime tra tutti LVMH e Kering, aventi sviluppato una diversificazione su numerose categorie di prodotti e numerosi brand.

Le conglomerate del lusso, quindi, sono il risultato dell'aggregazione di molti *luxury brands* in grandi gruppi di imprese operanti in modo capillare in ogni settore del mercato del lusso, sotto la medesima *governance*.

La strategia di diversificazione tramite l'acquisizione di marchi affermati operanti, talvolta, in business diversi, consente una condivisione delle risorse a livello di gruppo,

suscettibile a dar vita a sinergie intelligenti che permettono a ciascun brand di trarre vantaggio dalle forze combinate del conglomerato di appartenenza.

L'attuazione della suddetta strategia porta all'interno del gruppo ulteriori competenze, clienti, mercati e brand nell'ottica di massimizzare il valore economico complessivo e minimizzare i rischi: le economie di scala di tipo industriale, di marketing e distributive che si realizzano nei grandi gruppi di moda come Kering o LVMH si affiancano ad un abbassamento del livello di rischio, ripartito su molte imprese e molti mercati, oltre che ad una notevole capacità finanziaria ed un accesso ad una rete esclusiva di fornitori e talenti professionali.

La gestione di un portafoglio diversificato di attività, tipico delle *luxury conglomerates*, permette a quest'ultime di avvantaggiarsi di economie di scopo ottenibili attraverso la condivisione di risorse tangibili (e.g. la rete distributiva), intangibili (e.g. il marchio, la reputazione) e organizzative (e.g. competenze manageriali) nell'ambito di business differenti e consente ad esse di raggiungere livelli di redditività molto elevati - come vedremo nel capitolo quarto – e non facilmente ottenibili dalla maggior parte delle Maison indipendenti.

Il successivo sotto-paragrafo è dedicato a descrivere le caratteristiche delle operazioni di acquisizione, costituenti il centro del “fenomeno *conglomeration*”, mettendone alla luce alcuni importanti esempi finalizzati ad agevolarne la comprensione.

3.2.1 Le acquisizioni nel lusso: verticali, orizzontali, concentriche e conglomerate

La suddetta crescita mediante acquisizione, propria dei gruppi conglomerati oggetto di analisi, è suscettibile di essere distinta in quattro tipologie, differenti con riguardo alle finalità che si vogliono perseguire e all'appartenenza, o meno, allo stesso settore, delle imprese che ne sono protagoniste.

In questo senso, quindi, è possibile distinguere quattro categorie diverse di acquisizioni:

- Verticale
- Orizzontale
- Concentrica
- Conglomerata

L'*acquisizione verticale* "si concretizza nell'internalizzazione di processi produttivi localizzati a monte o a valle del processo produttivo core dell'impresa."¹¹⁵

Nel caso in cui l'integrazione riguardi le attività che si trovano a monte della catena del valore, significa che l'impresa integrante sta internalizzando l'attività svolta dai propri fornitori. Al contrario, se l'integrazione riguarda le attività a valle della *value chain*, l'impresa integrante sta internalizzando l'attività svolta dai propri clienti.

"I grandi poli del lusso acquistano fattorie e aziende agricole per assicurarsi costose materie prime ed avere un controllo totale della propria filiera."¹¹⁶

Un esempio evidente di integrazione "a monte" della catena del valore è l'acquisto, da parte del conglomerato LVMH, del fornitore francese "Les Tanneries Roux", produttore di pelli di alta qualità, concretizzatosi nel maggio del 2012: "la mossa ha rafforzato le intenzioni del gruppo di consolidare il controllo delle principali catene di approvvigionamento di materie prime di lusso."¹¹⁷

Altra importante acquisizione, nella stessa direzione, è l'acquisto di una quota di minoranza del pacchetto azionario della conceria toscana "Masoni Industria Conciaria", specializzata in pelli di vitello extra lusso, concretizzatosi nel dicembre 2019: "Con questa operazione LVMH si impegna a supportare e a garantire investimenti a lungo termine alla conceria Masoni con l'intento di consolidare la creatività e l'innovazione artigiana, la forza imprenditoriale e lo sviluppo a livello internazionale."¹¹⁸

Quest'ultimo accordo, infatti, oltre a seguire l'acquisizione de "Les Tanneries Roux", precedentemente accennata, segue anche l'importante acquisizione dell'azienda conciaria "Heng Long", avvenuta nel 2011, della quale LVMH è in possesso del 100% delle azioni. La nota conceria, con sede a Singapore, produce pelli di coccodrillo e l'accordo è stato raggiunto per circa 92 milioni di euro.¹¹⁹

¹¹⁵ Paolo Boccardelli e Franco Fontana, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita* (Milano: Hoepli, 2015)

¹¹⁶ Ilaria Caielli, "Luxury farming, quando le case di moda si producono da sole le materie prime," *Wired.it* (2017). https://www.wired.it/economia/business/2017/07/04/luxury-farming-e-controllo-di-filiera-integrazione-verticale-e-in-nome-della-trasparenza/?refresh_ce=

¹¹⁷ Elizabeth Paton, "LVMH acquires Les Tanneries Roux," *Financial Times* (2012). <https://www.ft.com/content/0c4a61c6-9563-11e1-8faf-00144feab49a>

¹¹⁸ Matteo Minà, "LVMH, primo investimento in una conceria italiana," *MF Fashion* (2019). <https://www.mffashion.com/news/livestage/lvmh-primo-investimento-in-una-conceria-italiana-201912201852057966>

¹¹⁹ Ansa, "LVMH acquista Heng Long, prestigioso produttore di pelli di coccodrillo," *Fashion Network* (2011). <https://it.fashionnetwork.com/news/lvmh-acquista-heng-long-prestigioso-produttore-di-pelli-di-coccodrillo,206796.html>

Anche Compagnie Financière Richemont, nel 2012, ha siglato un'importante acquisizione a monte della propria catena del valore: è il caso dell'acquisto, da parte del conglomerato, del 100% del suo storico partner "Varin-Etampage and Varinon", azienda dedicata alla produzione di componenti esterni per orologi di lusso.¹²⁰

Per quanto riguarda, invece, l'integrazione a valle della *supply chain*, possiamo enunciare l'operazione del gruppo Prada che, lo scorso anno, ha assunto il controllo diretto di tutte le boutique di Milano mediante l'acquisizione della società "Fratelli Prada", proprietaria di quattro importanti store nella città lombarda. Con questa operazione il gruppo Prada ha posto fine al rapporto di franchising che la legava alla società in questione. Gli amministratori del conglomerato hanno sottolineato, inoltre, che la gestione diretta degli store milanesi costituirà un ulteriore fonte di sviluppo della *brand identity*.¹²¹

Il secondo tipo di acquisizioni che coinvolgono i grandi players del lusso sono le *acquisizioni orizzontali*, intendendo, con quest'ultimo termine, quelle operazioni aventi come protagoniste aziende che operano nello stesso settore e sono dediti alla produzione di output molto simili. È, questa, la modalità di diversificazione alla quale è associato il minor rischio e permette, all'impresa che la persegue, di offrire produzioni nuove ai medesimi clienti, mediante uno sviluppo del prodotto offerto all'interno del mercato di attuale operatività. La creazione di economie di scala nella produzione e nella distribuzione è uno dei principali motivi che, insieme all'incremento del potere negoziale nei confronti di fornitori e clienti ed alla possibilità di sfruttare notevoli sinergie, spinge le imprese a questo tipo di acquisizioni.

L'acquisto della storica azienda orafa Bulgari da parte del gruppo LVMH costituisce un esempio di acquisizione orizzontale: grazie all'acquisto di questo prestigioso marchio del Made in Italy, l'operazione ha consentito un posizionamento unico al conglomerato nel settore dell'orologeria e gioielleria raddoppiandone l'attività in questa *industry* e rendendolo grande abbastanza da poter competere con il gruppo leader mondiale di gioielleria, Richemont.

¹²⁰ David Pambianco, "A Richemont il 100% di VVSA" *PambiancoNews* (2012). <https://www.pambianconews.com/2012/10/02/a-richemont-il-100-di-vvsa-107948/>

¹²¹ Martina Ferraro, "Prada rileva quattro negozi di Milano dalla società di famiglia," *MF Fashion* (2019). <https://www.mffashion.com/news/livestage/prada-rileva-quattro-negozi-di-milano-dalla-societa-di-famiglia-201910301048193963>

“L’ingresso in Lvmh consentirà a Bulgari di rinforzare il suo sviluppo su scala mondiale e di realizzare sinergie significative, soprattutto nell’ambito degli acquisti e della distribuzione.”¹²² : i benefici, infatti, da parte di Bulgari, si sono realizzati principalmente dal lato dei ricavi che, grazie allo sfruttamento del network del conglomerato, sono aumentati significativamente.

Successivamente a questa operazione, il gruppo Kering, nel 2013, ha acquistato il gruppo di gioielleria italiano Pomellato, uno dei più noti *players* del settore nello scenario internazionale. Il gruppo francese definì i brand posseduti dal gruppo Pomellato – Pomellato e Dodo - come “complementari al gruppo di marche già detenute”¹²³. Anche quest’ultima operazione si caratterizza per essere una acquisizione di tipo orizzontale, grazie alla quale il conglomerato ha potuto appropriarsi, oltre che del significativo know-how del quale il gruppo italiano disponeva, anche della sua rete distributiva che comprendeva circa ottanta negozi monomarca e seicento punti vendita nel mondo.

Essendo stato, l’arrivo di Pomellato, successivo a quello dei marchi Boucheron e Qeelin, ha permesso al gruppo Kering di rafforzarsi ancora di più e di crescere molto più velocemente nel settore della gioielleria, completando il suo portafoglio: “Qeelin rappresenta l’*heritage* cinese, Boucheron l’eredità culturale francese e Pomellato il *savoir-faire* italiano.”¹²⁴

È possibile, inoltre, che l’operazione di acquisto coinvolga aziende aventi simili catene del valore ed una somiglianza tale da rendere utilizzabili le risorse e le competenze in possesso di ognuna anche in altri ambiti ad essa “vicini”: in questo caso, si parla di *acquisizione concentrica*.

Quest’ultima, rende possibile il raggiungimento di consumatori precedentemente non attratti, oltre all’incremento della curiosità degli attuali clienti.

Tuttavia, il più rilevante razionale economico associato a questo tipo di operazione è lo sfruttamento di economie di scopo. Le risorse di cui l’impresa dispone, infatti, possono essere utilizzate anche in altre catene del valore ad essa assimilabili o complementari e,

¹²² Sabrina Suzzi, “Bulgari, Lvmh rileva controllo e lancerà OPA, titolo vola,” *Thomson Reuters* (2011). <https://www.reuters.com/article/bulgari-lvmh-idITLDE7261PU20110307>

¹²³ Paola Bottelli, “I gioielli di Pomellato ai francesi del gruppo Kering,” *Il Sole 24 Ore* (2013). <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-04-24/gioielli-pomellato-francesi-gruppo-092258.shtml?uuid=AbN7l4pH>

¹²⁴ Jean-Paul Leroy, “Ecco ciò che Kering si aspetta da Pomellato,” *Fashion Network* (2013). <https://it.fashionnetwork.com/news/Ecco-cio-che-kering-si-aspetta-da-pomellato,326552.html>

contemporaneamente, quest'ultima può garantirsi un accesso a risorse aggiuntive precedentemente non possedute.

Il raggiungimento di un mercato correlato consente, all'impresa acquirente, di incrementare la propria quota di mercato entrando in nuove attività strategiche.

Le acquisizioni dei gruppi LVMH e Kering ne sono un esempio: per citarne alcuni, mediante l'acquisto di Fendi e di Emilio Pucci da parte di LVMH e di Brioni e di Gucci da parte di Kering, i due conglomerati hanno esteso le proprie linee di prodotti ed hanno avuto la possibilità di fare esperienza e di sfruttare le proprie risorse e competenze in attività adiacenti, sfruttando significative sinergie.

Diverso è, invece, il caso *dell'acquisizione conglomerale*. Con questo termine facciamo riferimento a quelle operazioni che consentono, all'impresa che le attua, l'ingresso in attività completamente nuove, sia dal punto di vista del prodotto sia dal punto di vista del mercato: l'impresa entra in un settore radicalmente diverso.

“La strategia di diversificazione conglomerale trova ragion d'essere in una serie di principi di carattere finanziario, quali la riduzione del rischio in una logica di portafoglio, l'accesso a un mercato interno dei capitali, oppure più semplicemente il tentativo di cogliere eventuali potenziali di crescita esterni al settore, facendo leva su disponibilità economico-finanziarie precedentemente accumulate.”¹²⁵

Ne è un esempio l'ingresso del conglomerato LVMH nel settore degli hotel di lusso, attraverso l'acquisizione del marchio Bulgari e della più recente operazione di acquisto del “re degli hotel di lusso”¹²⁶, Belmond. A sostenere l'operazione di acquisto sono sicuramente le prospettive future: in un momento nel quale la crescita del settore del lusso non è prevista essere troppo rilevante, si stima che il settore degli alberghi top di gamma raggiunga un valore di 115,8 miliardi nel 2025.

Inoltre, riguardo all'acquisto di Belmond, il CEO di LVMH, Bernard Arnault, ha evidenziato come l'operazione permetta l'ingresso nel conglomerato di un eccellente

¹²⁵ Paolo Boccardelli e Franco Fontana, *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita* (Milano: Hoepli, 2015)

¹²⁶ Sara Bennewitz, “LVMH si prende Belmond il re degli hotel di lusso,” *La Repubblica* (2018). <https://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2018/12/15/lvmh-si-prende-belmond-il-re-degli-hotel-di-lusso31.html>

patrimonio di risorse, in linea con i valori del gruppo e complementari alle attività alberghiere di Chebal Blanc e di Bulgari.¹²⁷

Un ulteriore esempio di espansione in un business diverso da quello *core* è l'acquisto, da parte del gruppo Richemont, del marchio di abbigliamento Peter Millar. Il *player* di lusso Richemont, con una identità consolidata principalmente nell'ambito dell'alta orologeria e gioielleria, nel 2012 ha deciso di procedere con l'operazione di acquisto del *brand* Peter Millar, rientrando nella categoria dell'abbigliamento di lusso, al fine di espandere la sua presenza nel settore fashion.

3.2.2 Le conglomerazioni nel settore moda e lusso ed i percorsi di crescita dei principali *luxury players*

Come precedentemente affermato, il panorama globale ha assistito allo sviluppo di conglomerazioni di imprese che, mediante l'attivazione di processi di integrazione di *brand* e aziende da parte di alcuni dei principali *players* globali, ha generato un vero e proprio fenomeno di concentrazione, realizzato tramite le già citate operazioni di acquisizione.

Come in ogni altro ambito, i processi di concentrazione sono profittevoli nella misura in cui permettono lo sfruttamento di sinergie: nel settore del lusso, in modo particolare, questi effetti positivi sono stati decisamente rilevanti specialmente con riguardo alla gestione della logistica e delle operazioni, alla gestione dei processi di internazionalizzazione ed all'accesso a nuovi clienti, *skills* e prodotti.

Lasciando al quarto capitolo una trattazione dettagliata di come la diversificazione tramite acquisizione è in grado di generare valore per le imprese che ne sono coinvolte, si illustrano, di seguito, le principali conglomerazioni del settore "fashion e luxury".

¹²⁷ Federica Camurati, "Lvmh si consolida nell'hotellerie con Belmond," *MF Fashion* (2018). <https://www.mffashion.com/news/finanza/lvmh-si-consolida-nell-hotellerie-con-belmond-201812141051054198>



Figura 3-3¹²⁸: Le principali conglomerazioni del settore fashion e luxury

Il gruppo maggiormente diversificato è **Louis Vuitton Moët Hennessy LVMH**, conglomerato di lusso francese e principale *player* mondiale nel mercato dei beni di lusso, nonché modello di riferimento per tutti gli altri concorrenti.

Nato nel 1987 dall'integrazione di due società - Louis Vuitton, operante nel settore moda, e Moët Hennessy, specializzata nel settore dei vini ed alcolici – oggi la multinazionale è proprietaria di oltre settanta *brand*, attraverso i quali opera in ben sei differenti settori.

Analizzandone il percorso di crescita, si evidenziano le acquisizioni più rilevanti che, nel corso del tempo, hanno permesso a LVMH di creare sinergie e perseguire una coerente azione di sviluppo.

Successivamente alla sua formazione, il gruppo ha acquisito, nel 1993, i *brand* Céline e Givenchy e, nel corso degli anni Novanta, altri marchi tra i quali Kenzo e Donna Karan. Nel 1997, al fine di perseguire un percorso di sviluppo nella vendita al dettaglio selettiva, ha acquisito DFS e Sephora.

Nel 2000 il conglomerato ha acquisto Fendi, insieme alla quale ha intrapreso un percorso che ha portato quest'ultima a riscuotere un enorme successo in ogni categoria di prodotto. Nello stesso anno, è divenuta proprietaria del 67% dell'azienda fiorentina Emilio Pucci,

¹²⁸ Alfonso Segura, "Luxury and Fashion Corporations," *The Fashion Retailer* (2019). <https://fashionretail.blog/2019/04/08/luxury-and-fashion-corporations/>

la quale, grazie all'ingresso all'interno del gruppo, ha ampliato la propria rete di vendita, inaugurando negozi a gestione diretta anche a New York, Miami, Tokyo e Shanghai. La stessa rapida espansione di negozi al dettaglio ha coinvolto anche la profumiera italiana Acqua di Parma, entrata a far parte di LVMH nel 2001. L'ingresso le ha permesso di espandersi, non solo a livello di punti vendita ma anche nello sviluppo di nuovi prodotti e nel settore dell'abbigliamento, raggiungendo fatturati prima impensabili.

Oltre alla già citata integrazione di Heng Long International, specializzata nella produzione di pelle di coccodrillo, nel 2011 il conglomerato LVMH ha acquisito Bulgari, con l'intenzione di mantenerne intatto il patrimonio di valori, garantirne il know-how e la *brand identity*. Bulgari, entrando a far parte del gruppo, ha potuto allargare la propria presenza a livello internazionale, creando significative sinergie di marketing. Contemporaneamente, LVMH ha rafforzato il proprio posizionamento competitivo ed ha istituito le basi per divenire leader mondiale nel mercato della gioielleria.

Nel 2013, il gruppo LVMH ha mirato ancora all'Italia acquisendo il gruppo Loro Piana, marchio del cachemire e delle lane pregiate, per un valore di 2 miliardi di euro. Come nel caso di Bulgari, anche questa acquisizione è stata orientata a impadronirsi di uno dei migliori brand italiani del lusso.

La più recente operazione da attribuirsi a LVMH è l'acquisto di Tiffany che, conclusosi nel 2019, punta a fornire ampi margini di crescita nel reparto gioielleria e orologi di LVMH. Inoltre, l'acquisto persegue l'obiettivo di avvantaggiarsi della crescita del mercato asiatico, area nella quale il gruppo ha il maggior numero di negozi: la rete di vendita al dettaglio di Tiffany è stata, negli ultimi mesi, decisamente ampliata in Cina, dove i consumatori sono più sensibili “al fascino delle confezioni blu di Tiffany.”¹²⁹

Dotato di una minore diversificazione rispetto a LVMH, il gruppo **Kering** è il principale concorrente del conglomerato leader del mercato mondiale.

Fondato nel 1963 dall'imprenditore francese François Pinault, era inizialmente denominato “PPR”¹³⁰ ed ha, all'interno del suo portafoglio, numerosi brand, suddivisi in due categorie: *Luxury* e *Sport & Lifestyle*.

¹²⁹ Andrea Fioravanti, “L'impero di Arnault: Ecco come LVMH si è mangiato il mercato del lusso e perché non ha intenzione di smettere,” *Linkiesta* (2019). <https://www.linkiesta.it/it/article/2019/12/03/lvmh-tiffany-bernard-arnault/44594/>

¹³⁰ PPR è l'acronimo di Pinault-Printemps-Redoute.

Inizialmente specializzato nella vendita al dettaglio del legno, il suo percorso di crescita nel lusso inizia nel 1999, anno nel quale avviene l'acquisizione del 42% del brand di punta del conglomerato Kering: il gruppo Gucci. Insieme a quest'ultimo, acquisì anche Yves Saint Laurent. Con queste operazioni iniziò il proprio percorso di investimenti nel lusso: nel 2000, acquisì sia la Maison francese specializzata in gioielleria, Boucheron, sia l'azienda italiana di pelletteria, Bottega Veneta. L'ingresso nel gruppo Kering ha consentito alla gioielleria francese di espandersi a livello internazionale ampliando la propria rete di distribuzione diretta e indiretta, mediante l'apertura di *store* in Europa, Asia, Medio Oriente e Stati Uniti.

L'accordo con lo stilista britannico Alexander McQueen, ex direttore creativo di Givenchy, avvenne nel 2001, anno nel quale lo stilista entrò a far parte del gruppo Gucci, espandendo la propria produzione con nuovi *store* a Londra, Milano e New York.

Gli anni 2006, 2011, 2012 e 2013 hanno visto, rispettivamente, la dismissione degli originari brand di vendita al dettaglio Le Printemps, Conforama, CFAO & Fnac e La Redoute e, nel 2013, la società ha cambiato il suo nome in Kering, specializzandosi sul settore dei beni di alta gamma.

Brioni, prestigiosa marca del gruppo specializzata nella moda maschile e nella sartoria "su misura", è entrata a far parte del gruppo nel 2011, offrendo un significativo potenziale di crescita e rafforzando il posizionamento del gruppo in un business complementare a quello principale.

L'anno successivo Kering è stata protagonista dell'acquisizione strategica del brand cinese di gioielleria Qeelin e, nel 2013, ha acquisito la maggioranza del capitale del brand britannico Christopher Kane.

L'ingresso di Pomellato e Dodo nel gruppo Kering, tramite l'acquisizione del gruppo italiano Pomellato nel 2013, ha completato il suo portafoglio di marche di lusso in un segmento in crescita, quello dei gioielli di lusso. Contemporaneamente, Pomellato ha beneficiato dell'esperienza e del know-how del gruppo Kering mantenendo salda la propria identità italiana e sviluppandosi in aree geografiche precedentemente inesplorate, mediante una rete distributiva estesa a livello globale.

Nel 2014, il gruppo ha acquistato la società svizzera Ulysse Nardin, specializzata in orologeria di lusso e nota per la produzione di cronometri marini.

Prevalentemente consolidato nell'orologeria e gioielleria di alta gamma, il gruppo svizzero **Richemont** è uno dei principali gruppi conglomerati nel settore del lusso.

Proprietario di conosciutissimi *brand* come Cartier e Montblanc, Richemont ha adottato, nel corso del tempo, una strategia di diversificazione tramite acquisizione e, attualmente, opera in cinque settori: orologi, gioielli, pelletteria ed accessori, strumenti da scrittura e moda e fashion.

Una delle particolarità connesse alle operazioni di *merger e acquisition* che il gruppo ha intrapreso nel tempo, riguarda il fatto che il *player* in questione ha proceduto con questo tipo di operazioni ogni qualvolta è stato intenzionato ad aumentare le proprie capacità in merito alle tecniche di produzione.

Il suo percorso di crescita mediante acquisizioni inizia negli anni Ottanta, infatti, dal 1979 al 1980 si impegna nella acquisizione del produttore di orologi e gioielli, Cartier, al quale apparteneva anche il brand di abbigliamento sartoriale di lusso Dunhill, il quale possedeva quote in Montblanc e Chloè.

Nel 1999 acquisisce l'80% di Van Cleef & Arpels, di Piaget e di Vacheron Constantin, noti brand nel settore della orologeria.

Inizia ad acquisire una posizione di rilievo nel settore degli orologi di alta gamma con l'acquisto, nell'anno 2000, di Jaeger-LeCoultre, IWC International Watch Company e A. Lange & Söhne.

Al di fuori dell'orologeria di lusso, il conglomerato ha intrapreso acquisizioni anche nel settore dell'abbigliamento, come è possibile comprendere dall'acquisizione dei brand Chloè - specializzato in abbigliamento da donna, gioielli, profumi e accessori – e Lancel, operante nella pelletteria.

Nel 2015 Richemont è divenuto socio dell'azienda italiana Yoox Net-A-Porter Group, specializzata in vendite online di beni di moda lusso e design, e, nel gennaio del 2018 il conglomerato, lanciando un'offerta pubblica di acquisto, ha acquisito il 100% delle azioni ordinarie del gruppo italiano, rafforzando, così, la propria presenza anche sul canale digitale, sempre più rilevante per soddisfare le esigenze del nuovo consumatore del lusso.

La crescita del gruppo italiano **Prada** si caratterizza per le operazioni di diversificazione che ha intrapreso nel corso del tempo, attuate prediligendo un approccio di indipendenza stilistica di tutti i brand acquisiti.

Fondata nel 1913, si distinse immediatamente per l'elevata qualità delle borse e degli accessori da viaggio che commercializzava. Attualmente opera in tutto il mondo, con prodotti di abbigliamento, accessori, orologeria, profumeria, cosmetica e occhialeria.

Il suo brand inglese Church's, specializzato in calzature in cuoio e relativi accessori, ha iniziato ad entrare a far parte del gruppo nel 1999, anno nel quale Prada ne è divenuto azionista di maggioranza. L'acquisizione definitiva è avvenuta nel 2006 ed ha permesso al gruppo di possedere una marca con un posizionamento ben definito nel proprio ambito, associata all'accezione "di prestigio" in tutto il mondo.

Nel 2001 Prada ha acquisito il marchio di alta moda Car Shoes, dedicato alla produzione di calzature in pelle per uomo e donna, la cui esclusività deriva dall'alta qualificazione degli artigiani che le realizzano.

Nel marzo del 2014, inoltre, acquisisce l'80% della nota pasticceria milanese Marchesi, simbolo di un'eccellenza che valorizza e rafforza la marca, come dichiarato dal gruppo in un comunicato dello stesso anno: "L'acquisizione punta alla valorizzazione e al rafforzamento strategico del marchio nell'ambito di futuri progetti di sviluppo sia a Milano – nei nuovi spazi di Prada in Galleria Vittorio Emanuele II – sia a livello internazionale."¹³¹

Nell'ottobre dello stesso anno, Prada si è integrata verticalmente acquistando la conceria Tannerie Mègisserie Hervy - in Francia - operazione giustificata dal fatto che una grande parte dei ricavi del gruppo erano realizzati dalla vendita di articoli in pelle. Dall'integrazione, inoltre, il gruppo ha potuto sviluppare le precedentemente scarse competenze nella lavorazione della pelle di agnello.

Il gruppo ha fatto, della sua costante attenzione verso la qualità dei suoi prodotti, un vero e proprio fattore di successo: la sua catena del valore è integrata ed i suoi progetti mirano costantemente all'innovatività, nel rispetto della tradizione.

La capacità di intercettare le esigenze dei vari *stakeholder* ed il rispetto degli standard etici e ambientali hanno in gran parte contribuito a rendere il gruppo Prada uno dei *player* più rilevanti nell'attuale scenario competitivo.

¹³¹ Maria Silvia Sacchi, "La sfida delle pasticcerie milanesi: Prada compra l'80% di Marchesi," *Corriere Della Sera* (2014). https://www.corriere.it/economia/14_marzo_14/sfida-pasticcerie-milanesi-prada-compra-l-80percento-marchesi-072346dc-ab90-11e3-a415-108350ae7b5e.shtml

A fianco delle quattro conglomerate appena descritte, vi sono altri grandi gruppi – come l’italiano OTB, proprietario del famoso marchio Diesel, e VF Corporation, detenente i brand Vans e Timberland – che, pur essendo conglomerazioni appartenenti allo stesso settore di LVMH, Kering, Richemont e Prada, si differenziano da queste ultime per detenere marchi appartenenti ad un “lusso accessibile” o “premium” che differisce significativamente dal “*supreme luxury*” e “*aspirational luxury*” ai quali appartengono i brand del portafoglio dei citati quattro gruppi conglomerati, e che non costituisce il focus del presente elaborato.

3.3 Una *overview* del mercato globale dei beni di lusso: chi domina la scena? In quali aree geografiche?

La società di consulenza inglese “Deloitte & Touche” ha analizzato il mercato del lusso fornendone una prospettiva economica globale, esaminando le cento maggiori società di beni di lusso a livello mondiale sulla base delle vendite consolidate dell’anno finanziario 2017, dunque degli esercizi finanziari conclusi entro i dodici mesi, fino a giugno 2018. Complessivamente, le prime cento società hanno realizzato ricavi aggregati – in crescita se rapportati all’anno precedente – pari a \$ 247 miliardi.

Inoltre, dallo studio si evince che, nonostante i rallentamenti della crescita economica nei principali mercati – come Cina, Eurozona e Stati Uniti – il 76% delle aziende ha registrato una crescita delle vendite di lusso e, la metà di queste, ha assistito ad una crescita annuale a due cifre.¹³²

Il suddetto report, intitolato “Global Power of Luxury Goods 2019”, fornisce anche una classifica accorciata includente i dieci migliori *players* in termini di vendite.

¹³² Patrizia Arienti, “Global Power of Luxury Good 2019: Bridging the gap between the old and the new,” *Deloitte & Touche* (2019): 19.

FY2017 Luxury goods sales ranking	Change in ranking	Name of company	Country of origin	FY2017 Luxury goods sales (US\$m)	FY2017 Total revenue (US\$m)	FY2017 Luxury goods sales growth*	FY2017 Net profit margin**	FY2017 Return on assets**	FY2015- 2017 Luxury Goods CAGR**
1	↔	LVMH Moët Hennessy- Louis Vuitton SE	France	27,995	48,057	17.2%	13.2%	8.2%	10.9%
2	↔	The Estée Lauder Companies Inc.	US	13,683	13,683	15.7%	8.1%	8.8%	10.2%
3	↔	Compagnie Financière Richemont SA	Switzerland	12,819	12,819	3.1%	11.1%	4.8%	-0.4%
4	↑ +1	Kering SA	France	12,168	17,446	27.5%	12.1%	7.3%	17.2%
5	↓ -1	Luxottica Group SpA	Italy	10,322	10,322	0.8%	11.4%	10.4%	1.8%
6	New	Chanel Limited	UK	9,623	9,623	11.5%	18.6%	19.6%	ne
7	↓ -1	L'Oréal Luxe	France	9,549 ^e	9,549 ^e	10.6%	n/a	n/a	8.2%
8	↓ -1	The Swatch Group Ltd.	Switzerland	7,819	8,082	5.4%	9.5%	5.6%	-2.9%
9	↑ +1	Chow Tai Fook Jewellery Group Limited 周大福珠宝集团有限公司	Hong Kong	7,575	7,575	15.4%	7.1%	7.3%	2.2%
10	↓ -1	PVH Corp.	US	7,355	8,915	10.7%	6.0%	4.5%	8.1%
Top 10				118,909	146,071	14.2%	11.6%	7.8%	7.5%
Top 100				246,664	276,754	10.8%	9.8%	7.6%	5.3%
Economic concentration of Top 10				48.2%	52.8%				

Figura 4-3: I primi 10 players in termini di vendite FY2017

Prima di procedere con ciò che si può dedurre dai dati riportati nella tabella, si precisa che, all'interno di questa classifica, sono riportati i dati di tutti gli attori del settore del lusso, siano essi organizzati in conglomerati – come Kering e LVMH o meno.

L'indicatore “*Economic concentration of Top 10*”, al 48.2%, dimostra l'elevata concentrazione del mercato oggetto di analisi: poche imprese detengono la leadership a causa dei già citati fenomeni di acquisizione messi in moto dai *player* del settore, riunitisi in enormi gruppi *multibrand* e multi-prodotto.

La crescita nelle vendite delle prime dieci imprese ha raggiunto il 14.2% portando le vendite complessive al valore di circa \$ 119 milioni. Le prime dieci, inoltre, hanno anche migliorato il proprio profitto netto che, nel periodo oggetto di analisi, costituisce l'11.6% del totale.

Le prime tre società della classifica delle Top10 – LVMH, The Estée Lauder Companies e Richemont – hanno mantenuto invariata la loro posizione nel periodo oggetto di analisi. Diversamente, si assiste ad un sorpasso di Luxottica Group da parte del conglomerato Kering, che, con una crescita del 27.5%, ha consentito a quest'ultima di aggiudicarsi il quarto posto in classifica.

Si tratta di sorpasso anche per quanto riguarda la gioielleria cinese Chow Tai Fook, la quale, con una crescita del 15.4%, si è posizionata al nono posto, avanti rispetto a PVH Corporation.

Come si può notare dall'immagine 4-1, alla voce “Change in ranking” corrispondente a Chanel Limited, è indicato il termine “New”. Quest'ultimo deriva dal fatto che Chanel, indiscussa icona del lusso inglese, ha pubblicato per la prima volta i propri risultati nel

2018, non rendendo possibile, nel periodo oggetto di analisi, definirne un cambiamento rispetto agli anni precedenti.

Anche per quanto riguarda la classifica delle Top100, qui non riportata, lo scenario è positivo: il rendimento delle prime cento società è migliorato al 7.6% nel periodo considerato, registrando un aumento di 0.7 punti percentuali.

Inoltre, mentre nell'esercizio 2016 la soglia minima per entrare nella classifica delle prime cento era di \$ 211 milioni, nel periodo considerato questo limite si è alzato di ben \$ 7 milioni.

Successivamente ad aver preso visione delle performance dei principali attori che popolano il mercato in questione, è possibile comprendere, attraverso le due rappresentazioni che seguono, la provenienza – a livello di settore merceologico - delle vendite delle prime cento società del settore.

Ai fini dell'analisi, vengono presi in considerazione cinque settori di prodotti di lusso: abbigliamento e calzature, borse e accessori, cosmetici e profumi, gioielli e orologi e beni di lusso multipli.

La logica che sottostà alla tabella che segue vede l'assegnazione di una società ad un determinato settore qualora una gran parte delle sue vendite provenga da esso.

	Number of companies	Average size of companies by luxury goods sales (US\$m)	FY2017 Luxury goods sales growth*	Share of Top 100 luxury goods sales
Top 100	100	2,467	10.8%	100.0%
Clothing and footwear	38	1,112	3.2%	17.1%
Bags and accessories	9	1,674	1.5%	6.1%
Cosmetics and fragrances	11	3,680	16.1%	16.4%
Jewelry and watches	32	2,281	9.7%	29.6%
Multiple luxury goods	10	7,586	15.9%	30.8%

Figura 5-3¹³³: Provenienza settoriale delle vendite FY2017

Il segmento “abbigliamento e accessori” ha dominato tutti gli altri distinguendosi per contenere il maggior numero di aziende. Nonostante questo, non è il primo in termini di vendite ma si colloca in terza posizione con una quota del 17.1%, in decremento rispetto al periodo precedente. Inoltre, in termini di vendite medie per azienda, non si è classificato bene, bensì si colloca all'ultima posizione a \$ 1.1 miliardi. La crescita delle

¹³³ Patrizia Arienti, “Global Power of Luxury Good 2019: Bridging the gap between the old and the new,” *Deloitte & Touche* (2019): 31.

vendite del settore in questione è stata del 3.2%, in aumento rispetto al periodo precedente. I principali portatori di questo risultato, i quali hanno registrato una crescita a doppia cifra, sono: Canada Goose Holdings, SMCP e Moncler. Per quanto riguarda la prima, la crescita delle vendite consegue ad una politica di espansione adottata dall'azienda, la quale ha aperto nuovi *store* a Chicaco, Londra e Boston. Oltre a questo, ha saputo aprirsi al commercio elettronico in nuovi mercati come Irlanda, Germania e Cina.

Così come Canada Goose, anche SMCP ha potuto godere delle buone *performance* provenienti dall'Asia-Pacifico, conseguenti all'apertura di nuovi negozi in Cina e Taiwan. Tra le altre società registranti una crescita a doppia cifra si ricordano Brunello Cuccinelli, Aeffe e PVH Corporation, l'unica nel settore a rientrare nella classifica delle Top10.

Il grafico che segue può aiutare a meglio comprendere gli andamenti delle varie categorie merceologiche.

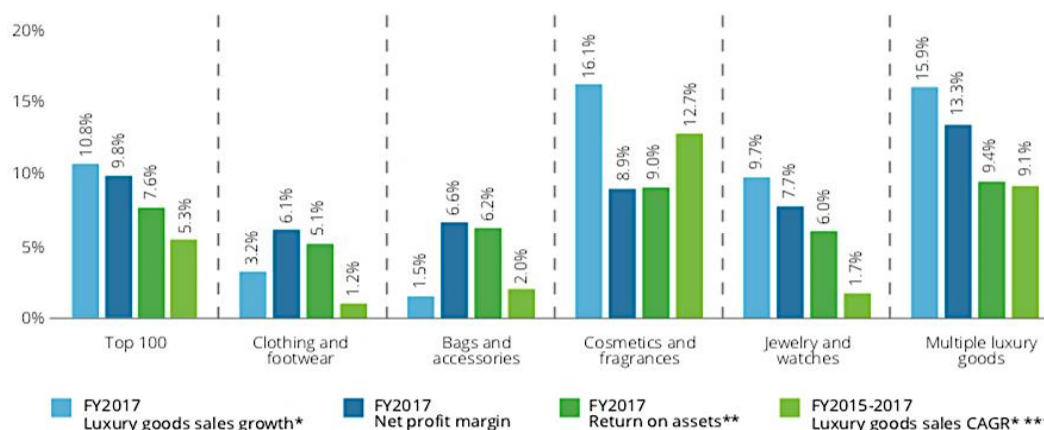


Figura 6-3¹³⁴: Le performance dei settori oggetto di analisi FY2017

Un indicatore importante che nella precedente tabella non emerge è il margine di profitto netto, attestatosi al 6.1% nel settore abbigliamento: trentadue delle trentotto aziende che popolano questa categoria hanno concluso l'esercizio con un Net Profit Margin positivo. La società "Restoque Comércio e Confecções de Roupas" ha registrato l'utile più alto del settore, conseguenza del miglioramento dell'efficienza dei processi e della qualità dei prodotti che le ha consentito un aumento del prezzo medio. Infine, il tasso annuo di crescita CAGR delle vendite del periodo 2015-2017 si attesta a 1.2%, il più basso tra tutti.

¹³⁴ Ibid., 32.

La categoria “borse e accessori”, con il minor numero di aziende nell’esercizio 2017, partecipa alle vendite di lusso per il 6.1%, impattando in misura minore rispetto a tutte le altre categorie. Il gruppo Luxottica ha contribuito a circa il 70% delle vendite complessive.

Nonostante il basso impatto rispetto agli altri settori, le vendite di borse e accessori sono aumentate di 1.5 punti percentuali rispetto al periodo precedente: questa crescita è da imputare, principalmente, all’espansione nei mercati dell’Asia-Pacifico e del Portogallo, delle aziende Furla, Marcolin e De Rigo.

Queste ultime due, in particolar modo, hanno ampliato la propria rete di distribuzione ed espanso così le proprie vendite in Europa e nei mercati emergenti.

Inoltre, nell’esercizio 2017, il margine di profitto netto si è attestato al 6.6%, in calo dello 0.3% rispetto al periodo precedente: sette società hanno chiuso l’esercizio positivamente, tuttavia, questo andamento positivo è stato portato verso il basso dalle performance negative di Marcolin, Safilo e De Rigo.

Il quarto settore più grande in termini di vendite nel periodo oggetto di analisi è quello di “Cosmetici e profumi”, nel quale operano in misura rilevante circa undici società. La primaria fonte di vendite è costituita dai due gruppi, entrambi appartenenti alla classifica delle Top10: Estée Lauder e L’Oréal Luxe, detenenti oltre il 50% delle vendite nell’esercizio 2017.

La categoria in questione si contraddistingue per la più alta crescita delle vendite rispetto a tutti gli altri settori: come è possibile osservare dal grafico riportato in figura 5-1, la crescita nel periodo in considerazione è del 16.1%.

Questo successo è da imputarsi alla crescita a due cifre di oltre la metà delle undici aziende che popolano questa categoria, alla quale hanno contribuito le vendite in Cina e nel Medio Oriente. Tra le sette società maggiormente cresciute, sei di queste hanno concluso l’esercizio in utile. Complessivamente, il margine di profitto netto si attesta all’8.9%, in seconda posizione rispetto al segmento “beni di lusso multipli”. Anche con riguardo al CAGR il settore si posiziona al secondo posto, con un aumento di 5.3 punti percentuali rispetto al periodo precedente.

A seguire il segmento “abbigliamento e accessori” in termini di numerosità di aziende produttrici, emerge la categoria “gioielli e orologi” con ben trentadue imprese ed una crescita delle vendite del 9.7% nel periodo di riferimento.

Ciò che fa emergere, rispetto ad altri, il settore “gioielli e orologi” è la quota delle vendite da essa provenienti sul totale, che si aggira intorno al 29.6%, posizionando la categoria al primo posto in termini di performance.

Ovviamente, il contributo principale proviene dal conglomerato Compagnie Financière Richemont - autore di ben metà delle vendite – ma sono rilevanti anche le performance dai gruppi, appartenenti alla Top10, Swatch e Chow Tai Fook e di Rolex e Lao Feng Xiang.

La prime due società ad aver registrato la più rapida crescita, sono: “Eastern Gold Jade” e “Chow Tai Seng Jewellery”. In particolare, la seconda si è avvantaggiata dell’apertura di nuovi negozi indipendenti e di una crescita nelle vendite online con “Tmall.com”, il più grande e-commerce nel mercato cinese.

Nel periodo oggetto di analisi, il settore in questione ha raggiunto un margine di profitto netto del 7.7%, leggermente in calo rispetto al 2016: diciassette società hanno realizzato margini di profitti a doppia cifra, in particolare, si è distinta ancora una volta Richemont, Pandora e Chow Tai Seng.

Il CAGR è tra i più bassi ma rileva una crescita rispetto al precedente anno fiscale.

Nella categoria “*multiple luxury goods*” le dieci società che operano in questo segmento detengono la più alta dimensione media, in termini di vendite di beni di lusso sul totale, per un ammontare di \$ 7.59 miliardi.

Inoltre, il segmento in questione ha contribuito a costituire il 30.7% delle vendite totali: i *players* LVMH, Kering e Chanel – con una quota complessiva del 65% in termini di vendite – sono stati i maggiori protagonisti di questo risultato.

A popolare questo segmento sono, in misura maggiore, società europee, come: il gruppo Prada, Salvatore Ferragamo, LVMH, Kering, Hermès, Chanel, Michael Kors e Burberry. Con riguardo alla crescita delle vendite, il settore si è classificato al secondo posto, dopo il segmento “cosmetici e profumi”, registrando una crescita del 15.9%.

A tale rapidità hanno contribuito ancora, prevalentemente, LVMH – con una crescita a doppia cifra insieme a Kering, Chanel e Tapestry – ed Hermès e Michael Kors, con una crescita ad una cifra nel periodo considerato.

La rapidità di crescita di Tapestry è comprensibile data l’acquisizione del brand “Kate Spade & Company”, la quale ha permesso al marchio di aggiungere alla sua rete distributiva circa altri 280 negozi in tutto il mondo.

In merito a Kering, la crescita del 27.5% è da attribuirsi a quattro principali fattori: alle elevatissime vendite dei brand Gucci, Yves Saint Laurent e Balenciaga; all’accordo con Richemont per la collezione di occhiali Cartier; alla crescita del segmento e-commerce ed alla sostenuta crescita delle vendite in Asia.

Il margine di profitto netto si attesta al 13.3%, il più alto tra tutti i segmenti e superiore al margine di profitto complessivo delle prime cento società di beni di lusso, conseguenza della buona redditività di tutte le imprese che compongono questa categoria. Anche il CAGR, di 9.1 punti percentuali, ha superato la performance complessiva delle società costituenti la Top100.

Spostando l’attenzione sui paesi impattati dall’operatività delle imprese appartenenti al settore del lusso, è possibile analizzare le performance - precedentemente descritte in relazione alla tipologia di prodotti - sulla base delle aree geografiche di destinazione delle vendite.

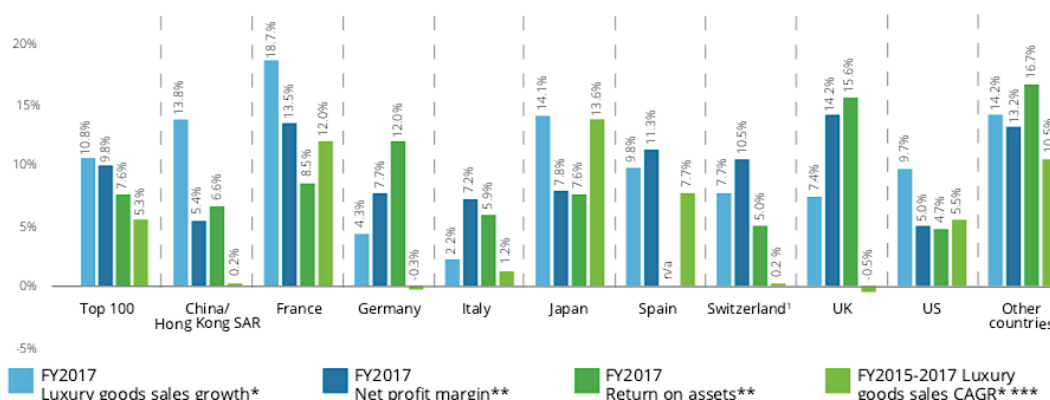


Figura 7-3¹³⁵: Le performance per continente FY2017

¹³⁵ Patrizia Arienti, “Global Power of Luxury Good 2019: Bridging the gap between the old and the new,” *Deloitte & Touche* (2019): 26.

Dal grafico si evince la crescita in tutti i paesi delle vendite di beni di lusso. In particolare, la Francia – sede di alcune delle più grandi società di beni di lusso mondiali, come LVMH e Kering – si colloca al primo posto.

A seguire, il Giappone, come conseguenza del fatto che sei delle società con sede in questo paese hanno registrato la terza crescita più elevata nelle vendite. La crescita del mercato di lusso giapponese è alimentata, inoltre, dall'aumento dei salari e dall'aumento dell'occupazione, soprattutto di donne, le quali hanno la possibilità di destinare parte del loro guadagno all'acquisto di beni di alta gamma.

Con 13.1 punti percentuali, si colloca al terzo posto nella crescita delle vendite la Cina. Negli anni precedenti a quello considerato, le vendite di beni di lusso avevano registrato una diminuzione nel territorio in questione.

Adesso, grazie alla più sostenuta crescita economica, all'aumento del turismo in Hong Kong, all'avvento dei benestanti Millennials ed all'aumento del potere di acquisto delle donne cinesi, la Cina ha accresciuto notevolmente i propri andamenti.

Nove società di beni di lusso hanno sede in Cina e otto di queste sono gioielliere: gran parte delle prestazioni sono dominate da “Chow Tai Fook Jewellery Group” e “Lao Feng Xiang”, rappresentanti circa due terzi delle vendite di lusso cinesi.

Guardando all'Italia, notiamo il più basso tasso di crescita delle vendite, nonostante la nota reputazione legata al marchio “Made in Italy”, associato a qualità e artigianalità. Tuttavia, questo valore di 2.2 punti percentuali, è in miglioramento rispetto al periodo precedente.

I principali *players* – Luxottica, Prada e Giorgio Armani – rappresentano quasi la metà delle vendite di beni di lusso. Tuttavia, il primo grande gruppo è cresciuto di meno di un punto percentuale, a causa della perdita di valore del dollaro e della sterlina nei confronti dell'euro. Anche Prada e Giorgio Armani hanno assistito a cali nelle vendite, specialmente nel settore pelletteria e nel settore calzature.

Complessivamente, il margine di profitto netto delle società italiane ha raggiunto i 7.2 punti percentuali, in aumento rispetto all'anno passato ma inferiore rispetto alla media delle Top100. Luxottica, Giorgio Armani, Max Mara, Moncler e Brunello Cuccinelli hanno rilevato margini a doppia cifra, ma è Moncler a raggiungere il valore più elevato del 20.9%.

Rilevante, infine, l'andamento dei paesi appartenenti alla categoria “*Other countries*”. Fanno parte di questo gruppo società con sede in India, Brasile, Belgio, Svezia, Austria, Danimarca e Lussemburgo. Insieme, hanno registrato la più alta crescita annuale delle vendite di beni di lusso, pari al 14.2%. La maggior parte di esse sono gioiellerie, quattro producono calzature e una soltanto opera nel segmento “cosmetici e profumi”. A costituire oltre la metà delle vendite sono i players Pandora, Swarovski Crystal e Titan Company. Oltre ad essere state tutte redditizie, le società appartenenti a questa categoria sono state, più di altre, capaci di creare valore attraverso i propri asset interni, come si evince dal valore del ROA, al 16.7%.

3.4 Uno sguardo al futuro: i *trend* di sviluppo del settore *fashion* e *luxury*

Le previsioni future vedono - per il settore in questione - uno scenario favorevole, che conferma l'andamento crescente al quale abbiamo assistito negli ultimi anni.

Il precedentemente citato studio di Bain e Company “Luxury Goods Worldwide Market Study 2019” - come si evince dall'immagine che segue - ne conferma la veridicità e fornisce supporto anche con riguardo alle previsioni ed ai trend futuri, oggetto del presente paragrafo.

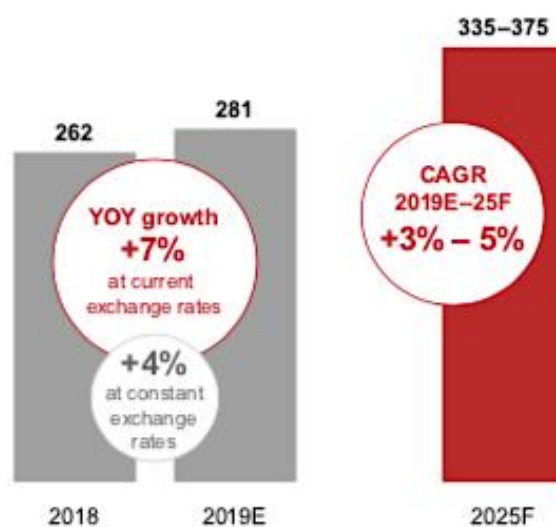


Figura 8-3¹³⁶: Il futuro andamento del mercato dei beni di lusso

¹³⁶ Claudia D'Arpizio and Federica Levato, “Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today,” *Bain & Company* (2019): 1-27.

Con riguardo ai numeri, espressi in miliardi di euro, si prevede un percorso di crescita continuo (con un CAGR stimato dal 3% al 5% annuo) che porterà il valore di mercato dei beni personali di lusso ad attestarsi tra i 335 e i 375 miliardi di euro.

Il 55% di tale valore stimato, si prevede – come precedentemente accennato – proverrà dalle Generazioni Y e Z i quali, principalmente cinesi e sud-est asiatici, sono sempre più desiderosi di possedere il lusso.

Tuttavia, indipendentemente dal tipo di consumatori, uno dei principali trend futuri riguarda i nuovi valori che questi ultimi mostrano avere. Come evidenziato nel grafico riguardante i settori emergenti, si registra una forte crescita di alcune categorie di lusso – come le auto, l'alcol, il cibo e gli hotel di lusso – le quali preannunciano il passaggio dalla volontà dei consumatori di “possedere il lusso” al desiderio di “vivere il lusso”. In altre parole, i beni di lusso soddisfano il bisogno di possedere un oggetto riconosciuto e riconoscibile da chiunque, suscettibile, inoltre, a durare per un medio-lungo periodo. Diversamente, l'esperienza di lusso, soddisfa un bisogno immediato, spesso non visibile agli occhi degli altri, ed in grado di soddisfare la necessità di “essere” qualcosa. Rientrano in questa categoria tutte quelle esperienze che coinvolgono - tra le altre - hotel, spa e resort di lusso.

A favorire questa tendenza vi è il fatto che i beni di lusso, oggi, siano disponibili a tutti tramite applicazioni scaricabili sul proprio smartphone: è quest'ultimo un fenomeno che, assieme alla possibilità di noleggio e rivendita dei beni di alta gamma, ne riduce il prestigio e la desiderabilità, contribuendo a far nascere nei consumatori la voglia di vivere esperienze esclusive.

Quella del “lusso esperienziale” è una tendenza che, come si può notare dall'immagine che segue, ha già preso piede - in misura maggiore negli ultimi dieci anni - e che si prevede continuerà a dare il suo significativo contributo al settore in questione.

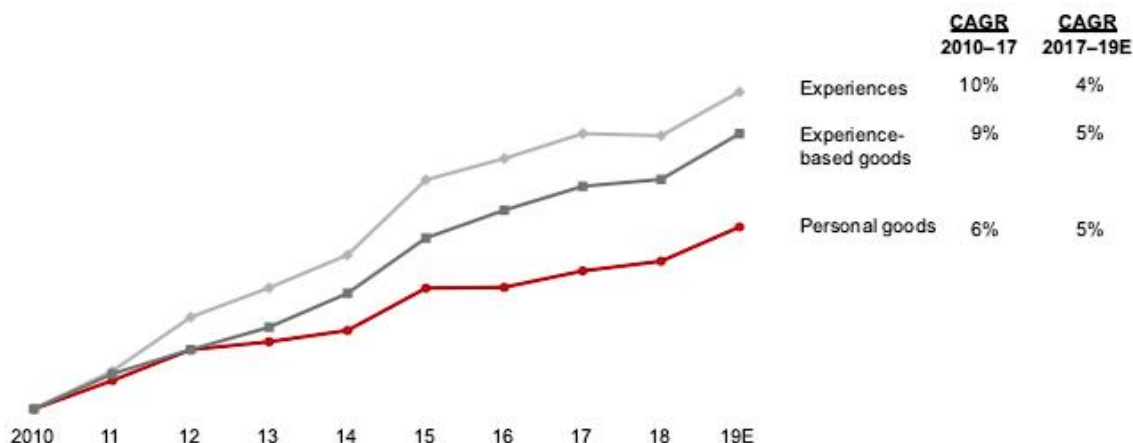


Figura 9-3¹³⁷: La crescita del lusso esperenziale e dei beni di lusso

Il grafico illustra come, negli ultimi dieci anni, le categorie rientranti in quello che viene definito “lusso esperenziale” – alberghiero, automobilistico, vini e liquori, cene e resort esclusivi – siano cresciute più rapidamente dei beni di lusso personali, che, comunque, ricoprono tutt’ora una porzione significativa delle performance.

Dunque, stiamo assistendo ad una vera e propria “costruzione del marchio intorno all’esperienza”¹³⁸ ed è proprio per questo che si ritiene che il *trend* in questione sia destinato a perdurare nel tempo: “I consumatori nativi digitali sono sempre più interessati a coltivare un rapporto speciale con i marchi, senza la mediazione del marketing analogico tradizionale, sia direttamente sui social media che attraverso *influencer* o eventi esclusivi.”¹³⁹

Questo approccio ha, negli ultimi anni, contribuito a creare delle vere e proprie *community* di consumatori, divenuti “ambasciatori non ufficiali” del marchio mediante la condivisione della propria esperienza di lusso sui social media.

L’importanza che questo tema ha ed avrà negli anni futuri è stato uno dei fattori che ha spinto il conglomerato LVMH all’acquisizione di Belmond, rinforzando notevolmente la sua presenza nel settore degli hotel di lusso. Il leader del settore è, infatti, decisamente all’avanguardia per quanto riguarda questo tema poiché estremamente convinto che la categoria di lusso esperenziale sia destinata a raggiungere un’importanza notevole nei prossimi anni.

¹³⁷ Claudia D’Arpizio, Federica Levato and Filippo Prete, “Eight Themes That Are Rewriting the Future of Luxury Goods,” *Bain & Company*, no. 18 (2020).

¹³⁸ Swetha Ramachandran, “L’affermazione del lusso esperenziale,” *GAM Investment* (2019). <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/the-rise-in-experiential-luxury-trends>

¹³⁹ *Ibidem*.

Anche le collaborazioni finalizzate alla produzione di beni in edizione limitata sono una conseguenza del significativo impatto di questa tendenza sul settore *fashion* e *luxury*: acquistando una *limited edition*, infatti, il consumatore si sente parte di una esperienza esclusiva.

In più, l'attenzione e la sensibilità nei riguardi delle tematiche ambientali, propria delle nuove generazioni, costituisce un ulteriore elemento che tende a favorire il lusso esperienziale rispetto al tradizionale acquisto di beni di alta gamma. Quest'ultimo, infatti, viene considerato ad impatto ambientale maggiore rispetto all'esperienza di lusso e ciò si rivela molto importante visto che le tematiche sostenibili – in primis la cura dell'ambiente e degli animali - influenzano il comportamento di acquisto di circa il 60% dei consumatori “*True Luxury*”.¹⁴⁰

“Nel più lungo termine, in un mondo in cui i beni di lusso tradizionali potrebbero subire le pressioni derivanti dalla lotta contro le disuguaglianze, il lusso esperienziale offre ai consumatori l'opportunità di viziarsi senza essere accusati di perdere il contatto con la realtà.”¹⁴¹

Un ulteriore *trend* che coinvolge il mercato globale dei beni di alta gamma, comprensivo delle esperienze di lusso oltre che dei beni materiali, riguarda il paese emergente primo nel mondo: la Cina.

L'ultimo decennio, infatti, ha visto provenire oltre la metà degli acquisti globali di beni di lusso dai consumatori cinesi e, data la crescita dell'occupazione nei settori maggiormente retribuiti in Cina – il settore IT e il settore finanziario – si prevede una popolazione sempre più ricca e, pertanto, sempre più disposta a domandare beni di alta gamma. A questo fenomeno si aggiunge anche il fatto che “gli acquisti di lusso pro capite sono ancora al di sotto di quelli degli europei, degli americani e dei giapponesi, le cui spese in questo segmento sono più alte di quello che i loro stipendi suggeriscono.”¹⁴²

¹⁴⁰ Christine Barton, Jeffrey Shaddix, et al. “2019 True-Luxury Global Consumer Insight,” *Boston Consulting Group and Altagamma*, no. 6 (2019): 1-48.

¹⁴¹ Swetha Ramachandran, “L'affermazione del lusso esperienziale,” *GAM Investment* (2019). <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/the-rise-in-experiential-luxury-trends>

¹⁴² Marco Caprotti, “La Cina è sempre più luxury,” *Morningstar* (2019). <https://www.morningstar.it/it/news/195568/la-cina-%C3%A8-sempre-pi%C3%B9-luxury.aspx>

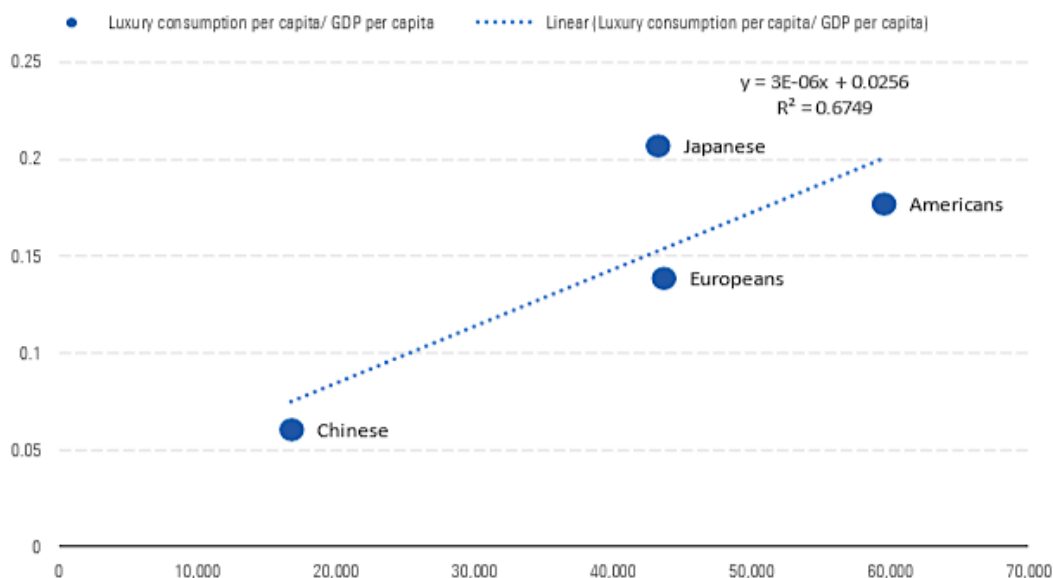


Figura 10-3¹⁴³: Spese nel lusso a confronto

Attualmente, poco più del 5% dei cinesi è *luxury consumer* a causa di una cerchia ristretta di individui aventi un salario tale da potersi permettere beni e/o esperienze di alta gamma. Tuttavia, con il già accennato aumento dell'impiego nei settori ad alta retribuzione, la quota di persone con un reddito medio/elevato crescerà di anno in anno: saranno sempre di più coloro che diventeranno clienti di lusso e la Cina, grazie a questo, sarà uno dei principali attori del consumo di lusso mondiale del prossimo decennio, guidandone la crescita.

Un ruolo importante nello scenario futuro sarà svolto, inoltre, dall'e-commerce e dalla digitalizzazione: “Nel 2025 il 100% degli acquisti di lusso sarà influenzato dall'online, mentre il 50% sarà reso possibile dal digitale, soprattutto grazie all'utilizzo di nuove tecnologie attraverso l'intera *value chain* (e.g. realtà virtuale, *mobile payment*).”¹⁴⁴

Ad oggi, l'online è il canale che cresce più rapidamente influenzando, a livello globale, circa il 75% delle transazioni di lusso e costituendo circa il 10% del mercato totale. Proprio per questo motivo, si ritiene che la sua rapida e continua crescita renderà sempre più significativo il suo ruolo nel settore in questione, erodendo quote a quasi tutti i canali fisici e condizionando ogni singolo atto di acquisto. Le stime future prevedono che, nel 2025, le vendite online costituiranno il 25% del totale nel mercato globale dei beni di lusso.

¹⁴³ Ibidem.

¹⁴⁴ “Lusso: i 7 macro trend che caratterizzeranno il mercato da qui al 2025” *Business People* (2018). <http://www.businesspeople.it/Lifestyle/Stile/Lusso-trend-mercato-globale-Bain-Company-108083>

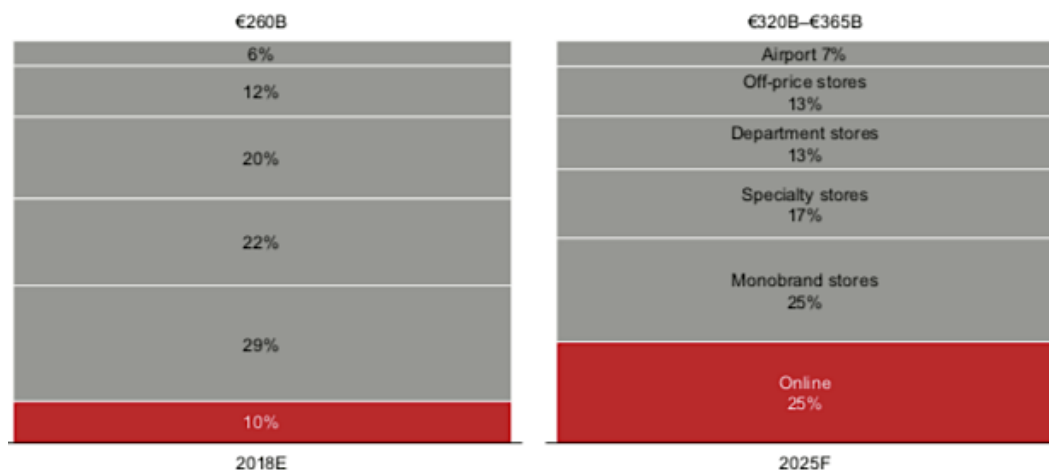


Figura 11-3¹⁴⁵: Quota del mercato globale dei beni di lusso per canale di distribuzione

Inoltre, nuove tecnologie come l'intelligenza artificiale e la realtà aumentata, contribuiranno a far progredire sempre di più l'esperienza online dei clienti.

“L'intelligenza artificiale permetterà ai grandi brand del lusso di mettere in comunicazione i canali marketing ed i software per la gestione del cliente (CRM) in modo da produrre campagne ritagliate sui gusti e sulle necessità del consumatore.”¹⁴⁶

Insieme ad essa, la realtà virtuale consentirà di soddisfare quei bisogni dei consumatori che riguardano la possibilità di guardare, scegliere ed acquistare ovunque ed in qualsiasi momento ciò che desiderano, direttamente dai propri dispositivi, e vivendo una esperienza di shopping molto simile a quella fisica.

Se da un lato questo potrebbe depotenziare il coinvolgimento dei clienti che, acquistando online, si sottraggono alla esclusiva esperienza di acquisto degli affascinanti *stores* di lusso, vi è ragione di credere che le nuove tecnologie siano in grado di fornire una esperienza estremamente innovativa e “su misura” del cliente, aumentando la sua fedeltà al *brand*.

Come diretta conseguenza della crescente espansione del canale digitale a discapito dello store fisico, un altro importante *trend* accompagna i precedentemente descritti: il cambiamento del ruolo del negozio.

¹⁴⁵ Claudia D'Arpizio and Federica Levato, “Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today,” *Bain & Company* (2019): 26.

¹⁴⁶ Samuele Camatari, “5 trend che stravolgeranno il luxury ecommerce nel 2019,” *EcommerceGuru* (2019), <https://www.ecommerceguru.it/trend-di-mercato/5-trend-che-stravolgeranno-il-luxury-ecommerce-nel-2019/>

Così come è accaduto alle librerie ed ai negozi di musica, la riduzione degli acquisti provenienti dallo *store* fisico comporterà un assestamento della rete di punti vendita *offline*, la quale avrà il ruolo di connettere il brand ai consumatori: in altre parole, gli *stores* non saranno più semplici luoghi di acquisto ma diverranno essenziali punti di contatto attraverso i quali i clienti potranno “comunicare” con il brand.

A fianco del mercato del lusso online, anche il lusso *second-hand* è un business in rapida crescita: secondo uno studio di BCG e Altagamma, il mercato – che attualmente vale venticinque miliardi di dollari – raggiungerà i trentasei miliardi nel 2021, crescendo mediamente di oltre il 10% ogni anno. I beni di lusso, in questo segmento, rappresentano circa il 10%.

Non solo, su un totale di 12.000 consumatori “*True-Luxury*”, oltre il 30% vende prodotti di seconda mano ed oltre il 25% li acquista. Di questi, quasi la totalità utilizza i canali online per effettuare le transazioni.

A favorire l’acquisto e la rivendita di prodotti di alta gamma usati sono i social network, i quali – soprattutto Instagram – impongono uno stile sempre al passo con i tempi e, pertanto, richiedente una disponibilità economica non sempre posseduta dai consumatori più giovani. Nasce proprio da questo l’idea di vendere, sul mercato secondario, i prodotti precedentemente acquistati sul mercato primario e di usarne il ricavato per comprare un capo nuovo o usato. Si può dedurre, quindi, che i tempi di permanenza dei nuovi acquisti nell’armadio siano estremamente brevi.

Anche la sensibilità dei nuovi consumatori verso i temi sostenibili è un fattore che porta alla crescita del business di seconda mano: “L’attenzione all’ambiente spinge ad acquistare prodotti usati per evitare eccessi di acquisti (magari senza che vi sia un utilizzo effettivo) e, di conseguenza, sovrapproduzioni poco ecologiche.”¹⁴⁷

In aggiunta, il desiderio delle nuove generazioni di possedere prodotti in edizione limitata viene realizzato mediante l’utilizzo del mercato secondario, nel quale questo tipo di beni è più facilmente e, soprattutto, più velocemente accessibile.

Negli anni a seguire si prevede che anche i tradizionali retailer facciano ingresso nell’ambito del *reselling* poiché, sempre di più, i clienti del futuro saranno attratti dal

¹⁴⁷ Marta Casadei, “Moda ‘second hand’, è boom di rivendite grazie a Instagram e sostenibilità,” *Il Sole 24 Ore* (2019). <https://www.ilsole24ore.com/art/moda-second-hand-e-boom-rivendite-grazie-instagram-e-sostenibilita-ACaDQRU>

valore dell'acquisto di seconda mano, come principale strumento contro lo spreco. Proprio per questo, in misura crescente, i brand dovranno collaborare con le piattaforme di rivendita a supporto dell'economia circolare.

Le prime azioni, in coerenza con l'evolversi del fenomeno in questione, sono state prese dal conglomerato Richemont e dal brand Burberry. Il primo ha deciso di entrare nel segmento del *pre-owned* mediante l'acquisto di Watchfinder, una piattaforma che vende online orologi usati. Il secondo, un anno dopo, ha stretto una partnership con TheRealReal, il sito leader di rivendita di prodotti di alta gamma.

Le collaborazioni con questo tipo di piattaforme, infatti, consentono ai marchi del lusso di tenere sotto controllo, contemporaneamente, la propria immagine ed il contesto nel quale i propri prodotti sono inseriti, al fine di veicolare un messaggio sempre coerente ai consumatori.

I prossimi anni, dunque, saranno popolati da cambiamenti non indifferenti per i players del settore *fashion e luxury*: “Potranno essere navigati con successo tenendo a mente tre fondamentali mantra strategici: essere proattivi nello sviluppare approcci per servire nuovi clienti ed affrontare i trend di mercato; progettare una formula vincente che sia distintiva ed essere orientati verso le nuove generazioni. L'implementazione di queste strategie sarà resa possibile dall'adozione di nuove tecnologie emergenti a supporto della transizione dei brand.”¹⁴⁸

¹⁴⁸ Claudia D'Arpizio and Federica Levato, “Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today,” *Bain & Company* (2019): 1-26.

Capitolo IV

I casi di studio: un'analisi di quattro operazioni di M&A attuate dai tre principali *Luxury Conglomerates*

4.1 I pilastri del modello operativo di successo di LVMH e le attuali evidenze di business del *leader* mondiale del lusso

Il Gruppo Louis Vuitton Moët Hennessy nasce nel 1987 successivamente all'integrazione tra la casa di *champagne* francese Moët-Hennessy e l'azienda Louis Vuitton, operante nel mondo della pelletteria e valigie di lusso. Fin da subito, il Presidente e Amministratore Delegato Bernard Arnault, già Presidente di Louis Vuitton, dette vita a numerose operazioni di M&A le quali hanno reso il Gruppo – in pochi anni – il *leader* mondiale nella produzione dei beni ad alto valore simbolico, con un portafoglio diversificato contante oltre settata *brand*, e il modello di riferimento per tutti i *players* del settore.

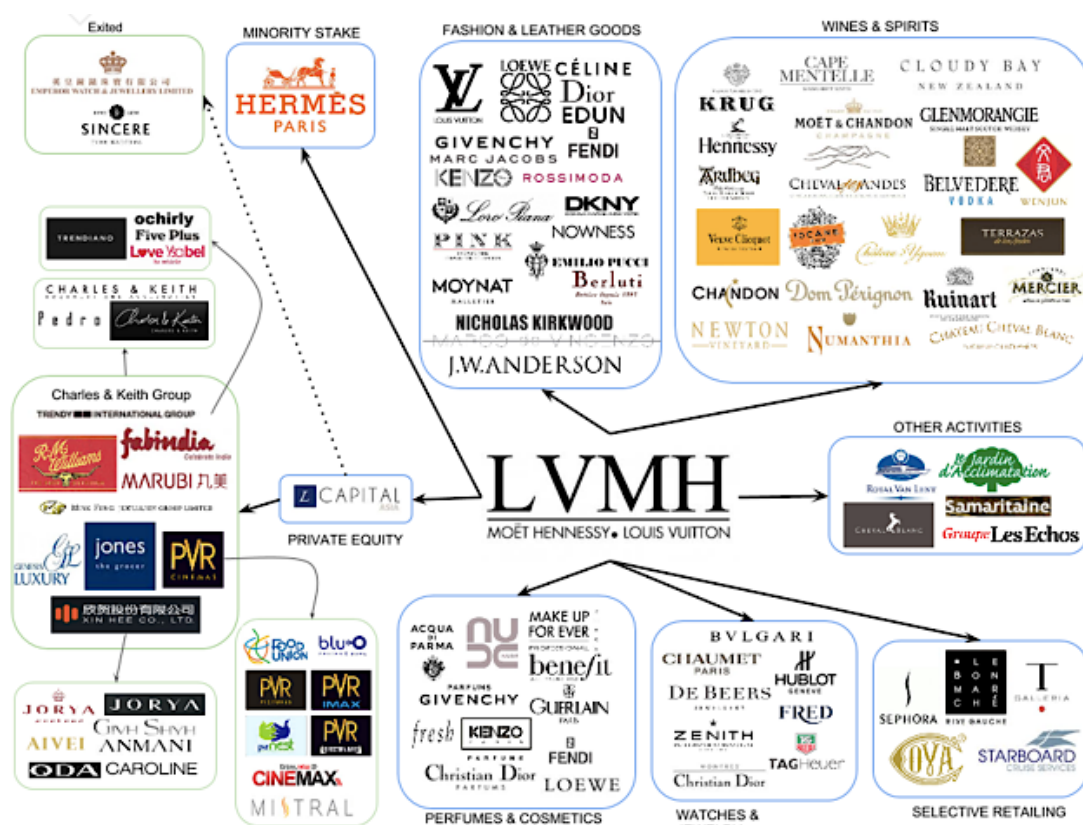


Figura 1-4¹⁴⁹: I brand nel portafoglio di LVMH

¹⁴⁹ <https://hotblogofficial.wordpress.com/2018/01/08/lvmh/>

Già dai primi anni è emerso l'approccio strategico del Gruppo, intenzionato ad integrare una pluralità di marche relative non solo a prodotti correlati al *core business* ma anche a quelli appartenenti a settori non connessi a quello principale: questa strategia, ha permesso il crearsi di un conglomerato, *multibrand* e multiprodotto.

Come emerge dall'immagine, la molteplicità di *brand* in possesso dal conglomerato è gestita con una logica di portafoglio: il gruppo è organizzato, infatti, in aree strategiche di affari alle quali appartengono i marchi della stessa categoria merceologica: Lvmh opera nei segmenti "orologi e gioielli", "moda e pelletteria", "profumi e cosmetici", "vini e alcolici", "vendita al dettaglio selettiva" e "altre attività".

L'approccio con il quale il gruppo francese gestisce questo portafoglio di *business* prevede di lasciare, ad ogni singola Maison, la propria identità ed autonomia, non intervenendo nella gestione delle stesse.

Nella ricerca dell'eccellenza, tre distinti fattori sono determinanti nel raggiungimento delle elevatissime prestazioni del conglomerato in questione. Si tratta dei valori che ispirano le azioni di LVMH e che lo rendono continuamente al passo con i tempi¹⁵⁰:

- Essere creativi e innovativi: continua combinazione tra creatività e originalità permette alle Maison di rinnovarsi continuamente, sempre nel rispetto delle particolarità che le contraddistinguono.
- Offrire l'eccellenza: fonte determinante del vantaggio delle Maison di LVMH è l'indiscutibile eccellenza della quale sono portatrici, espressione dell'artigianato nella sua forma più completa.
- Coltivare uno stile imprenditoriale: la decentralizzazione e l'agilità del conglomerato avvantaggiano l'efficienza e la prontezza di risposta agli stimoli. Lo spirito imprenditoriale che LVMH promuove e mobilita il personale al raggiungimento degli obiettivi.

Per ciascun business, LVMH è costantemente impegnato nella contemporanea ricerca di creatività e qualità, servite in un'esperienza unica ed impareggiabile, figlia dell'impegno e del talento dei *team*, i quali guardano al lungo termine in ottica sostenibile e inclusiva.

¹⁵⁰ LVMH, "Management Report of the Board of Directors: The Group," LVMH Financial Documents, 2019, https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/03/document-de-reference-2018_va_interactif.pdf

Il modello operativo di LVMH è basato su sei pilastri¹⁵¹ unici e fondamentali per una crescita redditizia e sostenibile:

1. *Organizzazione decentralizzata*: le Maison facenti parte del Gruppo francese sono assolutamente autonome nella gestione della propria attività. In questo modo, costruiscono relazioni durature con i clienti, velocizzando e rendendo più efficace ed appropriato il processo decisionale.
2. *Crescita interna*: LVMH è molto attento a motivare e sviluppare le proprie Maison, proteggendo allo stesso tempo la loro creatività. In questo punto, il personale dipendente gioca un ruolo molto importante, in quanto serve a motivare ed incoraggiare le stesse a fare sempre meglio.
3. *Integrazione verticale*: nel perseguimento dell'eccellenza, punto cardine dell'attività di LVMH, il conglomerato ha preferito controllare il processo a monte ed a valle, integrandosi verticalmente con i propri fornitori/clienti. Questo consente anche un maggiormente rigoroso controllo dell'immagine associata alle Maison.
4. *Creazione delle sinergie*: la condivisione delle risorse a livello di gruppo rende possibile la creazione ed il conseguente sfruttamento di sinergie (di produzione, di marketing, distributive) a vantaggio di ogni singola Maison, la quale è rispettata al massimo nella propria indipendenza.
5. *Assicurare la competenza a lungo termine*: il conglomerato LVMH e le sue Maison guardano al lungo periodo e, con la finalità di proteggere l'identità e l'eccellenza di ogni singola casa di moda, hanno implementato numerosi strumenti al fine di proteggere e promuovere l'artigianalità e le competenze creative anche nelle nuove generazioni.
6. *Mix complementare di attività ed aree geografiche*: la contemporanea presenza di più business in diverse aree geografiche consente a LVMH di mantenersi in equilibrio di fronte alle possibili fluttuazioni economiche.

Prima di procedere con l'analisi dell'operazione di M&A avvenuta nel 2011 con la società italiana di orologeria Bulgari S.p.A., diamo uno sguardo alla situazione attuale di LVMH.

¹⁵¹ *Ibidem.*

Il principale player mondiale nel settore dei prodotti di lusso è autore di risultati record nell'anno 2019, sia in termini di profitti che in termini di ricavi: il fatturato ha toccato i € 53.7 miliardi e la quota di gruppo dell'utile netto ha raggiunto la cifra di € 7.2 miliardi, in crescita del 13% rispetto al precedente anno.

Tuttavia, ciò che risulta essere particolarmente interessante, è la variegata provenienza di questi numeri, suscettibile a rendere LVMH non solo il leader mondiale ma anche il gruppo maggiormente diversificato: quest'ultimo, come precedentemente accennato, è il solo ad essere presente nei cinque più importanti settori del mercato del lusso e la sua crescita dinamica rappresenta un vero e proprio modello di riferimento per tutti i concorrenti. Di seguito, le principali evidenze finanziarie, debitamente suddivise in aree strategiche di affari, in coerenza con la struttura del conglomerato.

Revenue by business group (EUR millions and percentage)	2019	2018	2019/2018 Change		2017
			Published	Organic ^(a)	
Wines and Spirits	5,576	5,143	8%	6%	5,084
Fashion and Leather Goods	22,237	18,455	20%	17%	15,472
Perfumes and Cosmetics	6,835	6,092	12%	9%	5,560
Watches and Jewelry	4,405	4,123	7%	3%	3,805
Selective Retailing	14,791	13,646	8%	5%	13,311
Other activities and eliminations	(174)	(633)	-	-	(596)
Total	53,670	46,826	15%	10%	42,636

Figura 2-4¹⁵²: Ricavi di LVMH suddivisi per area di business

Spicca, inevitabilmente, il business “*Fashion e Leather Goods*”, portatore di una crescita organica del 17% nei ricavi, nonché principale divisione di LVMH, contemporaneamente in termini di vendite e di profitti: con prestigiosi marchi – tra i quali Louis Vuitton, Kenzo, Fendi, Loro Piana, Christian Dior - è responsabile di oltre la metà dei profitti derivanti dalle operazioni ricorrenti, in crescita nel 2019 del 24% rispetto al precedente anno.

Anche nel 2019 la performance del business “Moda e Pelletteria” è stata guidata dal solido slancio dei marchi Louis Vuitton e Christian Dior Couture, nonché da Loewe, Loro Piana e Fendi, che hanno confermato il loro potenziale di crescita.

Anche se in modo meno consistente rispetto alla divisione “Moda e Pelletteria”, i *business* “Vini e Alcolici”, “Profumi e Cosmetici”, “Orologi e Gioielli” e “Vendita al dettaglio selettiva” hanno contribuito positivamente alla crescita del conglomerato LVMH: i ricavi che hanno generato, infatti, si sono aggiunti ai ricavi del business “Moda e Pelletteria”

¹⁵² Financial Document LVMH: Annual Report 2019

ed hanno concorso a formare l'elevato fatturato di € 53.7 milioni, in crescita rispetto agli anni 2017 e 2018.

L'eccellente slancio globale della divisione "Vini e Alcolici" proviene dal perseguimento di una strategia di valore basata su una forte politica di innovazione, attenta alle questioni ambientali e sociali. Il cognac Hennessy, autore di una buona crescita nel periodo oggetto di analisi, è diventato il marchio leader mondiale nel settore degli alcolici premium.

Nel segmento "Orologi e Gioielli" è intensa la crescita di Bulgari che, anche nel 2019, ha continuato ad aumentare fortemente la sua quota di mercato grazie al continuo arricchimento delle linee storiche con nuove collezioni di successo.

Di fondamentale importanza è stato l'annuncio, nel novembre 2019, dell'accordo con la famosissima Maison americana Tiffany, in vista della sua acquisizione nel 2020. L'arrivo della prestigiosa Maison all'interno del conglomerato permetterà di rafforzare la posizione del gruppo in un segmento di mercato, quello dei gioielli, molto dinamico e promettente.

Decisiva, nel 2019, anche la crescita di Sephora per quanto riguarda il business "Vendita al dettaglio selettiva", il quale ha realizzato un aumento dei ricavi del 5%. La crescita è stata particolarmente forte in Asia e in Medio Oriente e le vendite online sono aumentate rapidamente in tutto il mondo. La rete di distribuzione di LVMH ha continuato ad aumentare con oltre cento nuovi negozi ed un rinnovamento degli store monomarca a Dubai, New York e Parigi.

Con i ricavi, anche il margine lordo registrato dal gruppo LVMH nel 2019 risulta essere in crescita. Quest'ultimo, ammontante a € 35,5 milioni, è superiore del 14% rispetto all'esercizio precedente e costituisce il 66% dei ricavi.

Le spese di marketing e vendita sono state pari a 20.207 milioni di euro, in crescita del 14% rispetto al 2018. Questo aumento è da imputare, principalmente, allo sviluppo di reti di vendita al dettaglio ed ai crescenti investimenti in comunicazioni, in misura maggiore rivolti al business "Profumi e Cosmetici". Tuttavia, il livello di queste spese in termini percentuali sulle entrate, è rimasto stabile al 38%.

(EUR millions)	2019	2018	2017
Revenue	53,670	46,826	42,636
Cost of sales	(18,123)	(15,625)	(14,783)
Gross margin	35,547	31,201	27,853
Marketing and selling expenses	(20,207)	(17,755)	(16,395)
General and administrative expenses	(3,864)	(3,466)	(3,162)
Income/(loss) from joint ventures and associates	28	23	(3)
Profit from recurring operations	11,504	10,003	8,293
Operating margin (%)	21.4	21.4	19.5

Figura 3-4¹⁵³: Profitti da operazioni ricorrenti di LVMH

In coerenza con le evidenze numeriche analizzate, anche il numero degli stores è cresciuto nel periodo 2017-2019, passando da 4.3 mila del 2017 a 4.9 mila nel 2019. Tuttavia, la provenienza geografica dei ricavi è rimasta piuttosto invariata per ciascun business nel periodo in questione.

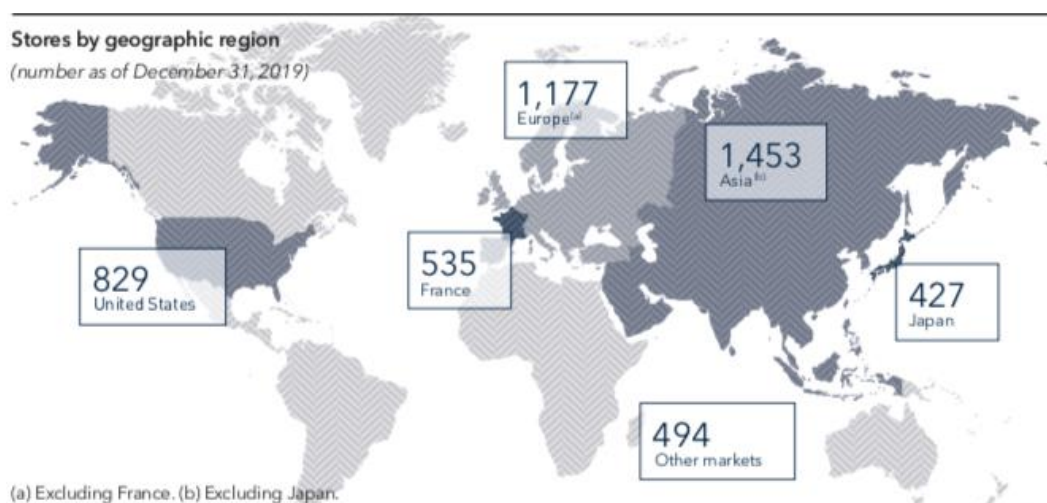


Figura 4-4¹⁵⁴: La distribuzione geografica degli *stores* di LVMH

4.2 L'operazione di M&A tra Louis Vuitton Moët Hennessy e Bulgari

Il Gruppo francese LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A., in data 30 giugno 2011, ha concluso l'operazione di acquisizione della società orafa Bulgari S.p.A., notificata al mercato in data 7 marzo 2011: successivamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte della Commissione Europea, LVMH è diventato azionista di maggioranza di Bulgari, con una partecipazione pari al 76,12% del capitale sociale di quest'ultima.

¹⁵³ LVMH Financial Document: Annual Report 2019

¹⁵⁴ LVMH Financial Document: Annual Report 2011

In cambio, Bulgari S.p.A. ha ricevuto azioni del Gruppo francese divenendo così il secondo maggior azionista familiare dopo il Gruppo Arnault. Inoltre, LVMH, si è vincolato a lanciare un'offerta pubblica di acquisto su tutte le restanti azioni di Bulgari, per un corrispettivo in contanti di € 12.25 per azione: questo scambio di titoli ha permesso all'azienda italiana di avere il 3.5% del capitale del primo tra i *players* del lusso.

Complessivamente, questo *deal* è costato 4.3 miliardi di euro al gruppo francese, finanziati sia tramite l'emissione di nuove azioni sia mediante il ricorso al debito finanziario ed al *cash* disponibile.

Al fine di individuare le motivazioni strategiche che hanno portato il grande gruppo del lusso ad optare per l'acquisizione della società italiana è osservabile, in prima istanza, la suddivisione dei ricavi di LVMH per segmenti di business negli anni precedenti all'operazione.

Euro millions	Wines & Spirits	Fashion & Leather Goods	Perfumes & Cosmetics	Watches & Jewelry	Selective Retailing	Other activities and eliminations	Total
First quarter	635	1 729	736	204	1 181	(13)	4 472
Second quarter	667	1 787	705	239	1 238	(9)	4 627
Third quarter	846	1 948	805	244	1 294	(26)	5 111
Fourth quarter	1 113	2 117	830	298	1 665	87	6 110
Total revenue	3 261	7 581	3 076	985	5 378	39	20 320

Figura 5-4¹⁵⁵: LVMH Ricavi per segmento di business FY 2010

Come si può notare, nell'anno precedente all'acquisizione di Bulgari S.p.A., la divisione "*Watches & Jewelry*" costituiva soltanto il 4.3% dei ricavi complessivi del gruppo francese: vi era la necessità, dunque, di andare a rafforzarsi in quest'ultimo settore più debole mediante l'acquisizione di un *player* noto ed amato nel settore della gioielleria, *industry* in cui – nel portafoglio di LVMH – “mancava un nome di grido come nell'abbigliamento, pelletteria e vini”¹⁵⁶. Acquisire Bulgari, concorrente ed eccellenza

¹⁵⁵ LVMH, “2010: A great vintage for LVMH,” *LVMH Financial Documents Press Releases*, February 4, 2011, <https://www.lvmh.com/news-documents/press-releases/2010-a-great-vintage-for-lvmh/>

¹⁵⁶ Simone Filippetti, “LVMH conquista la griffe Bulgari,” *Il Sole 24 Ore*, March 8, 2011, <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-03-07/lvmh-conquista-griffe-bulgari-222515.shtml?uuid=AaflIED>

italiana – oltre che attore portante del segmento “orologi e gioielli” – avrebbe infatti permesso al conglomerato francese di sostenere la competizione con il *brand* di proprietà di Richemont, Cartier, e con Swatch.

In aggiunta a questo, possiamo rilevare il fatto che, acquisire un *brand* come Bulgari – il quale aveva dimostrato una grande forza resistendo agli eventi sfavorevoli degli anni 2007 e 2008 – avrebbe ancor di più rinforzato l’immagine di solidità ed affidabilità tipicamente associata ai *brand* in portafoglio di LVMH.

Possiamo altresì rilevare che, tra le motivazioni di carattere strategico che hanno sicuramente spinto il gruppo francese alla conclusione di questo *deal*, vi è stata la volontà – presente da lungo tempo in LVMH – di aumentare la penetrazione all’interno del mercato giapponese, dal quale Bulgari rilevava oltre il 20% dei suoi ricavi e nel quale LVMH, come possiamo vedere di seguito, realizzava soltanto il 9% delle sue vendite.

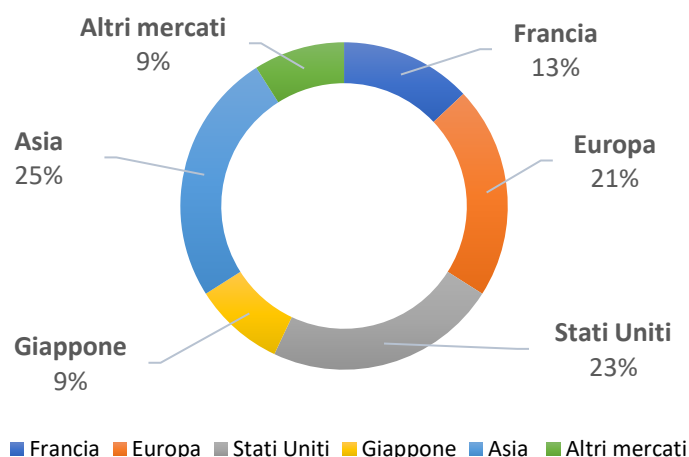


Figura 6-4¹⁵⁷: Ricavi LVMH 2010, % per area geografica

Oltre alla possibilità di ampliare l’offerta di prodotti nel segmento “orologi e gioielli” mediante l’acquisizione del complementare marchio Bulgari ed alla volontà del gruppo francese di accrescere la propria presenza nel mercato giapponese, l’operazione è stata spinta anche dalla possibilità di sfruttare rilevanti sinergie ed economie di scala, quest’ultime derivanti – principalmente – dal simile processo produttivo e distributivo delle due società¹⁵⁸, come dichiarato da Francesco Trapani, Amministratore Delegato di Bulgari S.p.A., il quale ha affermato: “L’ingresso in LVMH consentirà a Bulgari di

¹⁵⁷ Elaborazione propria da dati *LVMH Financial Document: Annual Report 2010*

¹⁵⁸ Monica Augusta, Mario Baccarlino et al., “Processi di integrazione organizzativa a valle di operazioni di M&A,” *Fondazione ISTUD*, January, 2016, https://www.freeyourtalent.eu/blog/wp-content/uploads/2016/03/05_tesina_manda.pdf

rinforzare il suo sviluppo su scala mondiale e di realizzare sinergie significative soprattutto nell'ambito degli acquisti e della distribuzione [...] Bulgari e questi marchi saranno in grado di investire e innovare ulteriormente per diventare il leader mondiale nel segmento dell'alta gamma.”

A portare a termine l'accordo ha sicuramente insistito anche una similarità a livello di valori condivisi, eccezionale artigianalità, creatività e competenza produttiva; valori che, ancora una volta, hanno optato per la strada dell'autonomia della Maison Bulgari, preservandone l'esclusività e la *brand heritage*, parallelamente all'inserimento nel portafoglio di lusso del conglomerato LVMH.

Come sostenuto da Bernard Arnault, infatti: “L'alleanza tra il mio gruppo e la famiglia Bulgari è una perfetta combinazione da tutti i punti di vista, in quanto condividiamo la stessa cultura in termini di rispetto dell'identità e delle radici dei marchi, ricerca dell'eccellenza, creatività e innovazione”.¹⁵⁹

Con la finalità di comprendere quelli che sono stati gli effetti dell'incorporazione del marchio Bulgari all'interno del portafoglio di LVMH, successivamente andremo ad analizzare i dati di bilancio del conglomerato francese negli anni successivi all'acquisizione.

Lo Stato Patrimoniale 2011 mostra un aumento delle attività non correnti, le quali – al termine del 2010 – rappresentavano il 70% del totale attivo, mentre nell'anno 2011 sono aumentate a € 33.8 miliardi, andando a costituire il 72% del complessivo valore.

Quest'aumento è da attribuire, in parte, al consolidamento di Bulgari: gli asset fissi tangibili e intangibili sono, infatti, aumentati di € 5.6 miliardi e la maggior parte di questo valore proviene dal marchio Bulgari, valutato € 2.1 miliardi, e dall'avviamento (€ 1.5 miliardi). Di seguito, il prospetto evidenzia quanto affermato.

¹⁵⁹ Lauren Sherman, “LVMH buys half of Bulgari for \$3.4 billion,” *Fashionista*, April 9, 2014, <https://fashionista.com/2011/03/lvmh-buys-bulgari-for-3-4-billion>

<i>(EUR billions)</i>	2011	2010	Variation
Tangible and intangible assets	26.5	20.9	5.6
Other non-current assets	7.3	5.1	2.2
Non-current assets	33.8	26.0	7.8
Inventories	7.5	6.0	1.5
Other current assets	5.8	5.2	0.6
Current assets	13.3	11.2	2.1
Assets	47.1	37.2	9.9

Figura 7-4¹⁶⁰: Stato Patrimoniale LVMH 2011

Anche le rimanenze risultano in aumento di € 1.5 miliardi: di queste, la metà proviene dalla combinazione con Bulgari, la quale ha aggiunto le proprie rimanenze alle rimanenze del Gruppo, mentre il resto è attribuibile all'attività in crescita dei *business* di LVMH.

Osservando le passività non correnti, notiamo un aumento da € 11.9 miliardi al termine del 2010 a € 14 miliardi a fine 2011: tale crescita è dovuta, principalmente, all'incremento di € 0.7 miliardi dell'indebitamento a lungo termine e dell'impegno – ammontante a € 0.5 miliardi – per l'acquisto delle quote di minoranza di Bulgari S.p.A.

L'indice di indebitamento finanziario netto in rapporto ai mezzi propri ha registrato – nell'anno 2011 – un aumento di 5.1 punti percentuali rispetto al 2010: questa evidenza deriva dall'incremento dell'Equity (ammontante a € 23.5 miliardi, +29% rispetto al 2010) e dell'indebitamento finanziario netto (aumentato di € 2 miliardi).

In particolare, l'aumento dell'Equity riflette l'aumento di capitale di LVMH (di circa € 2 miliardi) come corrispettivo a fronte delle azioni Bulgari apportate dalla famiglia italiana, l'aumento di valore (ammontante a € 1.7 miliardi) – come precedentemente accennato – delle quote detenute dal Gruppo francese in Hermes International e l'accantonamento degli utili conseguiti dalle imprese facenti parte di LVMH e non distribuiti.

La tabella che segue, invece, illustra l'andamento dei ricavi del gruppo LVMH dal 2009 al 2011: i ricavi consolidati a dicembre 2011 hanno raggiunto la cifra di € 23.659 miliardi, in crescita del 16% rispetto al precedente anno.

¹⁶⁰ LVMH Financial Document: Annual Report 2011

In particolare, quelli esposti nel prospetto che segue sono i ricavi relativi al comparto “*Watches and Jewelry*”, ossia quelli relativi al segmento nel quale Bulgari S.p.A. è entrato a far parte successivamente all’operazione di acquisizione.

	2011	2010	2009
Revenue (EUR millions)	1,949	985	764
Revenue by geographic region of delivery (%)			
France	7	8	9
Europe (excluding France)	26	25	27
United States	13	17	18
Japan	14	12	12
Asia (excluding Japan)	26	21	17
Other markets	14	17	17
Total	100	100	100
Profit from recurring operations (EUR millions)	265	128	63
Operating margin (%)	13.6	13.0	8.2
Operating investments (EUR millions)	117	36	23
Number of stores	327^(a)	122	114

Figura 8-4¹⁶¹: Ricavi “*Watches and Jewelry*” LVMH 2009-2011

Dunque, emerge come – nell’anno della conclusione dell’M&A LVMH-Bulgari – i ricavi di vendita del segmento “orologi e gioielli” siano incrementati significativamente, crescendo del 23% rispetto al precedente anno. Si osserva anche un sollevamento dei profitti derivanti da operazioni ricorrenti del comparto in questione, il quale è raddoppiato rispetto al 2010, arrivando a toccare i € 265 miliardi. L’incorporazione di Bulgari S.p.A. ha sicuramente impattato questo risultato.

Alla voce “*number of stores*” corrispondono cifre in aumento rispetto ai precedenti 2009 e 2010, ovviamente in conseguenza dell’operazione di M&A in questione: con l’integrazione di Bulgari S.p.A., i punti vendita sono aumentati di 170.

A sostegno del successo riscosso dall’operazione di M&A in questione, oltre al positivo aumento del *price per share* di LVMH che è salito a quasi € 130 (nel 2010 era poco meno di € 110) dopo l’annuncio del *deal* con Bulgari, possiamo portare alla luce l’andamento del segmento “orologi e gioielli” anche negli anni più distanti dall’operazione di acquisto. Di seguito, il prospetto illustra i ricavi ed i profitti da operazioni ricorrenti del segmento “*watches and jewelry*” relativi agli anni 2012-2014.

¹⁶¹ LVMH Financial Documents: Annual Report 2011

	2014	2013 ^(a)	2012 ^(a)
Revenue (EUR millions)	2,782	2,697	2,750
Revenue by geographic region of delivery (%)			
France	6	6	6
Europe (excluding France)	27	27	27
United States	12	12	12
Japan	13	13	14
Asia (excluding Japan)	26	27	27
Other markets	16	15	14
Total	100	100	100
Profit from recurring operations (EUR millions)	283	367	336
Operating margin (%)	10	14	12
Operating investments of the period (EUR millions)	191	187	131
Number of stores	380	363	351

Figura 9-4¹⁶²: Ricavi “Watches and Jewelry” LVMH 2012-2014

Nell'anno successivo all'acquisizione, il segmento ha registrato una crescita del 6% nei ricavi di vendita e un +26% nei profitti, principalmente grazie al contributo di Bulgari. La Maison, infatti, ha dimostrato un'ottima integrazione all'interno del conglomerato, contribuendo in modo incisivo sulla crescita dei ricavi del comparto in questione. In particolare, l'artigianalità e l'eccellenza dei prodotti a marchio Bulgari hanno attirato l'attenzione della Biennale di Antiquariato di Parigi e, sempre nel 2012, Bulgari è apparso anche sul mercato brasiliano e giapponese. Significativo anche il rafforzamento della sua posizione nel mercato cinese. Dopo l'acquisizione, i ricavi di vendita si sono attestati su numeri mai sfiorati prima nel segmento “orologi e gioielli” raggiungendo, nel 2014, il valore di 2.782 miliardi. Anche la rete di vendita si è espansa significativamente (+266 stores rispetto al 2009), così come la penetrazione nel mercato estero.

¹⁶² LVMH Financial Document: Annual Report 2014

4.3 Un altro caso di successo: l'operazione di M&A LVMH – Loro Piana

Nel luglio 2013 il conglomerato francese Louis Vuitton Moët Hennessy ha rilevato l'80% delle quote di Loro Piana, autorevole *brand* italiano del cachemire e delle lane pregiate, per la cifra di due miliardi di euro, un numero che – considerando anche i debiti – ha riconosciuto alla società tessile un valore di € 2.7 miliardi.

La società target di acquisizione incarna la passione per i più alti standard di qualità e di artigianalità, oltre che di esperienza maturata in sei generazioni: crea prodotti e tessuti eccezionali e, sotto la guida di Sergio e Pier Luigi Loro Piana è divenuto il principale artigiano del cashmere al mondo, sviluppando una rete di boutique a livello globale (130 *boutique* nel 2013) e guadagnandosi una reputazione ineguagliabile nel settore dei prodotti tessili, grazie all'impareggiabile design ed alla continua attenzione alla qualità dei materiali lavorati.

Sergio e Pier Luigi Loro Piana, annunciando l'acquisizione, hanno dichiarato: “La nostra famiglia è fiera di associare oggi al nostro nome il Gruppo LVMH. Il Gruppo è quello maggiormente in grado di rispettare i valori della nostra azienda, la sua tradizione e il desiderio di proporre ai suoi clienti prodotti di qualità ineccepibile. Associandosi al LVMH, Loro Piana trarrà beneficio da sinergie eccezionali, sempre preservando le sue tradizioni”¹⁶³.

Oltre, dunque, alla evidente vicinanza in termini di valori - sia familiari sia aziendali - delle due realtà protagoniste di questa operazione di M&A, i seguenti razionali strategici hanno giocato un ruolo vincente nella conclusione del *deal* tra LVMH e Loro Piana:

- Completare il portafoglio di *brand* del gruppo francese con un marchio specializzato nei prodotti artigianali di fascia alta, rivolto principalmente all'abbigliamento maschile e particolarmente apprezzato dagli acquirenti asiatici, con i quali Loro Piana realizzava il 30% delle sue vendite¹⁶⁴;

¹⁶³ Elena Passeri, “Loro Piana entra a far parte del Gruppo LVMH,” *Fashion Network*, July 8, 2013, <https://it.fashionnetwork.com/news/loro-piana-entra-a-far-parte-del-gruppo-lvmh,340718.html>

¹⁶⁴ Astrid Wendlandt, “LVMH says buys control of Loro Piana for 2 billion euro,” *Thomson Reuters*, July 8, 2013, <https://www.reuters.com/article/us-lvmh-loropiana/lvmh-says-buys-control-of-loro-piana-for-2-billion-euro-idUSBRE96713420130708>

- Accedere all'appetibile mercato della lana e dei filati di alta qualità - dove la concorrenza è molto intensa - e contestuale possibilità di godere di sinergie di costo derivanti dalla condivisione delle materie prime di Loro Piana con gli altri *brand* del Gruppo LVMH;
- La volontà di LVMH di espandere l'offerta unica di pelletteria di Loro Piana in tutto il mondo, incrementando l'importanza del marchio;
- L'incoraggiante e veloce crescita media annua delle vendite di Loro Piana negli anni precedenti all'acquisizione, andamento capace di compensare la più lenta crescita dei marchi di LVMH come Louis Vuitton;

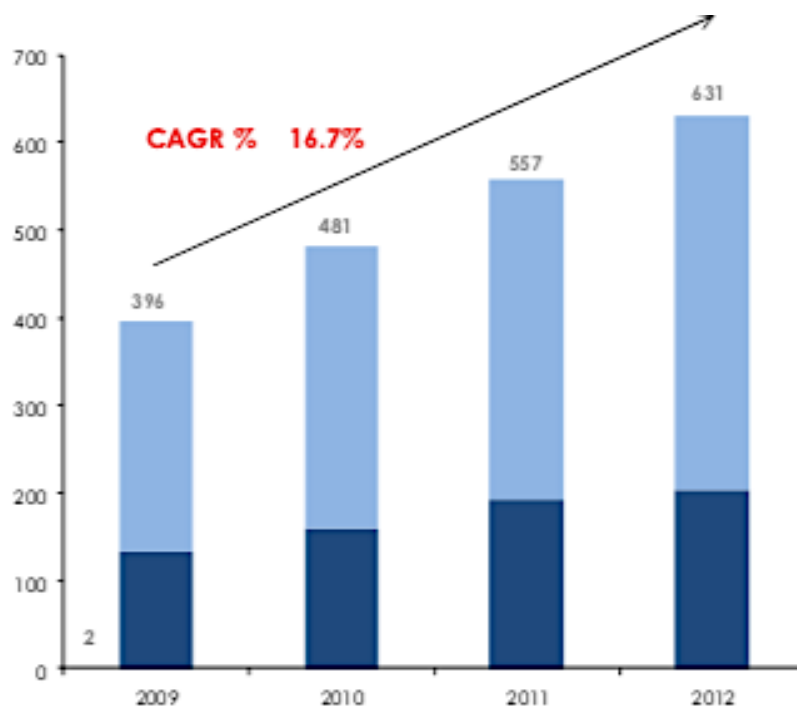


Figura 10-4¹⁶⁵: Evoluzione dei ricavi di vendita, Loro Piana 2009-2012.

- Possibilità di acquisire ad un prezzo “ragionevole” un marchio di abbigliamento di nicchia di altissimo livello, dotato di un'esperienza unica, di una solidità gestionale e di un know-how distintivo nell'approvvigionamento.
- Opportunità, per Loro Piana, di operare in un solido conglomerato capace di valorizzare ed espandere le sue *capabilities* e la propria base di clienti, mantenendo intatta la propria strategia di sviluppo e la propria eredità;

¹⁶⁵ LVMH Publications, July 2013, <https://www.lvmh.it/investors/investors-and-analysts/publications/>

- Beneficiare di tutte quelle sinergie scaturenti dall'operare all'interno di un gruppo conglomerato, derivanti – primariamente – dall'ambito logistico e dal poter godere di spazi commerciali di prima qualità grazie ai privilegiati rapporti con i centri commerciali, specialmente in Asia ¹⁶⁶.
- Conquistare lo spazio cinese ancora quasi del tutto inesplorato, mediante l'apertura di nuove *boutique* e la ristrutturazione delle esistenti, con la finalità di ripartire il rischio su più aree geografiche.

Con la finalità di comprendere quelli che sono stati gli effetti dell'incorporazione del marchio Loro Piana all'interno del portafoglio di LVMH, successivamente andremo ad analizzare i dati di bilancio del conglomerato francese negli anni successivi all'acquisizione.

Come precedentemente accennato, nel mese di luglio del 2013 il conglomerato francese ha accordato con la società italiana Loro Piana l'acquisizione di una partecipazione pari all'80% del capitale della stessa. Il *deal* – che ha lasciato il 20% del capitale di Loro Piana non acquisito e coperto da impegni reciproci di compravendita tra le due realtà – è stato poi finalizzato il 5 dicembre dello stesso anno ed ha comportato un esborso, al netto della cassa acquisita, pari a € 1.9 miliardi da parte di LVMH, allocato come illustrato nel prospetto che segue.

(EUR millions)	Provisional purchase price allocation
Intangible assets and tangible assets, net	159
Other non-current assets	11
Non-current provisions	(18)
Current assets	382
Current liabilities	(203)
Net financial debt	(127)
Deferred tax	49
Net assets acquired, excluding revaluation adjustments in compliance with IFRS 3	253
Minority interests (20%) ^{1a)}	(51)
Net assets, Group share (80%), excluding revaluation adjustments in compliance with IFRS 3	202
Provisional goodwill	1,785
Carrying amount of shares held as of December 5, 2013	1,987

Figura 11-4¹⁶⁷: Allocazione del prezzo di acquisto di Loro Piana, 2013.

¹⁶⁶ Giulia Segreti, "LVMH gives Italian luxury textile and clothing group a free hand," *Financial Times*, July 6, 2015, <https://www.ft.com/content/078d2bd2-218d-11e5-ab0f-6bb9974f25d0>

¹⁶⁷ LVMH *Financial Document: Annual Report 2013*.

Le spese di acquisizione di Loro Piana hanno toccato la cifra di € 9 milioni. Sulla base dei dati stimati per il 2013, la società target di acquisizione ha realizzato un fatturato consolidato di € 686 milioni, un utile da operazioni ricorrenti di oltre € 100 milioni ed un utile netto di € 60 milioni.

Come illustrato nel prospetto, l'avviamento – ammontante a € 1.7 milioni – corrisponde all'elevatissimo *know-how* di Loro Piana nella fornitura di fibre naturali di alta qualità, alla sua competenza ed alle sue doti artigianali nella produzione di pezzi unici.¹⁶⁸

Quest'ultimo valore descritto ha impattato significativamente sull'incremento delle immobilizzazioni immateriali e materiali del gruppo francese, cresciute di € 2.9 miliardi, € 1.9 dei quali proviene proprio all'acquisizione di Loro Piana.

Riflessi dell'operazione di M&A si hanno anche dal lato delle passività anche se è opportuno affermare che l'operazione in questione ha avuto un limitato impatto sul profilo di debito del conglomerato francese, così come sugli indici ad esso associati.

L'operazione, infatti, è stata finanziata mediante la liquidità disponibile e il ricorso a nuovo debito, nella forma di *commercial paper* e di obbligazioni di medio termine.¹⁶⁹

Nell'anno successivo all'acquisizione – il 2014 – Loro Piana ha avuto un impatto positivo sui risultati del conglomerato, nonostante il calo della domanda proveniente dal mercato cinese in conseguenza delle proteste ad Hong Kong, che ha concorso a ridurre l'utile operativo del 5% rispetto al 2013. Tuttavia, il fatturato complessivo ha raggiunto la cifra record di € 30.6 miliardi, in crescita del 6% in rapporto al 2013.

In questo scenario, il segmento *Fashion & Leather Goods* ha registrato un incremento del 10% sul fatturato, attestatosi a € 10.8 miliardi, a cui ha contribuito la crescita nei ricavi di Loro Piana – ammontanti a € 505.5 milioni contro i € 483 milioni del 2013. In questo primo anno di appartenenza al conglomerato, Loro Piana ha dimostrato di procedere nella giusta direzione dell'integrazione, continuando a far ben sperare sul suo potenziale di crescita. Nel 2014, l'azienda italiana ha aumentato anche il numero dei suoi dipendenti (+ 4%) dai 1.393 dell'anno prima. Anche l'esposizione di Loro Piana verso gli istituti di credito è diminuita significativamente da € 98.3 milioni a € 13.1 milioni, per effetto dell'ingresso in LVMH e del conseguente vantaggio di poter godere del finanziamento interno al gruppo.

¹⁶⁸ LVMH Financial Document: Annual Report 2013

¹⁶⁹ LVMH *Publications*, July 2013, <https://www.lvmh.it/investors/investors-and-analysts/publications/>

Non a caso, dai bilanci emerge come si sia assistito ad una redistribuzione del debito: è calata l'esposizione verso le banche e ed è cresciuta quella corrispondente alla voce "altri finanziatori", da zero a € 107.6 milioni.

Al termine del primo anno di operatività in LVMH, Loro Piana ha registrato un'importante *performance*: insieme alla sua prestigiosa offerta di abbigliamento, calzature ed accessori – realizzati mediante l'utilizzo di materiali unici e preziosi, ha beneficiato anche dell'apertura di nuovi negozi in Giappone, USA e Parigi.

Di seguito, i ricavi del segmento "*Fashion & Leather Goods*" dove – come poco fa accennato – Loro Piana ha iniziato ad operare con successo dall'anno di acquisizione.

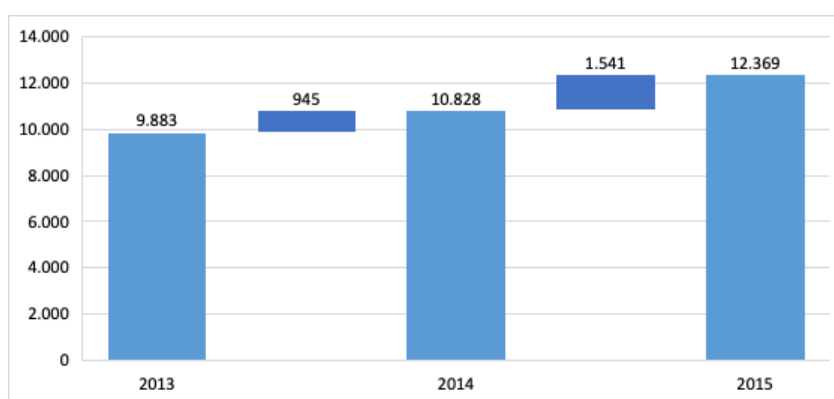


Figura 12-4¹⁷⁰: Ricavi di vendita (€ milioni) LVMH Fashion & Leather Goods 2013-2015

Anche il 2015 si è rivelato un anno di successo per Loro Piana, infatti, nonostante un primo bimestre più lento a causa della volatilità dei mercati, i ricavi di vendita sono aumentati ancora attestandosi a € 518 milioni, contribuendo – quindi – alla crescita del segmento *Fashion & Leather Good* di LVMH il quale ha raggiunto – al termine dell'anno in questione – un aumento del 10% rispetto al 2014 nei profitti da operazioni ricorrenti e un incremento dei ricavi di vendita pari a circa € 1.5 miliardi.

In questo anno, Loro Piana ha continuato ad espandersi sia a livello internazionale mediante l'apertura di nuove *boutique*, sia investendo nella sua capacità produttiva, con la finalità di rafforzare sempre di più la propria catena di fornitura. Ha anche introdotto un nuovo tessuto combinato da due uniche materie prime (*baby cachemire* e *vicuña*) chiamato "*The Blend*", incredibilmente apprezzato dai suoi raffinati clienti.

¹⁷⁰ Fonte: Elaborazione propria da dati *LVMH Financial Document: Annual Report 2015*

I risultati *record* anche nel 2015 confermano il *trend* di crescita intrapreso nel 2013 dopo l'acquisizione da parte del conglomerato francese, a significare la riuscita del processo integrativo di Loro Piana nel Gruppo di destinazione ed il conseguente successo dell'operazione di M&A, che fin da subito ha portato effetti estremamente positivi per entrambe le realtà.

A sostegno di ciò, oltre alle evidenze numeriche, le parole di Pier Luigi Loro Piana – vicepresidente della società italiana – confermano la significatività dell'operazione di acquisizione e le alte aspettative per il futuro: “Dal 2013 ad oggi abbiamo stabilito un record continuo e credo che nel 2015 batteremo i risultati dello scorso anno [...] l'ingresso nella galassia di LVMH ha dato ulteriore solidità finanziaria al gruppo, che ora conta 160 *store* nel mondo, di cui l'ultimo aperto di recente a Singapore.”¹⁷¹

Loro Piana, infatti, era al tempo presente principalmente in Europa, USA, Giappone e Cina. In quest'ultimo paese, nonostante la crisi, la società italiana continuava a tenere ritmi di crescita importanti, spinti soprattutto dalla diversa percezione delle giovani generazioni che – essendosi interfacciate, principalmente per motivi di studio, con la mentalità statunitense ed europea – hanno maturato una sensibilità maggiore al mondo della moda rispetto alle vecchie generazioni.

Guardando anche al fatturato e all'utile degli anni più lontani da quello in cui è avvenuta l'operazione di M&A, possiamo osservare come l'azienda italiana sia riuscita a mantenere un costante *trend* di crescita all'interno del conglomerato francese.

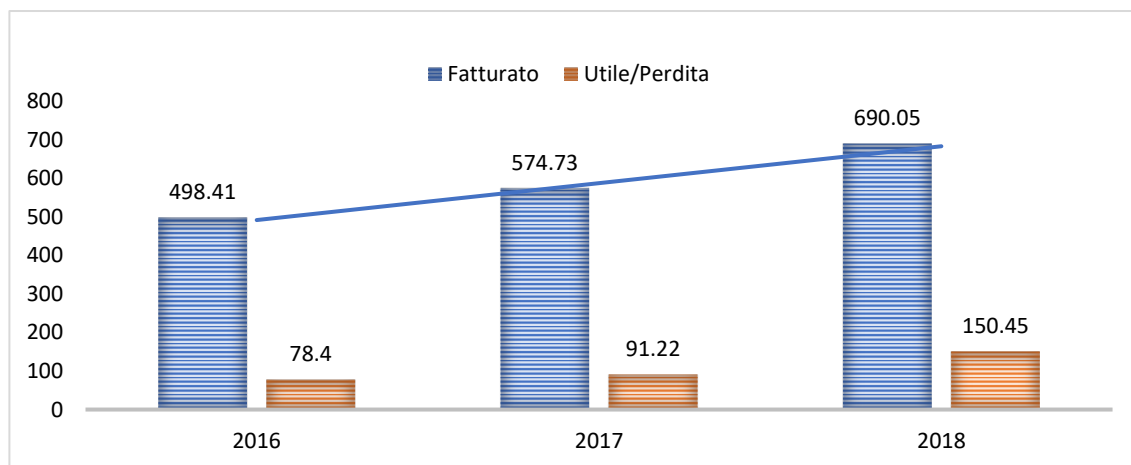


Figura 13-4¹⁷²: Fatturato e Utile (€ milioni), Loro Piana 2016-2018.

¹⁷¹ Ansa, “Loro Piana: verso un 2015 da record, solida crescita in Cina,” *Fashion Network*, October 16, 2015, <https://it.fashionnetwork.com/news/loro-piana-verso-un-2015-da-record-solida-crescita-in-cina,583648.html>

¹⁷² Fonte: Elaborazione propria da dati *Consodata S.p.A.*, https://www.reportaziende.it/loro_piana_spa

In particolare, emerge una significativa performance nell'anno 2017 quando i risultati di vendita di Loro Piana sono incrementati del 15% rispetto al precedente 2016, raggiungendo il valore più alto di sempre anche in termini di utili, quest'ultimi in espansione del 16% rispetto al 2016.

Il 2017 è stato anche l'anno in cui il conglomerato francese ha aumentato la sua partecipazione dall'80% all'85% in Loro Piana, nel rispetto degli accordi conclusi al momento dell'acquisizione, nel 2013, che prevedevano proprio la possibilità di aumento della quota dei francesi all'interno della società italiana secondo regole prestabilite.¹⁷³

In LVMH, il segmento impattato della crescita di Loro Piana, "*Fashion & Leather Goods*", ha registrato – nell'anno 2017 – un incremento del 21% nei ricavi di vendita e di oltre il 25% dei profitti da operazioni ricorrenti, attestatesi alla cifra di € 4.9 miliardi e costituenti il 60% dei profitti complessivi del gruppo francese, in crescita del 17%.

Anche nel 2017, dunque, Loro Piana si è distinta per la qualità eccezionale dei suoi prodotti che – come suggeriscono i numeri in crescita – risultavano ancora estremamente apprezzati dai consumatori. Come negli anni precedenti, il 2017 ha significato per Loro Piana una espansione nel proprio network distributivo mediante il rafforzamento della sua presenza in Asia e l'ingresso in Canada, oltre all'apertura del suo primo *pop-up store* nell'attrattivo mercato cinese di Shanghai.

Complessivamente – come è evidente da quello che è stato il *trend* della società italiana Loro Piana precedentemente illustrato – l'operazione in questione ha contribuito in misura rilevante alla crescita del segmento Moda e, conseguentemente, del conglomerato del lusso LVMH nella sua interezza, riuscendo a realizzare gli obiettivi di espansione geografica e di vendita per i quali l'acquisizione era stata posta in essere.

Non solo, l'operazione appena analizzata è riuscita – contestualmente a quanto detto – a mantenere le "promesse" con cui era stata avviata, riuscendo – quindi – non solo a livello di *performances economiche* ma anche nel raggiungimento di quegli obiettivi non prettamente quantitativi consistenti nel mantenimento della natura, dei valori e dell'identità della Maison Loro Piana.

¹⁷³ Pambianco, "I Loro Piana iniziano l'uscita da Loro Piana," *Pambianco News*, March 20, 2017, <https://www.pambianconews.com/2017/03/20/piana-cominciano-la-discesa-piana-211131/#:~:text=Secondo%20l'ultimo%20bilancio%20non,a%20518%20milioni%20di%20euro.>

4.4 La strategia di crescita di Kering e le odierne evidenze di business

Kering S.A. è una holding multinazionale francese fondata nel 1963 - quando all'epoca operava nella vendita di legno al dettaglio - da François Pinault, padre dell'attuale Amministratore Delegato e Presidente François-Henri Pinault.

Inizialmente denominato PPR (Pinault-Printemps-Redoute), il gruppo nel 1999 ha iniziato il suo processo di focalizzazione all'interno del mercato del lusso, con l'acquisizione del marchio, attuale *brand* di punta, Gucci. Con quest'ultima operazione, entrarono nel portafoglio di Kering anche i noti Yves Saint Laurent e Sergio Rossi, per poi procedere con Bottega Veneta, Stella McCartney ed Alexander McQueen.

Nell'anno 2005, il figlio François-Henri prese il posto del padre e portò a termine l'acquisizione del marchio Puma, rientrando nella divisione *Sport & Lifestyle*.

Le numerose operazioni di M&A poste in essere dal gruppo nel corso degli anni, hanno reso il conglomerato francese il *player* più influente nel mercato mondiale dei beni ad elevato valore simbolico, successivamente al conglomerato LVMH.

Oggi, Kering, detiene numerosi brand nel suo portafoglio ed opera, al suo interno, mediante due divisioni: *Luxury Houses* e *Kering Eyewear*, come è possibile osservare dall'immagine che segue, proveniente dalle informazioni divulgate dal Gruppo.

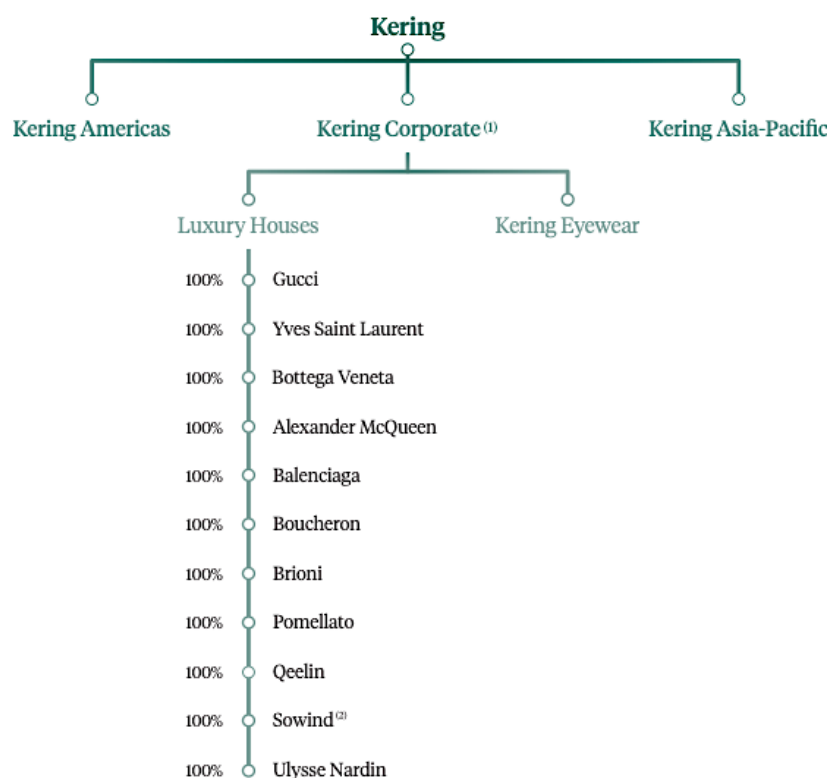


Figura 14-4: La struttura interna del Gruppo Kering, Dicembre 2019.

I numerosi *brand* posseduti dal conglomerato sono gestiti in modo del tutto indipendente l'uno dall'altro, per quanto facenti parte dello stesso sistema di riferimento.

Questo tipo di approccio rende possibile la diversificazione dell'azienda, l'operatività *smart* dei processi e lo sfruttamento di importanti sinergie tra i vari marchi. Inoltre, questo orientamento multimarca rende "libere" le varie Maison anche a livello creativo, permettendo loro di mantenere la propria identità ed i propri valori e caratteri distintivi. Quello che fa il gruppo, a livello centrale, è fornire l'infrastruttura indispensabile a supportare le operazioni dei vari marchi, consentendo a quest'ultimi di svilupparsi mediante reti di distribuzione che premono sulle economie di scala del conglomerato.

In più, quest'ultimo, ha anche la funzione di mediare tra i vari brand, incoraggiandoli a migliorare giorno dopo giorno ed a perseguire la strada dell'innovazione tramite la costante creazione di sinergie e il continuo scambio di pratiche, risorse e know-how unici. Il modello di business adottato dal Gruppo trova il suo fondamento in questi tre punti¹⁷⁴:

- Agilità: il conglomerato Kering fornisce a tutte le Maison una struttura organizzativa che consente loro di tirar fuori il proprio potenziale;
- Equilibrio: la completa integrazione del gruppo rende possibile il raggiungimento di un'efficienza ideale;
- Responsabilità: tutte le operazioni poste in essere da Kering si basano su un modello economico responsabile, fonte di vantaggio competitivo.

A conferma di quanto detto, come dichiarato Gruppo francese: "Il Gruppo riunisce e coordina tutte le funzioni che possono essere condivise tra le Maison, liberando così tempo prezioso per concentrarsi sull'essenziale: creazione, ideazione di una storia genuina e stimolante, sviluppo e rinnovamento delle collezioni, relazioni con i clienti ed eccellenza a tutti i livelli. Concedere alle Maison lo spazio di cui hanno bisogno per svilupparsi ha portato a straordinari successi e ha aiutato il Gruppo a diventare uno dei principali attori sul mercato del lusso."¹⁷⁵

¹⁷⁴ Gennaro Cuofano, "The Kering Group Multi-Brand Business Model in a nutshell," *Four Week MBA*, 2017, <https://fourweekmba.com/kering-business-model/#:~:text=Kering%20Group%20follows%20a%20multi,those%20brands%20are%20run%20independently>.

¹⁷⁵ <https://www.kering.com/it/il-gruppo/scopri-kering/la-nostra-strategia/>

Le ottime performance conseguite da Kering, come vedremo tra poco, non derivano esclusivamente dall'elevato potenziale insito in ciascuna Luxury House ma anche dal *business model* del Gruppo in sé, il quale, unendo risorse e ottimizzando alcune funzioni come la logistica, la pubblicità, ecc., è riuscito a diffondere il miglior modo di operare all'interno di tutto il Gruppo. Gioca sicuramente a favore la presenza in mercati interessanti come quelli in cui attualmente è attivo Kering, così come il rivolgersi a clientele molto diverse con prodotti molto eterogenei.

Guardando ai documenti finanziari del conglomerato francese Kering, è possibile notare come, anche il 2019, sia stato un anno caratterizzato da risultati significativamente positivi: i ricavi totali hanno ecceduto i 15 miliardi di euro, l'utile operativo è cresciuto di oltre il 19% per raggiungere la cifra di € 4.78 miliardi ed il margine operativo ricorrente, per la prima volta, ha superato il 30%.

La tabella che segue mostra l'incidenza delle principali Luxury Houses sui ricavi dell'intero conglomerato. Si nota con immediatezza che, diversamente da LVMH, Kering segmenta i fatturati dei marchi, non delle aree di business.

Revenue (in € millions)	2019	2018	Reported change	Comparable change ⁽¹⁾
Total Luxury Houses	15,382.6	13,246.7	+16.1%	+13.2%
Gucci	9,628.4	8,284.9	+16.2%	+13.3%
Yves Saint Laurent	2,049.1	1,743.5	+17.5%	+14.4%
Bottega Veneta	1,167.6	1,109.1	+5.3%	+2.2%
Other Houses	2,537.5	2,109.2	+20.3%	+17.8%
Corporate and other	500.9	418.5	+19.7%	+16.5%
KERING	15,883.5	13,665.2	+16.2%	+13.3%

Tabella 15-4¹⁷⁶: La composizione dei ricavi di Kering, 2019.

Complessivamente, i ricavi di Kering nel 2019 sono aumentati del 16.2% rispetto al precedente anno. A questa crescita hanno contribuito, per il 97%, le dodici Maison delle quali Kering è proprietario. In modo particolare, si distingue notevolmente dalle altre, il brand Gucci, al quale seguono Yves Saint Laurent e Bottega Veneta.

Un'analisi più dettagliata permette di comprendere con maggiore chiarezza la quota di ricavi con la quale i brand del gruppo hanno partecipato al raggiungimento di determinati

¹⁷⁶ Kering *Financial Document: Annual Report 2019*

livelli di redditività. Inoltre, in coerenza con il contesto multi-prodotto proprio del gruppo oggetto di analisi, è possibile guardare al modo con il quale i vari business contribuiscono alla crescita dell'intero conglomerato e su quali canali distributivi il gruppo Kering realizza il maggior numero di entrate.

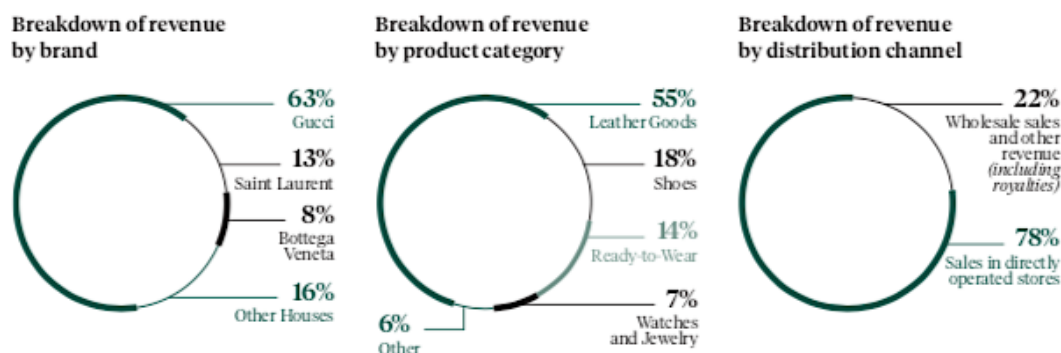


Figura 16-4¹⁷⁷: La ripartizione dei ricavi del gruppo Kering

Più della metà dei ricavi del gruppo provengono dal marchio Gucci, i cui prodotti continuano a rappresentare l'apice dell'artigianato e del savoir-faire italiani, con una spiccata attenzione ai dettagli ed una elevata qualità. Sono venduti esclusivamente attraverso una rete di oltre 450 boutique a gestione diretta, un negozio online direttamente gestito e attivo in oltre trenta mercati ed un numero limitato di franchising, nonché alcuni grandi magazzini e negozi specializzati.

Le vendite al dettaglio di Gucci, al termine del 2019, costituivano circa l'85% delle entrate totali del marchio.

Tra il 2016 e il 2019 il marchio in questione ha più che raddoppiato le sue vendite, offrendo una crescita al di sopra della media del settore. Le eccellenti prestazioni di questo brand sono da attribuirsi all'attuazione di una coerente strategia innovativa a lungo termine, perseguita mediante la continua ottimizzazione del modello di business, al fine di intercettare un sempre più dinamico consumatore.

Per quanto riguarda la distribuzione, nell'anno 2019 Gucci ha saputo comunicare i valori del marchio mediante il suo nuovo concetto di store, espressione di inclusione e vicinanza tra il prodotto e il cliente. Data la stabilità della rete di vendita al dettaglio degli ultimi anni, il nuovo *store concept* ha svolto un ruolo chiave nel significativo aumento delle vendite, raggiungendo tutte le regioni.

¹⁷⁷ Kering *Financial Document: Annual Report 2019*

Anche le vendite online sono cresciute fortemente nel corso dell'anno, spinte sicuramente da una maggiore penetrazione in un numero crescente di paesi e da un'esperienza di acquisto unica, capace di unire le funzionalità dell'e-commerce con la coinvolgente *storytelling*.

Sempre con la stessa finalità di migliorare la shop experience, a novembre 2019, Gucci ha presentato “Gucci Pin”, una serie di negozi *pop-up* progettati per connettersi e interagire con i clienti nelle città di tutto il mondo e nelle comunità circostanti, combinando collezioni dedicate con esperienze digitali, coinvolgenti e innovative.

Oltre al marchio Gucci, anche Yves Saint Laurent ha impattato positivamente sul bilancio del gruppo Kering del quale fa parte, confermando la sua traiettoria di crescita. I ricavi dei negozi gestiti direttamente e online sono aumentati del 15,7% e tutte le regioni hanno registrato una crescita importante: Nord America (+ 23,1%), Europa occidentale (+ 16,8%) e Asia-Pacifico (+ 13,2%).

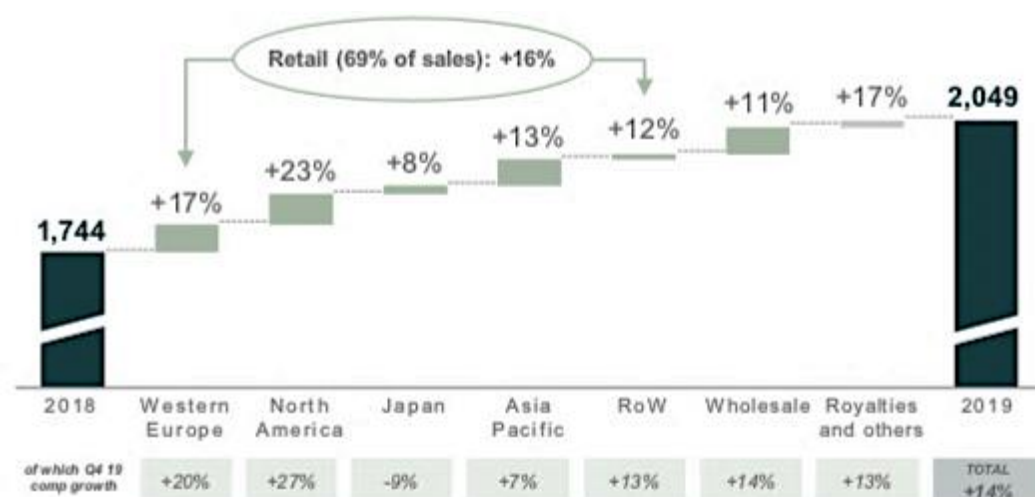


Figura 17-4¹⁷⁸: La suddivisione della crescita dei ricavi di Yves Saint Laurent per area geografica

Yves Saint Laurent ha conseguito un utile operativo nel 2019 di € 562,2 milioni, in crescita del 20,0% rispetto al 2018. L'evoluzione del marchio riflette l'implementazione di una strategia altamente coerente in termini di prodotti, distribuzione e comunicazione. Le collezioni firmate YSL sono moderne e riescono a fondersi con l'eredità del marchio. È proprio il rafforzamento dei valori del brand, perseguito mediante progetti originali, la chiave comunicativa globale di questa *Luxury House*.

¹⁷⁸ Kering Financial Document: Annual Report 2019

Inoltre, Yves Saint Laurent ha effettuato, nel 2019, investimenti volti a rafforzare la sua rete di vendita al dettaglio, mediante aperture selettive di negozi in tutto il mondo, sia nei mercati emergenti che in quelli maturi: durante tutto l'anno, il brand di proprietà di Kering, ha aperto ventotto negozi a gestione diretta e rafforzato la sua presenza in Cina, con negozi monomarca a Shanghai e Pechino.

Da non trascurare, inoltre, l'attività e-commerce di Saint Laurent: a dicembre 2019, il brand era presente online in oltre cinquanta paesi in tutto il mondo, compresi gli Stati Uniti, tutti i principali paesi europei, la Corea del Sud e Hong Kong.

In un ambiente sempre più competitivo, la priorità del marchio ha dimostrato essere quella di offrire un'esperienza eccezionale su tutti i canali di distribuzione, mantenendo una relazione privilegiata con i clienti in negozio.

Il terzo tra i brand più significativi del conglomerato Kering in termini di incidenza sui ricavi è il marchio Bottega Veneta: da quest'ultimo provengono l'8% delle entrate del gruppo. Il 2019 è stato caratterizzato, per Bottega Veneta, dalla incidenza positiva della collezione di Daniel Lee. Quest'ultima, ha segnato un nuovo approccio per il marchio celebrando la libertà e la sensualità insieme all'artigianato tradizionale.

La seconda metà dell'anno ha visto l'integrazione, da parte del marchio, di nuove competenze e capacità, oltre che di un'accelerazione degli investimenti in marketing e comunicazione, volti a mettere in atto piani di azione per accelerare la produzione e garantire sufficienti livelli di inventario di nuovi prodotti: il mix ha continuato ad evolversi, in particolare per quanto riguarda scarpe e *ready-to-wear*, ricevendo un'eccezionale risposta positiva soprattutto nelle categorie femminili, grazie a nuovi stili iconici. In termini di distribuzione, Bottega Veneta si è concentrata sul rafforzamento della propria rete di vendita al dettaglio, continuando a migliorare le sue boutique al fine di offrire un'esperienza elevata al cliente. A luglio 2019 ha aperto il suo primo negozio in Kuwait. A settembre, il primo caffè Bottega Veneta è stato aperto ad Osaka, nel grande magazzino di Hankyu Men.

Con riguardo alle altre *Luxury House*, rappresentanti il 16% dei ricavi del gruppo Kering, le entrate sono ammontate a € 2.537,5 milioni nel 2019, con un aumento del 20,3% rispetto al precedente anno. Questa eccellente performance è stata guidata dai brand Balenciaga e Alexander McQueen, autori di una crescita sostenuta delle vendite durante

tutto l'anno e mantenenti il loro status di “motori della crescita”. Anche Qeelin, Dodo e Pomellato, nella categoria gioielli, hanno registrato forti aumenti delle entrate nel 2019. Le vendite nella rete di negozi a gestione diretta sono aumentate del 28,7% in modo ben bilanciato tra mercati maturi ed emergenti. A livello globale, la ripartizione dei ricavi per area geografica è osservabile nella figura che segue.



Figura 18-4: Suddivisione dei ricavi di Kering per area geografica

4.5 Un'operazione di M&A correlata: il caso Kering – Brioni

L'operazione di M&A tra il gruppo francese Kering e la Maison italiana operante nel settore di abbigliamento maschile - ufficializzata nel novembre 2011 - è giunta a compimento nel gennaio 2012, successivamente all'approvazione da parte dell'autorità Antitrust. Il prezzo dell'acquisizione non è stato ufficializzato, tuttavia, secondo alcune stime, si è attestato a circa € 218 milioni.¹⁷⁹

Fondata a Roma nel 1945 da un sarto di nome Nazareno Fonticoli e dal suo socio, Brioni è conosciuta come la Maison di lusso maschile più prestigiosa al mondo: fin dai primi anni iniziò ad essere chiaro che il connubio di abilità tecnica e di imprenditorialità creativa caratterizzante l'azienda l'avrebbe portata a divenire il punto di riferimento sartoriale per i più alti ceti sociali, e così è stato. Brioni vestiva icone hollywoodiane e capi di stato, divenendo così un vero e proprio “status” di “distinto gentiluomo”.

Pochi anni più tardi, Brioni ha consolidato la sua *leadership* nel settore organizzando la prima sfilata di moda maschile di sempre: si è così stabilito un'ideale di eleganza destinato ad essere riconosciuto in tutto il mondo, facendo diventare Brioni il punto di riferimento per la sartoria romana, connettendo l'aspetto artigianale a quelli industriale.

¹⁷⁹ Maurizio Castello, “Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury: Quale valore per i marchi italiani?” *KPMG Advisory*, 2014.

Le capacità imprenditoriali e la visione strategica dei fondatori hanno perseguito la strada dell'innovazione, mantenendosi sempre al passo con i tempi ed investendo in nuove forme di produzione: con la finalità di incrementare la capacità produttiva, negli anni Sessanta Brioni ha aperto un *atelier* a Penne, in Abruzzo, ed è riuscito a rivoluzionare la sartoria di lusso, mantenendo ben salda la qualità artigianale che la contraddistingueva.¹⁸⁰

Negli stessi anni, ha introdotto nel mercato i concetti di “*ready-to-wear Haute Couture*” iniziando conseguentemente ad interfacciarsi con il contesto internazionale che l'ha portata ad essere nominata, nel 2007 e nel 2011, il brand più prestigioso d'America.

Quest'ultimo anno, il gruppo francese Kering – da sempre portatore dei valori legati all'eccellenza ed all'artigianalità – ha deciso di includerla nel suo portafoglio, introducendola in una nuova fase ancora non esplorata dall'azienda italiana: ai capi di sartoria si sono aggiunti anche scarpe, accessori in pelle e fragranze.

L'acquisizione in questione ha coinvolto il 100% del capitale della Brioni S.p.A., la quale nel 2010 ha raggiunto un fatturato di € 170 milioni, e – al momento della chiusura del *deal* – contava circa 1800 dipendenti, ripartiti in 74 boutique e negozi di proprietà diretta, oltre che in una capillare rete di punti vendita in tutto il mondo.

Le motivazioni alla base di questa operazione possono essere riassunte nei seguenti punti, che hanno spinto le due imprese ad unirsi mediante l'acquisizione¹⁸¹:

- Ampliamento del portafoglio di marchi di lusso di Kering (all'epoca ancora PPR) con un brand complementare a quelli già presenti nel suo portafoglio, nel promettente segmento della moda maschile di fascia alta.
- Incorporazione, in Kering, di un ineguagliabile know-how sartoriale sia nel *pret-a-porter* maschile, sia nella lavorazione su misura, grazie alla tradizione di artigianalità *Made in Italy* di Brioni.
- Sfruttamento del forte potenziale di crescita di Brioni in un contesto strutturato e finanziariamente solido, capace di sostenerlo.

¹⁸⁰ Kering Houses History, 2020, <https://www.kering.com/en/houses/couture-and-leather-goods/brioni/history/>

¹⁸¹ Kering, “PPR acquires Italian tailor Brioni,” *Kering Financial Document*, November 8, 2011, <https://www.kering.com/it/news/ppr-acquires-italian-tailor-brioni>

- Opportunità, per Brioni, di accelerare il proprio sviluppo trasformandosi da azienda familiare ad azienda globale ed espandersi su una più ampia gamma di prodotti, oltre che su altri incoraggianti mercati geografici nei quali il gruppo PPR era già operante.

“L’acquisizione di Brioni rispecchia perfettamente i criteri seguiti dal Gruppo Kering per rafforzare il proprio posizionamento, ovvero acquisire aziende piccole e medie con grandi potenzialità di crescita e complementari al suo *core business*”.¹⁸²

Lo sfruttamento delle sinergie di ricavo, tangibili (di mercato) e intangibili (condivisione del know-how) sono state, dunque, il motore dietro a questa acquisizione: per quanto riguarda le prime, con l’acquisizione di Bulgari il gruppo francese ha avuto la possibilità di penetrare il segmento della sartoria maschile consolidando la sua posizione nel settore dei beni ad alto valore simbolico sfruttando la crescita positiva di Brioni registrata negli anni precedenti all’acquisizione. Oltre al già citato ampliamento del proprio portafoglio, anche le sinergie di tipo intangibile hanno giocato un ruolo importante nella scelta di Brioni: Kering, rilevando la società italiana, oltre ad aver aggiunto nel suo bagaglio di competenze un *expertise* ben precisa nel settore dell’abbigliamento maschile – potenzialmente sfruttabile anche con gli altri brand popolanti il suo ampio portafoglio – ha anche avuto accesso ad una clientela molto interessante della quale facevano parte anche il Primo Ministro della Russia Vladimir V. Putin ed attori del mondo hollywoodiano (Brioni vesti Pierce Brosnan nella serie James Bond).¹⁸³

Le aspettative, dunque, erano molto elevate da entrambe le parti. Come dichiarato al tempo dall’Amministratore Delegato del colosso francese Francois-Henri Pinault: “Brioni vanta un artigianato di alta qualità ed è sinonimo di eleganza maschile italiana. Abbiamo grandi ambizioni per questa casa di moda: gli daremo accesso alla nostra esperienza e know-how in modo che possa scrivere una nuova pagina della sua storia pur continuando a preservare la sua identità”¹⁸⁴.

Anche la reazione da parte del mercato finanziario fu senza dubbio positiva, a conferma del fatto che l’operazione in questione veniva percepita come potenzialmente in grado di

¹⁸² Fabrizio Mosca, *Strategie di crescita nei mercati del lusso: marketing, digitalizzazione, sostenibilità* (Milano: Egea S.p.A., 2017), 30.

¹⁸³ Mark Scott, “PPR Acquires Italian Suit Maker Brioni,” *The New York Times*, November 8, 2011, <https://dealbook.nytimes.com/2011/11/08/ppr-acquires-italian-suit-maker-brioni/>

¹⁸⁴ *Ibidem*

generare importanti benefici al conglomerato Kering, il quale avrebbe potuto sommare ai suoi elevati risultati (nel terzo trimestre del 2011 il fatturato annuo aveva registrato un aumento del 7% per attestarsi intorno ai \$ 5.4 miliardi) i risultati, in crescita nell'anno dell'operazione, della società italiana Brioni.¹⁸⁵

Nel mese di novembre, come possiamo vedere dal grafico sotto riportato, il titolo di Kering ha registrato una variazione positiva (+3.6%) al momento dell'acquisizione, a testimoniare il gradimento della stessa da parte del mercato.



Figura 19-4¹⁸⁶: Andamento del titolo Kering al momento dell'annuncio di acquisizione di Brioni (Novembre 2011)

Nel 2013, quasi due anni dopo alla chiusura del *deal*, il numero delle boutique di Brioni è salito ad ottantaquattro, rendendo l'azienda italiana definibile “ambasciatrice internazionale dell'alta moda maschile Made in Italy”: la connotazione di internazionalità proviene dal fatto che, degli ottantaquattro *stores*, solo sei popolavano il suolo italiano mentre gli altri erano collocati tra Cina, Giappone, Russia, USA, Spagna e Gran Bretagna. Oltre il 90% dei ricavi di vendita, infatti, era proveniente dai mercati esteri, primo tra tutti gli Stati Uniti (circa il 25% delle vendite); a seguire Russia, Cina ed Europa.

La robustezza della rete distributiva era, insieme agli interessanti mercati di operatività ed alla ricca e conosciuta clientela, l'evidente segnale dell'alto livello di internazionalizzazione raggiunto dalla Brioni la quale, nel 2013, guardava con interesse anche in Medio Oriente (Abu Dhabi e Kuwait City).

Sicuramente, passare nelle mani del conglomerato Kering – già all'epoca uno dei principali attori nel mercato mondiale dell'abbigliamento ed accessori – ha favorito lo

¹⁸⁵ *Ibidem*

¹⁸⁶ Emanuele Vitali, “Acquisizioni, disinvestimenti e creazione di valore: un'analisi delle recenti IPOs e M&A nel settore del lusso e dell'alta moda,” *Tesi di Laurea*, 2013-2014.

sviluppo e la ripresa dell'azienda italiana dalla crisi del 2009, come facilmente intuibile dal fatto che, nel 2013, il fatturato si aggirava intorno ai € 200 milioni, ed il valore dei circa 60 mila capi prodotti tra i € 3.000 ed i 50 mila l'uno.¹⁸⁷

Le evidenze numeriche appena esposte favorirono anche l'occupazione negli insediamenti produttivi, rigorosamente tutti italiani, di Brioni: l'azienda, nel 2013, contava circa 1500 dipendenti tra operatori, tecnici e responsabili. Altri 1800 dipendenti erano, invece, attivi nelle filiali e negli *store* fuori dall'Italia.

In definitiva, la direzione strategica di Kering sembra aver aggiunto valore per l'italiana Brioni avendo, da un lato, incrementato la propria capillarità distributiva mediante lo sviluppo della rete di vendita e, dall'altro, dotato l'azienda di quel carattere globale che da sempre caratterizza il conglomerato francese, orientato alla redditività.

Tuttavia, dati più recenti e, in particolare, risalenti all'anno 2016, descrivono una situazione non del tutto ottimale per la società italiana: "Dopo un lungo periodo di ammortizzatori sociali, 400 addetti su 1200 sono in esubero, il che sta mettendo in ginocchio il territorio pescarese."¹⁸⁸

Il piano di ristrutturazione, teso a ridurre in modo decisivo il numero di dipendenti di Brioni, messo in atto dal gruppo Kering, era conseguente ad una "situazione di superproduzione" successiva ad un calo degli acquisti di turisti russi in Europa occidentale e Medio Oriente, il quale rese necessario un adattamento della capacità produttiva alle esigenze del mercato del momento.¹⁸⁹

La crisi di Brioni si evince anche dal decremento relativo alla produzione dell'anno 2016, ammontante a circa 30 mila capi contro i 42 mila relativi all'anno 2014 ed ai 70 mila degli inizi degli anni Duemila. Anche il fatturato, aggiratosi intorno agli € 80 milioni, risultava in drastico decremento (-50% rispetto all'anno dell'acquisizione da parte di Kering).

¹⁸⁷ Adriano Moraglio, "Brioni ora fa il giro del mondo in 80 boutique," *Il Sole 24 Ore*, November 27, 2013, <https://adrianomoraglio.blog.ilsole24ore.com/2013/11/27/brioni-ora-fa-il-giro-del-mondo-in-80-boutique>

¹⁸⁸ Paola Bottelli, "Tempi difficili per Brioni, che paga gli errori strategici di Kering," *Il Sole 24 Ore*, March 14, 2016, <https://st.ilsole24ore.com/art/moda/2016-03-14/tempi-difficili-brioni-che-paga-errori-strategici-kering--130512.shtml?uuid=ACDPjinC>

¹⁸⁹ Gianluca Bolelli, "Kering ha confermato che sarà tagliato il personale di Brioni," *Fashion Network*, March 21, 2016, <https://it.fashionnetwork.com/news/kering-ha-confermato-che-sara-tagliato-il-personale-di-brioni,672286.html>

Tra le cause della crisi che ha investito l'azienda italiana emerge, inoltre, un errore strategico da parte del Gruppo francese, come dichiarato da Paola Borrelli de "Il Sole 24 Ore": "Per andare a caccia dei Millennials, i giovani consumatori che fanno gola a tutti i big brand del lusso, si è assistito ad una virata stilistica verso il fashion, inseguendo marchi come Gucci, Prada e Tom Ford, senza convincere, di fatto, i nuovi clienti e alienandosi quelli "core", signori magari non giovanissimi, ma pronti a sborsare migliaia di euro per indossare un abito impeccabile".¹⁹⁰

Oltre alle problematiche relative all'integrazione tra due realtà aziendali così diverse come quelle in questione, sicuramente di relativo impatto è stata anche la dispersione di know-how che ha conseguito a determinate scelte del gruppo francese: possedendo già il brand Bottega Veneta, il Gruppo decise di procedere con la chiusura dello stabilimento nel quale l'azienda di sartoria italiana realizzava la produzione femminile, a Collecorvino, sottovalutando l'importanza che il trasferimento di risorse e competenze tra le due Maison avrebbe avuto per il business femminile.

Anche un recentissimo articolo risalente al 2019 evidenzia la stessa problematica: l'errore del colosso francese sarebbe stato quello di aver cambiato stilisti, tentato di risparmiare sulle professionalità e sacrificato, così, un prezioso know-how, trascinando Brioni verso la perdita di milioni di euro ogni anno.¹⁹¹

Concludendo, se da un lato l'acquisizione in questione ha portato ad un "sollevamento" dell'azienda italiana in successione alla crisi che, negli anni successivi al 2009, non le permetteva di fronteggiare la sua esposizione bancaria nei tempi previsti dagli accordi con gli istituti di credito, dall'altro gli errori gestionali di Kering hanno contribuito al dissolversi di quelle risorse e competenze distintive che – se opportunamente combinate con quelle possedute dal gruppo – avrebbero consentito a quest'ultimo di giovare di quelle sinergie intangibili che tanto hanno motivato la suddetta operazione di acquisizione, e, a Brioni di poter godere – senza entrare in una crisi così profonda – dello spirito innovativo e della solidità del gruppo dal quale è stata acquisita.

¹⁹⁰ *Ibidem*

¹⁹¹ Francesca Filippi, "Da La Perla a Cavalli, per marchi in crisi banco di prova a settembre," *Adnkronos Economia*, August 3, 2019, https://www.adnkronos.com/soldi/economia/2019/08/03/perla-brioni-per-marchi-crisi-banco-prova-settembre_av8Pn6JP3MkE9gEAKz8RVI.html?refresh_ce

4.6 Il Gruppo Compagnie Financière Richemont e la sua strategia

Compagnie Financière Richemont è un Gruppo svizzero fondato a Ginevra nel 1988, da Johann Rupert. Opera come uno dei *players* più influenti nel mercato dei beni ad elevato valore simbolico attraverso le sue prestigiose Maison, collocate nei segmenti dell'alta orologeria e gioielleria, acquisite nel corso degli anni mediante l'attuazione di operazioni di *merger & acquisition*. I marchi Cartier, Van Cleef & Arpels, Piaget, Yoox Net-A-Porter e Montblanc sono solo alcuni dei brand posseduti dal gruppo francese Compagnie Financière Richemont. Con queste Maison, il conglomerato opera nei business della gioielleria, orologeria specializzata, distribuzione online e accessori di lusso, rappresentando una tradizione di stile, qualità e artigianato.



Figura 20-4: Le Maison di Compagnie Financière Richemont

Con riguardo alla strategia del Gruppo, essa si sviluppa e ruota principalmente intorno ai seguenti punti ¹⁹²:

- Generare una crescita di lungo periodo mediante il continuo investimento nelle attività delle *Luxury Houses* componenti il portafoglio del conglomerato;

¹⁹² <https://www.richemont.com/group/strategy.html>

- Garantire una elevata qualità del prodotto, accompagnata ad un eccellente servizio ai clienti;
- Investire sull'ingresso di nuovi talenti creativi e sul mantenimento delle doti artigianali, caratterizzanti da sempre le Maison acquisite ed il loro successo;
- Rimanere al passo con i tempi adattando il modello distributivo alle esigenze del mutevole contesto esterno;
- Promuovere gli investimenti in ricerca e sviluppo ed in flessibilità produttiva, con la finalità di migliorare sempre di più il modello di business.

Andando ad analizzare i ricavi di vendita di marzo 2019, notiamo come questi siano aumentati del 27% rispetto al precedente anno, come riflesso di una crescita in tutte le aree di business e canali di distribuzione nei quali il gruppo opera.¹⁹³

In tutti i segmenti, Richemont sta iniziando a cogliere i vantaggi provenienti dalle recenti iniziative finalizzate al miglioramento qualitativo della rete di distribuzione. A costituire più della metà dei ricavi del gruppo è il segmento “Gioielli”, guidato dalle Maison Cartier e Van Cleef & Arpels, autrici di € 7.083 milioni di vendite nell'anno 2019 - la migliore tra le performance dei business di Richemont - oltre che una crescita del 10% in rapporto al precedente anno.

La Maison Cartier si conferma leader nel suo campo grazie alla costante ricerca dell'eccellenza nel design, nell'innovazione e nella competenza, cruciali per il mantenimento di una posizione esclusiva nel corso degli anni. Questi attributi sono ricercati dal brand anche nel design dei propri *stores*.

Al fine di integrare e supportare lo *charme* delle sue boutique, Cartier possiede anche una rete di *e-commerce* composta da ben venti versioni del sito web, al fine di incontrare e soddisfare meglio le esigenze specifiche dei mercati di tutti il mondo.

I risultati operativi del segmento “*Jewellery*” sono aumentati del 16% rispetto all'anno precedente: il miglioramento, ammontante a € 303 milioni, riflette principalmente le maggiori vendite, i continui incrementi di efficienza produttiva ed un buon controllo dei costi. Cartier e Van Cleef & Arpels hanno, inoltre, accelerato gli investimenti, sia con riguardo alle ristrutturazioni dei negozi, sia nelle iniziative di comunicazione. Questi

¹⁹³ Financial Document: Compagnie Financière Richemont

investimenti hanno incluso il rinnovo del *flagship store* Cartier a Londra, il trasferimento del negozio Van Cleef & Arpels a Shanghai, la nuova campagna aziendale Cartier e la campagna Van Cleef & Arpels in occasione del 50° anniversario dell'Alhambra, iconica collezione del brand.

Il segmento “Orologi specializzati” ha impattato positivamente sui risultati del conglomerato, registrando una crescita del 10% nei ricavi del periodo oggetto di analisi, da attribuire principalmente alle vendite in Asia-Pacifico, Giappone e America. Le vendite elevate, una crescente quota di quest'ultime proveniente dal retail, l'efficienza della produzione ed un buon controllo dei costi, hanno portato ad un aumento del 44% del risultato operativo, il quale ha raggiunto i € 378 milioni.

Notevoli, in questo business, le prestazioni di Jaeger-LeCoultre, Vacheron Constantin, la più antica manifattura di orologi al mondo, e IWC Schaffhausen, “l'ingegnere dell'orologeria fine”.

Con riguardo al segmento “Distribuzione online”, Richemont opera con il leader di orologi usati, Watchfinder, e con il rivenditore online di lusso e moda Yoox Net-A-Porter, leader a livello mondiale.

Questi ultimi hanno generato un aumento a due cifre nelle vendite: in Yoox Net-A-Porter tutte le linee di business e tutte le aree geografiche hanno registrato una crescita a due cifre; per quanto riguarda Watchfinder, la persistente incertezza sulla Brexit e la temporanea chiusura del suo *flagship store* a Londra a causa del rinnovamento, hanno portato ad una crescita ad una cifra nelle vendite, nel periodo 2018-2019.

Il segmento ha contribuito a generare € 2.105 milioni di ricavi, il 15% del totale.

In particolare, uno dei risultati più rilevanti con riguardo a Watchfinder riguarda il fatto che ha continuato ad innovarsi, consolidando la sua reputazione come uno dei *players* più affidabili e competenti nel mercato dell'usato. Anche il canale YouTube è cresciuto notevolmente, giungendo a più di un quarto di milione di abbonati e circa trenta milioni di visualizzazioni. A conferma di quanto detto, Watchfinder ha iniziato la sua espansione in Europa, aprendo il suo primo ufficio al di fuori del Regno Unito, a Parigi.

Quanto a Yoox Net-A-Porter, questo rivenditore serve una base di clienti di oltre 3.5 milioni, generando circa un miliardo di visite online. Durante il periodo oggetto di analisi, i marchi della divisione di lusso Net-A-Porter e Mr. Porter hanno arricchito il loro portafoglio dei marchi più ambiti al mondo.

Ad incrementare la soddisfazione del cliente, la creazione di “Mr. Porter Style Assistant”, un *chatbot* di Facebook Messenger, fornisce un aiuto ai clienti nello shopping.

In aggiunta, Richemont ha annunciato una *partnership* con Alibaba Group finalizzata a promuovere le offerte di Net-A-Porter e Mr. Porter ai consumatori cinesi ed a creare una piattaforma per i marchi di lusso, i quali avrebbero così accesso all’immenso potenziale della Cina.

L’attività di moda ed accessori del gruppo Richemont, la produzione di componenti per orologi e le attività immobiliari. Hanno generato un aumento nelle vendite del 2% rispetto all’anno precedente ed hanno aggiunto una fetta di ricavi pari a € 1.881 milioni: le vendite del segmento fashion sono aumentate del 5% con una crescita che ha investito tutte le Maison e che, in particolare, si caratterizza per la notevole performance di Montblanc e Peter Millar.

Spinto dalla passione per l’artigianato e per la creatività, Montblanc offre creazioni contemporaneamente eleganti e innovative, sia nel campo dell’orologeria che nella pelle pregiata e nei gioielli. Montblanc, inoltre, nel periodo di analisi, ha ottenuto un grande impatto mediatico grazie al lancio di Smartwatch Summit 2, lo *smartwatch* di lusso dalle tecnologie più avanzate combinate con i codici dell’alta orologeria svizzera.

Insieme a Montblanc, si è distinta la performance di Peter Millar nel settore abbigliamento classico e sportivo di lusso. Con materiali di altissima qualità, il marchio Peter Millar è uno dei brand più in crescita, in particolare negli Stati Uniti.

Quest’ultimo gode della distribuzione attraverso i migliori negozi, resort di prestigio e country club più esclusivi, nonché attraverso le sue boutique e negozi online. Le offerte di prodotti eccezionalmente validi ed un ottimo servizio ai clienti hanno coltivato una clientela straordinariamente fedele in tutto il mondo.

Peter Millar ha conseguito una crescita significativa nelle vendite dell'ultimo anno anche grazie al miglioramento del suo sito web statunitense: l’aggiornamento del sito, combinato con il marketing digitale, ha portato ad una crescita misurabile della consapevolezza del marchio da parte dei consumatori e, grazie a queste informazioni, continuerà a produrre rendimenti favorevoli, adattando l’esperienza di acquisto alle esigenze dei consumatori, nel canale digitale e nello store fisico.

4.7 M&A nel canale *e-commerce*: il caso Richemont – Yoox Net-A-Porter

Nel gennaio del 2018, il gruppo svizzero Compagnie Financière Richemont ha annunciato l'intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie emesse da Yoox Net-A-Porter Group, per un valore di quasi il 26% superiore rispetto ai corsi di Borsa del tempo: l'operazione, che è costata a Richemont circa € 2.7 miliardi, si è conclusa con successo nello stesso anno portando nel conglomerato svizzero un numero di azioni – insieme con quelle già in possesso – pari al 94.99% del capitale sociale di YNAP.¹⁹⁴

Ripercorrendo il percorso che ha portato al raggiungimento di questa operazione, troviamo un impegno da parte di Richemont – nel 2010 – nell'acquisizione della totalità delle azioni di Net-A-Porter, il principale rivenditore di moda di lusso online fondato nel Duemila e operante, all'epoca, in oltre 170 paesi in tutto il mondo, con un fatturato £ 120 milioni. Nonostante la crisi del 2008-2009, l'operazione in questione delinea l'atteggiamento proattivo mantenuto da Richemont, che ha pensato al lungo termine consolidando il proprio interesse nei confronti del sempre più influente *fashion retailer online*, del quale ha supportato il piano di sviluppo a livello internazionale.

Pochi anni più tardi, nel 2015, il gruppo svizzero ha annunciato la fusione della controllata Net-A-Porter, con il “*pure internet player*” Yoox.com, nato nel 1999 ed operante – al tempo – nei principali mercati mondiali (Europa, Usa, Canada, Giappone, Cina) con ottime performance, sia a livello di risultati sia a livello di visitatori, ed in forte crescita: nel 2009 il fatturato di € 152 milioni ha superato di circa € 20 milioni quello del precedente anno e nel 2012 la crescita ha superato i 29 punti percentuali; quest'ultima si è poi mantenuta costante fino al 2014, arrivando al +15%.

Il grafico che segue evidenzia la progressione dei ricavi netti di vendita di Yoox nel periodo 2008-2014, sviluppo che ha sicuramente concorso ad essere una delle motivazioni fondamentali alla base della fusione con Net-A-Porter.

¹⁹⁴ Eleonora Micheli, “Ynap vale 5.3 miliardi con l'offerta di Richemont,” *Il Sole 24 Ore*, January 22, 2018, https://www.ilsole24ore.com/art/ynap-vale-53-miliardi-l-offerta-richemont-AEaJSmmD?refresh_ce=1

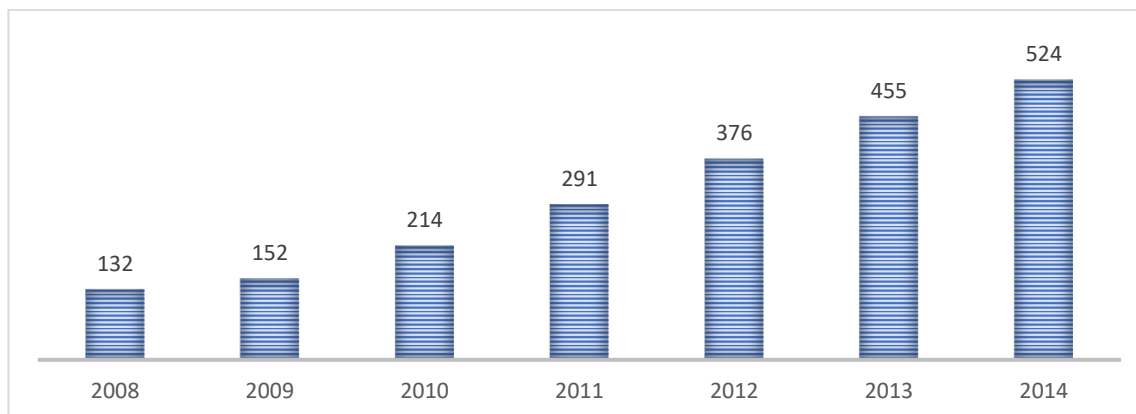


Figura 21-4¹⁹⁵: Ricavi netti di vendita (in milioni di €) Yoox 2008-2014

Al di là delle evidenti opportunità di continua crescita di Yoox, l'obiettivo che ha spinto il conglomerato Richemont a procedere con l'operazione di fusione tra la sua controllata Net-A-Porter e Yoox è stato il complementare *business model* caratterizzante le due realtà. In particolare, possiamo sintetizzare le ragioni alla base del *deal* nei seguenti punti:

- La reciproca funzionalità dei *business model* permettente il raggiungimento di categorie diverse di consumatori in tutti i mercati del lusso: le numerose collaborazioni di Yoox con i principali *luxury brands* consente l'ottenimento di sinergie significative con il *retailer online multimarca* Net-A-Porter, il quale gode di una presenza a livello globale.
- La possibilità di dar vita a sinergie di ricavo mediante la creazione di una piattaforma sempre più ampia, sia a livello di assortimento sia in termini di estensione geografica, e – pertanto – capace di favorire nuove collaborazioni o consolidare ancor di più le *partnership* con i vari marchi di lusso.
- Sinergie a livello di ricavi scaturenti dall'accrescimento della linea di *business monomarca* di Yoox (che nel giugno 2014 contava 38 online store e rappresentava circa il 27% dei ricavi consolidati del gruppo¹⁹⁶) mediante l'accostamento dell'offerta dei top marchi di Net-A-Porter.
- Sfruttamento combinato delle distintive competenze editoriali, di marketing e creative di Yoox e di Net-A-Porter per offrire servizi a valore aggiunto ai clienti.

¹⁹⁵ Fonte: Elaborazione propria da dati *Yoox.com*

¹⁹⁶ Dominique Muret, "Yoox rafforza l'attività monomarca con Lanvin," *Fashion Network*, July 31, 2014, <https://it.fashionnetwork.com/news/yoox-rafforza-l-attivita-monomarca-con-lanvin,421802.html>

- Possibilità di accrescere le vendite, di migliorare il “*sell through*”¹⁹⁷ ed il *retail margin* mediante la condivisione della piattaforma tecnologica in grado di mettere in connessione tutti i negozi *online* ed i centri logistici del nuovo Yoox Net-A-Porter, attraverso la creazione di un “magazzino virtuale globale”.¹⁹⁸
- Favorire della complementarietà geografica delle due realtà: Yoox, con l’operazione, rafforza la propria presenza nel Regno Unito ed in Australia mentre Net-A-Porter ha la possibilità di operare anche in Italia, Giappone e Cina.
- Miglioramento della leva operativa: sfruttamento di sinergie di costo derivanti – in gran parte – dall’ottimizzazione e dal conseguimento di economie di scala nell’attività di approvvigionamento e logistica, oltre che negli investimenti di *web marketing*. In termini di efficienza, contribuiscono anche la diffusione delle *best practices* di entrambi i *players* lungo tutta la *value chain*, insieme al miglioramento delle consegne ed alla riduzione dei costi di spedizione per effetto della ottimizzata logistica.
- Ottimizzazione degli investimenti in *research and development* (R&D).

Come dichiarato da Federico Marchetti – Fondatore di Yoox e Amministratore Delegato del Gruppo YNAP (Yoox Net-A-Porter) – in sede di dichiarazione dell’operazione di fusione oggetto di analisi: “La fusione tra YOOX e Net-A-Porter darà vita ad un Gruppo leader su scala mondiale destinato a portare un ulteriore cambiamento nella moda online. Nei 15 anni dalla loro fondazione, entrambe le società hanno creato un mercato, trasformato il settore e con la loro fusione si apriranno ulteriori prospettive di crescita. L’unione delle competenze distintive ci permetterà inoltre di rafforzare ancora di più il legame con i marchi del lusso, offrendo loro maggiori opportunità su una piattaforma indipendente, completa e specializzata, che opera a livello globale”¹⁹⁹.

Così, ad ottobre 2015, l’operazione di fusione è giunta a compimento ed ha iniziato ad operare Yoox Net-A-Porter Group, leader indipendente nel *luxury fashion e-commerce* e punto di riferimento per tutti i più importanti *brand* a livello mondiale, con sede in Italia. Nel 2014, i ricavi netti aggregati del Gruppo, provenienti dall’accostamento delle cifre di

¹⁹⁷ Con il termine “*sell through*” si fa riferimento all’indice esprimente la percentuale di merce venduta dal retailer (*sell out*) sul totale della merce entrata nel negozio (*sell in*).

¹⁹⁸ Silvia Scagnelli, “Comunicato Stampa: fusione tra Yoox Group e The Net-A-Porter Group,” *Yoox.com*, March 31, 2015, https://cdn3.yoox.biz/cloud/ynap/uploads/doc/2015/31-March-2015_YOOX_NAP-MERGER.pdf

¹⁹⁹ *Ibidem*

Yoox e di Net-A-Porter, raggiungevano i € 1.3 miliardi, con un EBITDA di circa € 108 milioni. In conseguenza all'operazione di fusione, anche la base di clienti a livello mondiale si è ampliata raggiungendo i due milioni ed il numero di visitatori unici mensili ha superato la cifra di 24 milioni.

L'operazione che ha reso possibile la nascita del Gruppo YNAP è una fusione per incorporazione: in Yoox è stato incorporato un veicolo italiano "Newco" detenente la totalità del capitale di Net-A-Porter. Richemont, unico azionista di "Newco", deteneva il 50% del capitale sociale della società risultante dalla fusione, con diritto di voto esercitabile limitatamente al 25%, al fine di non intaccare l'indipendenza del nuovo Gruppo. Con quest'ultima finalità, è stato deliberato anche che il conglomerato svizzero non potesse nominare più di due membri del C.d.A. (su un minimo di dodici) e che il C.d.A. di YNAP fosse composto almeno per il 50% da amministratori indipendenti.

L'elevato potenziale sinergico insito nell'operazione oggetto di analisi è stato percepito, al momento dell'annuncio nel 2015, anche da parte del mercato finanziario: come emerge dal grafico che segue, il prezzo delle azioni di Yoox è aumentato di oltre il 30% successivamente all'annuncio (marzo 2015) e – sempre nello stesso arco temporale – i volumi sono stati circa cinque volte superiori rispetto alla media giornaliera dell'intero periodo. L'andamento ha continuato il suo *trend* positivo anche successivamente all'annuncio, giungendo al suo massimo nel giugno 2015.

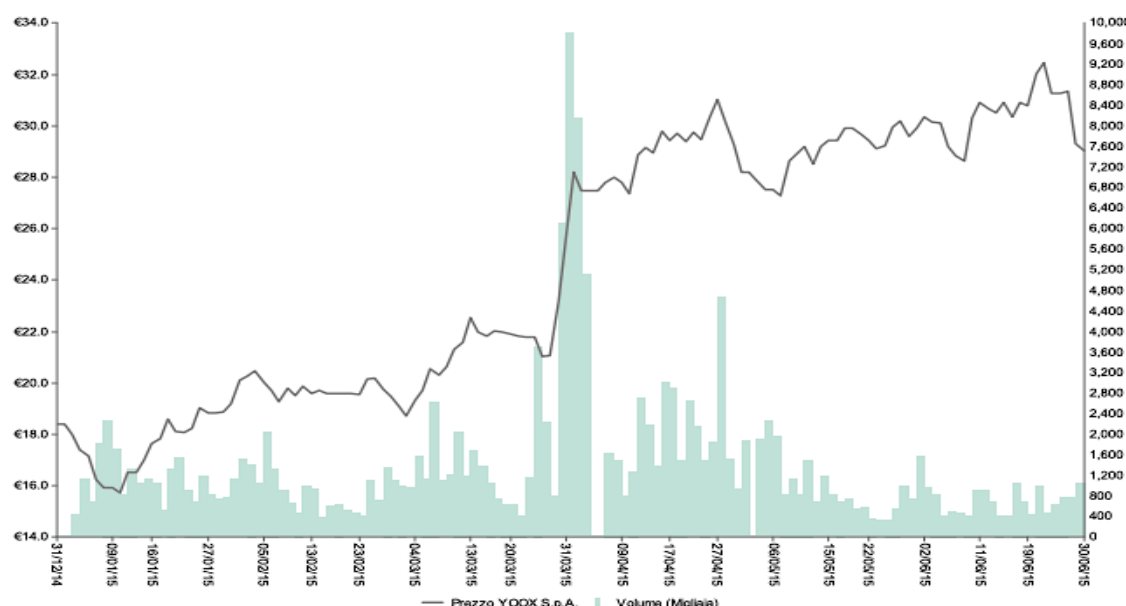


Figura 22-4²⁰⁰: Andamento del titolo di Yoox S.p.A., I semestre 2015.

²⁰⁰ Report Annuale 2015, *Yoox.com*.

Dalla relazione sull'andamento della gestione successivamente all'operazione di fusione, negli anni 2016 e 2017, si evince una crescita del fatturato del Gruppo in tutti i mercati geografici di operatività e in tutti i business nei quali è operante. Risultano incrementati, ovviamente, anche il numero di clienti attivi, di visitatori unici e di ordini.

	31 DIC 2016	31 DIC 2015
NUMERO DI VISITATORI UNICI AL MESE ¹⁸ (MILIONI)	28,8	27,1
NUMERO DI ORDINI ('000)	8.361	7.072
AOV ¹⁹ (EURO)	334	352
NUMERO DI CLIENTI ATTIVI ²⁰ ('000)	2.922	2.519

Figura 23-4²⁰¹: KPI relativi all'attività di Yoox Net-A-Porter 2015-2016

Nel 2016, Yoox Net-A-Porter Group ha conseguito ricavi netti di vendita pari a € 1.870.600, in crescita di oltre il 12% rispetto alla cifra raggiunta nel 2015. Escludendo l'impatto dei piani di incentivazione, l'EBITDA – pari a € 143.352 – risulta in aumento del 17% rispetto al precedente anno; anche il margine sul fatturato (8.3%) è superiore rispetto a quello del 2015: tale incremento è attribuibile allo sfruttamento della leva operativa sui costi di preparazione merci e spese generali.

Anche nel 2017 si è confermato il *trend* positivo del Gruppo risultante dalla fusione: il numero di visite è salito a 842 milioni e anche il numero di ordini è risultato in aumento di oltre il 13% rispetto al precedente anno, insieme al numero di clienti attivi: 3.1 milioni nel 2017 contro i 2.9 milioni del 2016.

L'analisi dell'operazione di fusione sul gruppo svizzero Richemont evidenzia, nell'anno successivo al compimento del *deal*, un incremento del 67% del profitto netto, il quale ha toccato la cifra di € 2.227 milioni, principalmente causato da un guadagno al netto delle imposte di 639 milioni proveniente proprio dall'operazione che ha portato all'unione di Yoox e Net-A-Porter.

Nel 2018 – in uno scenario nel quale il canale digitale dominava la scena anche per i *player* del lusso e la strategia di distribuzione “*omnichannel*” diveniva un fattore fondamentale per la crescita a lungo termine – il conglomerato Richemont ha lanciato un Offerta Pubblica di Acquisto sul totale delle azioni del Gruppo YNAP, andando a prendersi anche le azioni non in suo possesso con la finalità di focalizzarsi sul canale online in modo consolidato, soddisfacendo un *luxury customer* sempre più *digital*.

²⁰¹ Report Annuale 2015, *Yoox.com*

L'operazione, che è costata al conglomerato € 2.7 miliardi e che è stata finanziata tramite mezzi propri e tramite il finanziamento con Goldman Sachs, ha conferito a Yoox Net-A-Porter un valore di € 5.3 miliardi.

La fusione si è conclusa positivamente nel maggio 2018 e attualmente Richemont detiene il 95% delle azioni ordinarie del Gruppo YNAP, ormai esperto da oltre due decenni nella gestione di *e-commerce* di lusso e capace di soddisfare, attraverso un servizio qualitativamente elevato ed un'innovazione guidata dai dispositivi mobili, le esigenze dei moderni clienti “iperconnessi”.

Dai documenti finanziari pubblicati dal gruppo Richemont possiamo notare l'impatto di Ynap sulle vendite del conglomerato nel 2019: i risultati raggiunti dall'*e-retailer* sono contenuti nel segmento “*Online Distributors*” del Gruppo svizzero.

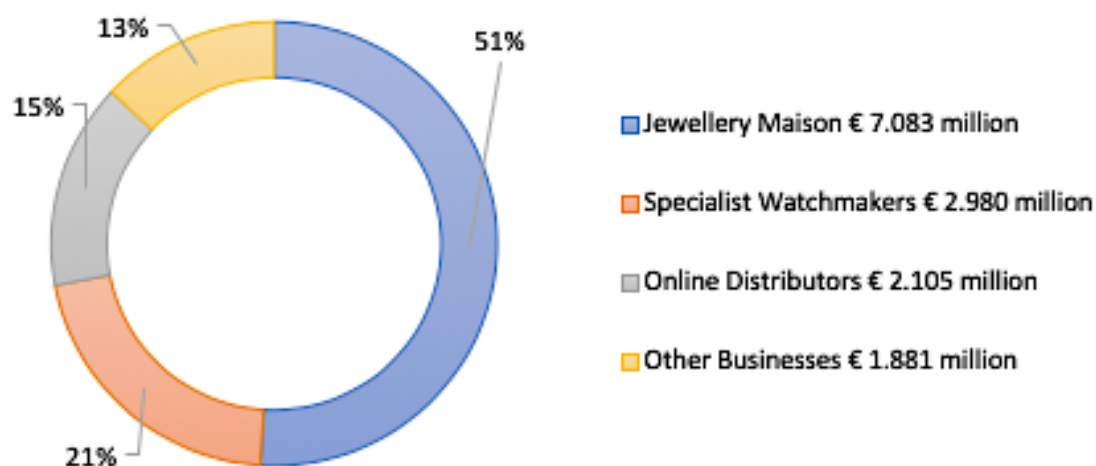


Figura 24-4²⁰²: Ricavi 2019 di Richemont per segmenti di business

Come constatiamo dal grafico, il segmento “*Online Distributors*” ha contribuito per il 15% ai ricavi del conglomerato, raggiungendo la cifra di € 2.1 miliardi: Richemont dichiara una crescita a doppia cifra per le realtà *e-commerce* (Ynap e Watchfinder), le quali, tuttavia, registrano una perdita operativa di oltre € 260 milioni, principalmente attribuibile alle somme destinate all'ambito tecnologico e logistico, soprattutto per lo sviluppo delle piattaforme “The Outnet” e “Mr Porter” (Ynap Group).

L'ecosistema Yoox Net-A-Porter è costituito, oggi, dalla “*Luxury Division*”, “*Fashion Division*” e dalla “*Online Flagship Stores Division*” servendo una base di circa 3.5 miliardi di clienti attivi, generanti oltre un miliardo di visite online.

²⁰² Fonte: Riproduzione propria da dati Richemont 2019

Come commentato dal fondatore di Yoox e Amministratore Delegato di YNAP Federico Marchetti: “Il razionale dell’operazione è investire ulteriori risorse con l’obiettivo di accelerare il solido percorso di crescita di YNAP e rafforzare la posizione di leadership nel lungo termine nel settore del lusso online: questo si tradurrà in maggiori investimenti in prodotto, tecnologia, logistica, persone e marketing.”²⁰³

Ed è proprio con l’intento di sfruttare il potenziale di crescita ancora molto ampio del gruppo Ynap che Richemont si è mosso per conquistare il totale della società, prima che altri *competitors* come Kering o LVMH potessero intervenire, dato l’*appealing* del canale *e-commerce* per gli attuali clienti del *luxury*.

Nel 2019, il conglomerato svizzero Compagnie Financière Richemont ha anche annunciato la *partnership* strategica con Alibaba Group – il più grande e-commerce al mondo per volumi di vendita – al fine di portare, mediante l’apertura del *flagship* store “Net-A-Porter” nella sezione Luxury di Alibaba, l’offerta di Net-A-Porter e di MR Porter (siti online appartenenti alla “*Luxury Division*” di YNAP) ai sempre più importanti consumatori cinesi, ridefinendone l’esperienza di acquisto: si stima, infatti, che questi ultimi costituiranno oltre il 50% del *global luxury industry* entro il 2025.²⁰⁴²⁰⁵

²⁰³ Eleonora Micheli, “Ynap vale 5.3 miliardi con l’offerta di Richemont,” *Il Sole 24 Ore*, January 22, 2018, https://www.ilsole24ore.com/art/ynap-vale-53-miliardi-l-offerta-richemont-AEaJSmmD?refresh_ce=1

²⁰⁴ Redazione Moda Economia, “Yoox Net-A-Porter, parte l’intesa tra Richemont e Alibaba,” *Corriere Della Sera*, October 1, 2019, https://www.corriere.it/moda/business/19_ottobre_01/yoox-net-a-porter-parte-l-intesa-richemont-alibaba-cbafb046-e431-11e9-ae1a-c38fc044b2b3.shtml

²⁰⁵ Francesca Gerosa, “Accordo tra Richemont e Alibaba per una joint venture in Cina,” *Milano Finanza*, October 26, 2018, <https://www.milanofinanza.it/news/accordo-tra-richemont-e-alibaba-per-una-joint-venture-in-cina-201810260841243646>

CONCLUSIONI

Lo studio fin qui effettuato ha raggiunto l'obiettivo di partenza di analizzare e comprendere come le operazioni di *merger & acquisition* siano state e siano – nonostante le criticità ed i profili di rischio che inevitabilmente si portano dietro – lo strumento efficace per la solida e vivace crescita dei principali *players* del settore del lusso.

La necessità di rispondere ad un segmento sovranazionale di consumatori – sempre più omogenizzato nello stile di vita, di consumo e di comportamento di acquisto – unita con le potenzialità della tecnologia di raggiungere qualsiasi individuo in ogni paese, ha reso e rende la crescita diversificata – attuata tramite operazioni di integrazione di una pluralità di imprese operanti in ogni settore del lusso – una strategia essenziale al fine di riuscire a competere in tutte le aree a livello internazionale e compensare gli ingenti investimenti (principalmente in comunicazione e distribuzione) con la realizzazione di ricavi molto elevati, provenienti da aree geografiche diverse.

Le *luxury conglomerates* influenzano notevolmente l'industria della moda, contribuendo, tra le altre cose, a renderla sicuramente più stabile: se i *brand* dei quali i gruppi in questione sono proprietari operassero in maniera indipendente, sicuramente non sarebbero in grado di raggiungere le marginalità con le quali, invece, si stanno garantendo il successo al giorno d'oggi.

Dallo studio delle operazioni di M&A attuate dai principali conglomerati del lusso emerge come l'acquisizione sia capace di generare una condivisione di risorse a livello di gruppo suscettibile a dar vita a sinergie di ricavo e di costo che consentono, a ciascun *brand*, di trarre vantaggio dalle forze combinate del conglomerato di appartenenza.

Come emerge dai casi analizzati, l'acquisto di un nuovo marchio porta all'interno del gruppo ulteriori competenze, clienti e mercati che consentono di massimizzare il valore economico complessivo e minimizzare la rischiosità: le economie di scala di tipo industriale, di *marketing* e distributive che si realizzano nei grandi gruppi di moda come Kering, LVMH e Richemont – infatti – si affiancano ad un abbassamento del livello del rischio, ripartito su molte imprese e molti mercati, oltre che ad una notevole capacità finanziaria ed un accesso ad una rete esclusiva di fornitori e talenti professionali.

Dall'altro lato, il conglomerato dota le imprese acquisite ed entrate nel suo portafoglio degli strumenti necessari per sostenere la loro crescita, in particolare, di risorse finanziarie e gestionali, oltre ad offrire loro la possibilità di servire, autonomamente, più mercati contemporaneamente, aumentando così anche la propria base di clienti: quest'ultime concorrono ad essere tra le principali motivazioni che hanno spinto la maggior parte delle *luxury houses* a prediligere la “perdita” di un po’ della propria autonomia per entrare a far parte di un gruppo, dotato di risorse indubbiamente molto più elevate e poter così far leva su di un vantaggio dimensionale finalizzato a raggiungere le migliori *performances*. Le operazioni di M&A analizzate, inoltre, mostrano come l'autonomia lasciata ad ogni *Maison*, volta a non modificarne l'*heritage*, l'identità ed i valori, sia uno dei fattori atto a garantire il successo dell'operazione. Ovviamente, l'indipendenza garantita ad ogni *luxury house* acquisita deve poter bilanciarsi con un'integrazione della stessa all'interno del gruppo, condizione fondamentale per il successo dell'operazione.

BIBLIOGRAFIA

Arienti, Patrizia, Enrico Cosio et al. "Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020." *Deloitte & Touche*, 2020.

Arienti, Patrizia. "Global Power of Luxury Good 2019: Bridging the gap between the old and the new." *Deloitte & Touche* (2019): 19.

Arlotta, Carlo, Elisabetta Coda Negozio and Sebastiano Di Diego. *PMI e M&A in Italia: Una strada sicura per la crescita*. Milano: Franco Angeli, 2015.

Augusta, Monica, Mario Baccarlino et al. "Processi di integrazione organizzativa a valle di operazioni di M&A." *Fondazione ISTUD*, January, 2016, https://www.freeyourtalent.eu/blog/wp-content/uploads/2016/03/05_tesina_manda.pdf

Balena, Carlotta. "Il logo alla portata di tutti: la strategia del 'lusso accessibile'." *Fortune Italia* (2019): <https://www.fortuneita.com/2019/01/19/il-logo-alla-portata-di-tutti-la-strategia-del-lusso-accessibile/>

Barney, Jay B. "Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy." *Management Science* 32, no. 10 (1986): 1231-1241. <https://doi.org/10.1287/mnsc.32.10.1231>

Barnes, David. *Understanding Business: Processes*. London: Psychology Press, 2001.

Barton, Christine, Jeffrey Shaddix, et al. "2019 True-Luxury Global Consumer Insight." *Boston Consulting Group and Altagamma*, no. 6 (2019): 1-48.

Batterink, Maarten. *Profiting from external knowledge: How firms use different knowledge acquisition strategies to improve their innovation performance*. The Netherlands: Wageningen Academic Publishers, 2008. doi: 10.3920/978-90-8686-655-7

Bellizzi, Francesco. "Il mercato del lusso sarà l'oggetto del desiderio di quest'anno." *Investire*, May 28, 2020. <https://www.investiremag.it/commenti/2020/05/28/news/il-mercato-del-lusso-sara-l-oggetto-del-desiderio-di-quest-anno-16381/>

Ben, L. "Just Eat compra Grubhub per 7,3 miliardi di dollari. Nasce colosso del food delivery." *Il Sole 24 Ore*, June 11, 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/just-eat-compra-grubhub-73-milioni-dollari-nasce-colosso-delivery-ADAds7W>

Bennewitz, Sara. "LVMH si prende Belmond il re degli hotel di lusso." *La Repubblica* (2018). <https://ricerca.repubblica.it/repubblica/archivio/repubblica/2018/12/15/lvmh-si-prende-belmond-il-re-degli-hotel-di-lusso31.html>

Bhattacharyya, Sugato and Amrita Nain. "Horizontal acquisitions and buying power: A product market analysis." *Journal of Financial Economics* 99, no. 1 (2011): 97-115. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.007>

Biondi, Andrea. "Nasce il gigante Disney-Fox, completato il deal da 71 miliardi di dollari," *Il Sole 24 Ore*, March 20, 2019. <https://www.ilsole24ore.com/art/nasce-gigante-disney-fox-completato-deal-71-miliardi-dollari-ABpVbAgB>

Boccardelli, Paolo and Franco Fontana. *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano: Hoepli, 2015.

Bolelli, Gianluca. "Kering ha confermato che sarà tagliato il personale di Brioni." *Fashion Network*, March 21, 2016. <https://it.fashionnetwork.com/news/kering-ha-confermato-che-sara-tagliato-il-personale-di-brioni,672286.html>

Bottelli, Paola. "I gioielli di Pomellato ai francesi del gruppo Kering." *Il Sole 24 Ore* (2013). <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-04-24/gioielli-pomellato-francesi-gruppo-092258.shtml?uuid=AbN7l4pH>

Bottelli, Paola. "Tempi difficili per Brioni, che paga gli errori strategici di Kering." *Il Sole 24 Ore*, March 14, 2016. <https://st.ilsole24ore.com/art/moda/2016-03-14/tempi-difficili-brioni-che-paga-errori-strategici-kering--130512.shtml?uuid=ACDPjinC>

Bottoli, Roberto. "Deal o no deal? La situazione attuale delle operazioni di M&A." *GAM Investments*, June 24, 2020. <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/deal-or-no-deal-the-m-and-a-landscape>

Bower, Joseph L. "Not All M&As Are Alike and That Matters." *Working Knowledge Harvard Business School* (2001). <https://hbswk.hbs.edu/item/not-all-mas-are-alikeand-that-matters>

Bratta, Filippo. "Valutazioni a picco per le aziende nell'era post-Covid. Crollo dei multipli del 20%. Lo calcola Scouting." *Bebeez*, July 13, 2020. <https://bebeez.it/2020/07/13/valutazioni-a-picco-per-le-aziende-nellera-post-covid-crollo-del-multipli-del-20-lo-calcola-scouting/>

Brealey, Richard A., Stewart C. Myers and Franklin Allen. *Principles of Corporate Finance 10th Edition*. New York: McGraw-Hill Irwin, 2011.

Brooks, John. *The Go-Go Years: The Drama and Crashing Finale of Wall Street's Bullish 60s*. New York: John Wiley & Sons, 1998.

Bruner, Robert F. "The Use of Excess Cash and Debt Capacity as a Motive for Merger." *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, no. 2 (1988): 201. doi: 10.2307/2330881

Brun, Alessandro and Cecilia Castelli. "Come le aziende del lusso si stanno preparando al post Covid-19." *Politecnico Milano School of Management*, May 18, 2020. <https://www.som.polimi.it/come-le-aziende-del-lusso-si-stanno-preparando-al-post-covid-19/>

Caiazza, Rosa. *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2011.

Caiazza, Rosa and Tiziana Volpe. "M&A process: a literature review and research agenda." *Business Process Management Journal* 21, no. 1 (2015): 208. doi: 10.1108/BPMJ-11-2013-0145

Caiazza, Rosa. *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2012.

Caiazza, Rosa and Tiziana Volpe, "The emerging factors affecting China's outward foreign direct investments." *Management and Organizational Studies* 1, no. 2 (2014): 18. <https://doi.org/10.5430/mos.v1n2p18>

Caielli, Ilaria. "Luxury farming, quando le case di moda si producono da sole le materie prime." *Wired.it* (2017). https://www.wired.it/economia/business/2017/07/04/luxury-farming-e-controllo-di-filiera-lintegrazione-verticale-e-in-nome-della-trasparenza/?refresh_ce=

Caiazza, Rosa. *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2012.

Camatari, Samuele. “5 trend che stravolgeranno il luxury ecommerce nel 2019.” *EcommerceGuru* (2019). <https://www.ecommerceguru.it/trend-di-mercato/5-trend-che-stravolgeranno-il-luxury-ecommerce-nel-2019/>

Camurati, Federica. “Lvmh si consolida nell’hotellerie con Belmond.” *MF Fashion* (2018). <https://www.mffashion.com/news/finanza/lvmh-si-consolida-nell-hotellerie-con-belmond-201812141051054198>

Capasso, Arturo, and Olimpia Meglio. *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi, esperienze*. Milano: Franco Angeli, 2009.

Caprotti, Marco. “La Cina è sempre più luxury.” *Morningstar* (2019). <https://www.morningstar.it/it/news/195568/la-cina-%C3%A8-sempre-pi%C3%B9-luxury.aspx>

Carbonara, Gabriele and Rosa Caiazza. “Merger and Acquisitions: Causes and Effects.” *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* 14, no. 2 (2009): 189.

Carrà, Massimiliano. “E-Trade, dal trading online al tempio di Wall Street.” *Forbes*, February 21, 2020. <https://forbes.it/2020/02/21/morgan-stanley-acquisizione-e-trade-per-13-miliardi-i-dettagli-dell-operazione-e-la-reazione-dei-titoli-in-borsa/>

Carrer, Stefano. “Coronavirus, la Cina taglia i tassi principali per puntellare l’economia.” *Il Sole 24 Ore*, February 20, 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/coronavirus-cina-taglia-tassi-principali-puntellare-l-economia-ACswRiKB>

Casadei, Marta. “Moda ‘second hand’, è boom di rivendite grazie a Instagram e sostenibilità.” *Il Sole 24 Ore* (2019). <https://www.ilsole24ore.com/art/moda-second-hand-e-boom-rivendite-grazie-instagram-e-sostenibilita-ACaDQRU>

Castello, Maurizio. “Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury: Quale valore per i marchi italiani?” *KPMG Advisory*, 2014.

Cellino, Maximilian. “UniCredit, addio a Fineco: ceduta ultima quota per 1,1 miliardi.” *Il Sole 24 Ore*, July 8, 2019. <https://www.ilsole24ore.com/art/unicredit-addio-fineco-avviata-cessione-quota-residua-183percento-ACVqATX>

Christofferson Scott, Rob McNish and Diane Sias. “Where mergers go wrong.” *McKinsey on Finance* (2004): 1-6.

Christofferson Scott A., Robert S., McNish and Diane L. Sias. "Where mergers go wrong." *McKinsey Quarterly* (2004): 1-6. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong#>

Chunlai, Chen and Christopher Findlay. "A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC". *Asian-Pacific Economic Literature* 17, no. 2 (2003): 14-38.

Cianflone, Mario. "Perché Fca ha venduto Magneti Marelli ai giapponesi di Calsonic." *Il Sole 24 Ore*, October 22, 2018. <https://www.ilsole24ore.com/art/perche-fca-ha-venduto-magneti-marelli-giapponesi-calsonic-AECagmTG>

Clark, Wendel and Jayne Thompson. "The Disadvantages of Merging Companies." *Bizfluent* (2018). <https://bizfluent.com/info-8234752-do-mergers-affect-employees.html>

Cristerna, Hernan, Chris Ventresca et al., "2020 Global M&A Outlook: Navigating a period of uncertainty." *J.P. Morgan* (2020): 3.

Condina, Cheo. "Famiglia De Benedetti: Cir accorcia la catena societaria e si fonde in Cofide." *Il Sole 24 Ore*, March 11, 2019. <https://www.ilsole24ore.com/art/famiglia-de-benedetti-cir-accorcia-catena-societaria-e-si-fonde-cofide-ABeTf0cB>

Cuofano, Gennaro. "The Kering Group Multi-Brand Business Model in a nutshell." *Four Week MBA*, 2017. <https://fourweekmba.com/kering-business-model/#:~:text=Kering%20Group%20follows%20a%20multi,those%20brands%20are%20run%20independently.>

Dallas Business Journal Staff Writer. "Texas-based bank CEO steps down as \$5.5B merger called off." *Houston Business Journal*, May 26, 2020. <https://www.bizjournals.com/houston/news/2020/05/26/texas-capital-bank-keith-cargill-independent-bank.html>

D'Arpizio, Claudia and Federica Levato. "Luxury Goods Worldwide Market Study. The future of luxury: A look into tomorrow to understand today." *Bain & Company* (2019): 1-27.

D'Arpizio, Claudia, Federica Levato and Filippo Prete. "Eight Themes That Are Rewriting the Future of Luxury Goods." *Bain & Company*, no. 18 (2020).

DePamphilis, Donald M. *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases and Solutions*. London: Academic Press, 2015.

De Stobbeleir, Ilya. "Market Basics: Merger Waves." *Asset Management Study Association* (2019). <https://www.amsa-network.com/amsanews/search/2019/1/17/market-basics-merger-waves>

Dringoli, Angelo. *Merger and Acquisition Strategies: How to Create Value*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2016.

Dominelli, Celestina. "Eni, maxi-accordo negli Emirati per l'acquisizione del 20% di Adnoc Refining." *Il Sole 24 Ore*, January 27, 2019. <https://www.ilsole24ore.com/art/eni-maxi-accordo-emirati-l-acquisizione-20percento-adnoc-refining--AFTGzG>

European Economy Institutional Paper. "European Economic Forecast: Spring 2020." *European Commission*, May 2020.

Ferraro, Martina. "Prada rileva quattro negozi di Milano dalla società di famiglia." *MF Fashion* (2019). <https://www.mffashion.com/news/livestage/prada-rileva-quattro-negozi-di-milano-dalla-societa-di-famiglia-201910301048193963>

Ferretti, Michele. "Mercato M&A in Italia: rapporto KPMG Corporate Finance." *KPMG Corporate Finance*, 2020.

Fiani, Maximilian Peter. "Rapporto M&A 2019: Record di operazioni in Italia." *KPMG Corporate Finance* (2020): 11; 35.

Fildes, Nic and Philip Georgiadis. "Brussels clears Vodafone's €19 bn Liberty Global deal: UK telecoms group wins regulatory backing after concessions ease competition fears." *Financial Times*, July 18, 2019.

Filipetti, Simone. "LVMH conquista la griffe Bulgari." *Il Sole 24 Ore*, March 8, 2011. <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-03-07/lvmh-conquista-griffe-bulgari-222515.shtml?uuid=AaflIED>

Filippi, Francesca. "Da La Perla a Cavalli, per marchi in crisi banco di prova a settembre." *Adnkronos Economia*, August 3, 2019.

https://www.adnkronos.com/soldi/economia/2019/08/03/perla-brioni-per-marchi-crisi-banco-prova-settembre_av8Pn6JP3MkE9gEAKz8RVI.html?refresh_ce

Fioravanti, Andrea. "L'impero di Arnault: Ecco come LVMH si è mangiato il mercato del lusso e perché non ha intenzione di smettere." *Linkiesta* (2019). <https://www.linkiesta.it/it/article/2019/12/03/lvmh-tiffany-bernard-arnault/44594/>

Fiordalisi, Mila. "Inwit-Vodafone Towers, è fatta: nasce la maxi newco delle torri." *Network Digital* 360, March 25, 2020. <https://www.corrierecomunicazioni.it/telco/5g/inwit-vodafone-towers-e-fatta-nasce-la-maxi-newco-delle-torri/>

Fontana, Franco, and Paolo Boccardelli. *Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano: Hoepli, 2015.

Forestieri, Giancarlo. *Corporate & Investment Banking: quarta edizione*. Milano: Egea S.p.A., 2018.

Gaughan, Patrick A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*. New York: John Wiley & Sons, 2010.

Gavin, Matt. "What are Mergers & Acquisitions? 4 Key Risks." *Harvard Business School Online* (2019). <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

Gerosa, Francesca. "Accordo tra Richemont e Alibaba per una joint venture in Cina." *Milano Finanza*, October 26, 2018. <https://www.milanofinanza.it/news/accordo-tra-richemont-e-alibaba-per-una-joint-venture-in-cina-201810260841243646>

Given, Ruth S. "Economies of scale and scope as an explanation of merger and output diversification activities in the health maintenance organization industry." *Journal of Health Economics* 15, no. 6 (1996): 688. [https://doi.org/10.1016/S0167-6296\(96\)00500-0](https://doi.org/10.1016/S0167-6296(96)00500-0)

Golizia, Dario. *Fashion business model. Strategie e modelli delle aziende di moda*. Milano: Franco Angeli, 2016.

Gomes, Emanuel, Yaakov Weber, Chris Brown and Shlomo Yedida Tarba. *Mergers, Acquisitions and Strategic Alliances: understanding the Process*. London: Palgrave Macmillan, 2011.

Grant, Robert M. "Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm." *Strategic Management Journal* 17, no. S2 (1996): 109. <https://doi.org/10.1002/smj.4250171110>

Greco, Filomena. "Ferrero acquisisce biscotti e snack di Kellogg negli Stati Uniti." *Il Sole 24 Ore*, April 1, 2019. <https://www.ilssole24ore.com/art/ferrero-acquisisce-biscotti-e-snack-kellogg-stati-uniti-ABktpjB>

Green, Alastair, Ari Oxman and Laurens Seghers. "Preparing for private-equity exits in the Covid-19 era." *McKinsey & Company*, June 2020.

Handler, Milton and Stanley D. Robinson. "A decade of Administration of The Celler-Kefauver Antimerger Act." *Columbia Law Review* 61, no. 4 (1961): 629. <https://www.jstor.org/stable/1120198>

Hitt, Michael A. "The new frontier: Transformation of management for the new millennium." *Organizational Dynamics* 28, no. 3 (2000): 7-17.

Hitt, Michael A., David King, Hema Krishnan, Marianna Makri and Mario Schijven. "Creating Value Through Mergers and Acquisitions: Challenges and Opportunities." *Oxford Scholarship Online* (2012): 1. doi: 10.1093/acprof:oso/9780199601462.003.0004

Ibrahimi, Mohammed. *Mergers & Acquisitions: Theory, Strategy, Finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2018.

Johnson, Gerry, Kevan Scholes and Richard Whittington. *Exploring Corporate Strategy: text & cases*. Harlow: Pearson Education, 2008.

Kats, Jeffrey P., Astrid Simanek and James B. Townsend. "Corporate Mergers And Acquisitions: One More Wave To Consider." *Business Horizons* 40, no. 1 (1997): 35. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(97\)90023-9](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(97)90023-9)

Kotler, Philip. *Marketing Management*. Milano: Pearson, 2012.

Leroy, Jean-Paul. "Ecco ciò che Kering si aspetta da Pomellato." *Fashion Network* (2013). <https://it.fashionnetwork.com/news/Ecco-cio-che-kering-si-aspetta-da-pomellato,326552.html>

Maheshwari, Sapna. "Bankrupt Brooks Brothers Finds a Buyer." *The New York Times* (2020). <https://www.nytimes.com/2020/08/12/business/brooks-brothers-sale-authentic-brands.html>

Micheli, Eleonora. "Ynap vale 5.3 miliardi con l'offerta di Richemont." *Il Sole 24 Ore*, January 22, 2018. https://www.ilsole24ore.com/art/ynap-vale-53-miliardi-l-offerta-richemont-AEaJSmmD?refresh_ce=1

Minà, Matteo. "LVMH, primo investimento in una conceria italiana." *MF Fashion* (2019). <https://www.mffashion.com/news/livestage/lvmh-primo-investimento-in-una-conceria-italiana-201912201852057966>

Moraglio, Adriano. "Brioni ora fa il giro del mondo in 80 boutique." *Il Sole 24 Ore*, November 27, 2013. <https://adrianomoraglio.blog.ilsole24ore.com/2013/11/27/brioni-ora-fa-il-giro-del-mondo-in-80-boutique>

Mosca, Fabrizio. *Strategie nei mercati del lusso: Marketing, digitalizzazione, sostenibilità*. Milano: Egea S.p.A., 2017.

Mosca, Fabrizio. *Marketing dei beni di lusso*. Milano: Pearson, 2010.

Muret, Dominique. "Yoox rafforza l'attività monomarca con Lanvin." *Fashion Network* (2014). <https://it.fashionnetwork.com/news/yoox-rafforza-l-attivita-monomarca-con-lanvin,421802.html>

Murgida, Rosario. "Redditività in forte aumento nel primo trimestre." *QuattroRuote* (2018). https://www.quattoruote.it/news/industria/finanza/2018/05/03/ferrari_risultati_trimestrali_da_record_utile_19_4_.html

Napolitano, Gennaro. "Con il decreto legge crescita riecco il bonus aggregazioni." *Fisco Oggi* (2019). <https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/decreto-legge-crescita-riecco-bonus-aggregazioni>

Napolitano, Maria Rosa. *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*. Milano: Franco Angeli, 2003.

Pambianco, David. "A Richemont il 100% di VVSA." *PambiancoNews* (2012). <https://www.pambianconews.com/2012/10/02/a-richemont-il-100-di-vvsa-107948/>

Passeri, Elena. "Loro Piana entra a far parte di LVMH." *Fashion Network* (2013) <https://it.fashionnetwork.com/news/loro-piana-entra-a-far-parte-del-gruppo-lvmh,340718.html>

Paton, Elizabeth. "LVMH acquires Les Tanneries Roux." *Financial Times* (2012). <https://www.ft.com/content/0c4a61c6-9563-11e1-8faf-00144feab49a>

Perry, Martin K. and Robert, H. Porter. "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger." *The American Economic Review* 75, no. 1 (1985): 219. <http://www.jstor.org/stable/1812716>

Pettenò, Emanuela, Raffaele Cestari and Alessandro Vitali. "Consumer Markets: Itali M&A Trends 2019 e Outlook 2020." *PwC Italia*, 2020.

Russo, Gianni. "L'industria Conciaria Italiana." *UNIC Concerie Italiane* (2019). <https://www.unic.it/conceria-italiana/industria-conciaria-italiana>.

Ramachandran, Swetha. "L'affermazioni del lusso esperenziale." *GAM Investments* (2019). <https://www.gam.com/it/our-thinking/investment-opinions/the-rise-in-experiential-luxury-trends>.

Sacchi, Maria Silvia. "La sfida delle pasticcerie milanesi: Prada compra l'80% di Marchesi." *Corriere Della Sera* (2014). https://www.corriere.it/economia/14_marzo_14/sfida-pasticcerie-milanesi-prada-compra-l-80percento-marchesi-072346dc-ab90-11e3-a415-108350ae7b5e.shtml

Satta, Giovanni. *Strategia di crescita mediante acquisizione nelle imprese high tech*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2017.

Saxton, Todd. "The Effects of Partner and Relationship Characteristics on Alliance Outcomes." *Academy of management journal* 40, no. 2 (1997). doi: 443. 10.2307/256890

Scagnelli, Silvia. "Comunicato Stampa: fusione tra Yoox Group e The Net-A-Porter Group." *Yoox.com*, March 31, 2015. https://cdn3.yoox.biz/cloud/ynap/uploads/doc/2015/31-March-2015_YOOX_NAP-MERGER.pdf

Schniederjans, Marc J. and Karen L. Fowler. "Strategic Acquisition Management: A Multi-Objective Synergistic Approach." *The Journal of the Operational Research Society* 40, no. 4 (1998): 333. <https://www.jstor.org/stable/2583249>

Scott, Mark. "PPR Acquires Italian Suit Maker Brioni." *The New York Times*, November 8, 2011. <https://dealbook.nytimes.com/2011/11/08/ppr-acquires-italian-suit-maker-brioni/>

Segura, Alfonso. "Luxury and Fashion Corporations." *The Fashion Retailer* (2019). <https://fashionretail.blog/2019/04/08/luxury-and-fashion-corporations/>

Segreti, Giulia. "Lvmh gives Italian luxury textile and clothing group a free hand." *Financial Times* (2015). <https://www.ft.com/content/078d2bd2-218d-11e5-ab0f-6bb9974f25d0>

Seth, Anju. "Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation." *Strategic Management Journal* 11, no. 6 (1990): 440. <https://www.jstor.org/stable/2486375>

Sherman, Lauren. "LVMH buys half of Bulgari for \$3.4 billion." *Fashionista*, April 9, 2014. <https://fashionista.com/2011/03/lvmh-buys-bulgari-for-3-4-billion>

Sherman Andrew J. *Mergers & Acquisitions: from A to Z*. New York: American Management Association, 2011.

Snichelotto, Marco and Alessandro Pegoraro. "Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo." *Rivista*, no. 3 (2009): 21.

Stein Jeremy C. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources." *The Journal of Finance* 52, no. 1 (1997): 113-116. <https://www.jstor.org/stable/2329558>

Sudarsanam, Sudi *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges*. Edinburgh: Prentice Hall Financial Times, 2003.

Sudarsanam, Sudi, Peter Holl and Ayo Salami. "Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure," *Journal of Business Finance & Accounting* 23, no. 5 e 6 (1996): 674-79. doi: 10.1111/j.1468-5957.1996.tb01148.x

Suzzi, Sabrina. "Bulgari, Lvmh rileva controllo e lancerà OPA, titolo vola." *Thomson Reuters* (2011). <https://www.reuters.com/article/bulgari-lvmh-idITLDE7261PU20110307>

Tarulli, Claudio. "Due diligence: attività fondamentale nelle operazioni di acquisizione societaria." *Salvis Juribus*, 2019. <http://www.salvisjuribus.it/due-diligence-attivita-fondamentale-nelle-operazioni-di-acquisizione-societaria/>

Trautwein, Friedrich. "Merger motives and merger prescriptions." *Strategic Management Journal* 11, no. 4 (1990): 283-295. <https://www.jstor.org/stable/2486680>

Verna, Fabio. *La Grande Ondata: Fusioni e Acquisizioni*. Morrisville: Lulu Press, 2008.

Vitali, Emanuele. "Acquisizioni, disinvestimenti e creazione di valore: un'analisi delle recenti IPOs e M&A nel settore del lusso e dell'alta moda." *Tesi di Laurea*, 2013-2014.

Vyas, Vidhisha and Krishnan Narayanan. "Determinants of Mergers and Acquisitions in Indian Pharmaceutical Industry." *Eurasian Journal of Business and Economics* 5, no. 9 (2012):87. <https://pdfs.semanticscholar.org/74e5/fed511015242f95892e7e9539951b8ccc22d.pdf>

Walter, Gordon A. and Jay B. Barney. "Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions." *Strategic Management Journal* 11, no. 1 (1990): 80. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110107>

Wenchang, Ma. "Coronavirus, la ripresa della Cina può essere da esempio per le altre economie?" *MF Milano Finanza*, June 16, 2020. <https://www.milanofinanza.it/news/coronavirus-la-ripresa-della-cina-puo-essere-da-esempio-per-le-altre-economie-202006161152415422>

Wendlandt, Astrid. "LVMH says buys control of Loro Piana for 2 billion euro." Thomson Reuters, July 8, 2013. <https://www.reuters.com/article/us-lvmh-loropiana/lvmh-says-buys-control-of-loro-piana-for-2-billion-euro-idUSBRE96713420130708>

Zona, Fabio. *Corporate Governance*. Milano: Egea S.p.A., 2012.

SITOGRAFIA

<https://it.fashionnetwork.com/news/loro-piana-verso-un-2015-da-record-solida-crescita-in-cina,583648.html>

<https://it.fashionnetwork.com/news/lvmh-acquista-heng-long-prestigioso-produttore-di-pelli-di-coccodrillo,206796.html>

<https://www.investopedia.com/terms/c/clayton-antitrust-act.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/c/the-celler-kefauver-act.asp>

<https://argomenti.ilsole24ore.com/parolechiave/bolla-internet.html>

<https://www.mergermarket.com/info/>

<https://www.ilpost.it/2020/06/16/brooks-brothers-problemi/>

<https://www.ilsole24ore.com/art/brooks-brothers-vende-authentic-brands-e-sparc-325-milioni-dollari-ADU2z8i>

<https://www.lvmh.it/investors/investors-and-analysts/publications/>

<https://www.lvmh.it/notizie-documenti/notizie/lvmh-consolida-la-propria-presenza-nel-settore-alberghiero-di-lusso-con-lacquisizione-del-gruppo-belmond/>

<http://www.businesspeople.it/Lifestyle/Stile/Lusso-trend-mercato-globale-Bain-Company-108083>

<https://hotblogofficial.wordpress.com/2018/01/08/lvmh/>

https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/03/document-de-reference-2018_va_interactif.pdf

<https://www.lvmh.com/news-documents/press-releases/2010-a-great-vintage-for-lvmh/>

<https://www.kering.com/it/il-gruppo/scopri-kering/la-nostra-strategia/>

<https://www.kering.com/en/houses/couture-and-leather-goods/brioni/history/>

<https://www.kering.com/it/news/ppr-acquires-italian-tailor-brioni>

<https://www.pambianconews.com/2017/03/20/piana-cominciano-la-discesa-piana-211131/#:~:text=Secondo%20l'ultimo%20bilancio%20non,a%20518%20milioni%20di%20euro.>

<https://quifinanza.it/lavoro/video/brooks-brothers-bancarotta-del-vecchio/399090/>

https://www.reportaziende.it/loro_piana_spa

<https://www.richemont.com/group/strategy.html>

https://www.corriere.it/moda/business/19_ottobre_01/yoox-net-a-porter-parte-l-intesa-richemont-alibaba-cbafb046-e431-11e9-ae1a-c38fc044b2b3.shtml

RINGRAZIAMENTI

Il più grande grazie a mamma, babbo e Samu, la mia famiglia, per avermi permesso di raggiungere questo grande traguardo e per aver sempre creduto in me, molto più di quanto non lo facessi io: senza di voi questo giorno non sarebbe esistito. Vi voglio tanto bene e spero che lo sappiate, nonostante la mia – talvolta scarsa – capacità di dimostrarvelo.

Grazie a tutti e quattro i miei nonni, per essere molto speciali e per avermi sempre viziata tantissimo, come soltanto i nonni sanno fare. Per me siete come dei supereroi.

Grazie alla mia grandissima famiglia, compresa di tutti i miei cugini, delle mie (più o meno normali) zie e di tutti i miei fortunatissimi zii: stare con voi è divertentissimo!

Alla mia super zia Sabrina ed al mio zio Massi un grazie anche separato, perché – oltre ad essere i miei zii – siete stati e sarete sempre due miei grandi amici.

Grazie alle mie singolari e (fortunatamente) inimitabili amiche, per avermi sempre trattata come se non mi fossi mai allontanata da casa e per essere state – anche a questo giro – il miglior post esame che potessi desiderare. Grazie per aver spesso smussato molti angoli del mio carattere e per avermi inconsapevolmente alleggerita quando ne ho avuto bisogno. Avrò sempre un grande spazio destinato soltanto a voi, ovunque io sia.

Grazie ad Asia, per essere uno dei pilastri più importanti della mia vita, per la totale fiducia che ci lega e per l'ineguagliabile sostegno che mi hai sempre riservato.

Grazie ad Alessandro, per il nostro bellissimo rapporto. Il tempo di qualità che abbiamo passato insieme ci consentirà di non perderci mai: dalla tua parte puoi star certo che troverai sempre la stessa Bea.

A Mati, Rebe ed Eli, le mie coinquiline in questo viaggio: grazie per non aver mai giudicato le mie (non) abitudini culinarie, per aver sopportato la convivenza con una – talvolta – difficile me, e per i momenti epici dispiegatisi tra quelle mura.

Grazie a Fabri, per il supporto morale e le infinite risate che ci siamo regalati in questo breve ma intenso tempo: questo ti rende un amico, prima che un collega.

Grazie a Roma, per avermi fatta crescere e per avermi fatto capire un sacco di cose.

La posizione non ne tradisca l'importanza: un grazie speciale al mio relatore, il Prof. Paolo Boccardelli, alla Dott.ssa Chiara Acciarini ed al Prof. Luca Pirolo, per il supporto, la professionalità e la disponibilità dimostratami durante la stesura di questo elaborato.

Bea

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

Le operazioni di M&A nel settore del lusso: il fenomeno “Luxury Conglomerates”

Prof. Paolo Boccardelli

RELATORE

Prof. Luca Pirolo

CORRELATORE

Beatrice Cantini Matr. 704071

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

RIASSUNTO

M&A Literature Review

Concentrando l'attenzione su quelle che sono le modalità mediante le quali è possibile attuare una strategia di diversificazione, individuiamo – insieme con le operazioni di crescita interna e gli accordi strategici – le operazioni di fusione ed acquisizione.

La fusione e l'acquisizione sono solite essere accostate nella sigla M&A, iniziali del corrispettivo nome inglese “*merger and acquisition*”. Con la finalità di fornirne una definizione generale, è possibile descrivere le suddette operazioni come attività di finanza straordinaria in grado di modificare l'assetto proprietario di due o più realtà aziendali.

Sulla base della relazione che intercorre tra l'impresa acquirente e l'impresa target, possiamo classificare le operazioni di M&A in:

- M&A orizzontale: le imprese appartengono allo stesso settore, dove operano in concorrenza mediante l'offerta di output simili, per caratteristiche e per utilizzabilità.
- M&A verticale: le imprese coinvolte operano a livelli diversi della medesima catena del valore, in rapporti cliente-fornitore o acquirente-venditore.
- M&A conglomerale: le organizzazioni operano in settori molto diversi tra loro.

L'area economica di provenienza delle imprese, inoltre, contribuisce a distinguere le operazioni di merger e acquisition tra *domestic* e *cross-border*: le prime si realizzano tra imprese aventi sede ed operanti nel medesimo luogo e le seconde – al contrario – mettono in relazione organizzazioni che operano in economie diverse, o imprese operanti all'interno della medesima area economica ma appartenenti a paesi differenti.²⁰⁶

Tre filoni teorici hanno impattato in modo considerevole sulla comprensione del tema: la teoria dei costi di transazione, la teoria della dipendenza dalle risorse e la *knowledge-based theory*.

La prima, la teoria dei costi transazionali di Williamson, concepisce le operazioni di *merger* e *acquisition* come una risposta all'esistenza di imperfezioni del mercato, le quali rendono queste operazioni “guidate da una logica di riduzione dei costi.”²⁰⁷

²⁰⁶ Chen Chunlai and Christopher Findlay, “A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC,” *Asian-Pacific Economic Literature* 17, no. 2 (2003): 14-38.

²⁰⁷ Rosa Caiazza, *Cross-Border M&A: Determinanti e fattori critici di successo* (Torino: G. Giappichelli Editore, 2011), 53.

La teoria della dipendenza dalle risorse, della quale Salancik è uno degli autori, considera le attività di fusione e di acquisizione come spinte dalla volontà delle imprese di garantirsi l'accesso a risorse scarse e preziose, nonché fondamentali per la sopravvivenza e la prosperità delle organizzazioni.²⁰⁸

Non lontana da quest'ultima teoria, la *knowledge-based theory* considera le operazioni di M&A come una volontà dell'impresa di apprendere una particolare abilità mediante l'acquisizione di una organizzazione che la possiede, rendendo l'operazione finalizzata a "capitalizzare opportunità di apprendimento organizzativo"²⁰⁹. Questo avviene, principalmente, quando la conoscenza che spinge all'acquisizione è di tipo tacito.

L'esecuzione di una strategia di diversificazione tramite *merger e acquisition* è perseguita con la primaria finalità di creare sinergie e la teoria dell'efficienza attribuisce alle sinergie una triplice natura:

- Sinergie finanziarie: si traducono, principalmente, in un minor costo del capitale e in un incremento dei flussi di cassa e si verificano, in misura maggiore, nelle *merger e acquisition* conglomerate²¹⁰ mediante compensazione tra i flussi dei vari business.
- Sinergie operative: possono derivare da un miglioramento del reddito conseguente ad un aumento dei ricavi o ad una riduzione dei costi.
- Sinergie manageriali: scaturenti dalla condivisione di capacità organizzative, di pianificazione e monitoraggio necessarie per fronteggiare le problematiche strategiche ed operative ed ottenere superiori performance.

La *monopoly theory* trova nel potere di mercato la ragione alla base delle operazioni di M&A, ossia ciò che spinge le imprese a pianificarle ed attuarle. In quest'ottica, le acquisizioni forniscono alle imprese la possibilità di ridurre l'intensità della competizione all'interno del settore ed incrementare il proprio potere di mercato.

Uno studio condotto da Gordon A. Walter e Jay B. Barney individua, oltre alle precedentemente citate motivazioni sottostanti alle operazioni di M&A, altre spinte all'attuazione di quest'ultime. Secondo gli autori, attraverso questo tipo di operazioni, le

²⁰⁸ Todd Saxton, "The Effects of Partner and Relationship Characteristics on Alliance Outcomes," *Academy of management journal* 40, no. 2 (1997): 443. doi: 10.2307/256890

²⁰⁹ Gabriele Carbonara and Rosa Caiazza, "Merger and Acquisitions: Causes and Effects," *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* 14, no. 2 (2009): 189.

²¹⁰ Marc J. Schniederjans and Karen L. Fowler, "Strategic Acquisition Management: A Multi-Objective Synergistic Approach," *The Journal of the Operational Research Society* 40, no. 4 (1998): 333. <https://www.jstor.org/stable/2583249>

imprese sono intenzionate a raggiungere i seguenti obiettivi ²¹¹: ottenere visibilità nei riguardi di banche, governi ed investitori; accelerare la crescita riducendo i costi ed i rischi di entrata in un nuovo settore; utilizzare la forza finanziaria della società acquisita ad incremento della solidità finanziaria; diversificare in vari mercati o settori utilizzando le capacità di marketing della società acquisita ed altre importanti risorse di quest'ultima. Strettamente connessi con le motivazioni precedentemente discusse, i vantaggi scaturenti dalle operazioni di *merger* e *acquisition* possono essere esposti differenziando tra: benefici operativi, benefici finanziari e benefici fiscali.

A fianco dei vantaggi che le operazioni di *merger* e *acquisition* sono in grado di produrre sulle imprese che decidono di intraprenderle, come la possibilità di avvantaggiarsi della formazione di sinergie ed economie di scala, le acquisizioni possono anche generare effetti negativi: potrebbe essere più difficile, per l'impresa *ex-post*, cooperare e comunicare, integrare in modo produttore ed efficace le relative abilità ed i relativi sistemi operativi ed organizzativi, oltre al fatto che la complessità scaturente dall'aumento dimensionale potrebbe trovare impreparato il management.

Uno studio condotto dalla Harvard Business School individua quattro determinanti di rischio nelle operazioni di M&A²¹²: la mancanza di due diligence, l'*overpayment* (le pressioni provenienti dalle parti coinvolte potrebbero costringere l'impresa acquirente a pagare in eccesso, spinta a portare a termine l'affare), l'errato calcolo delle sinergie (sopravvalutazione delle potenzialità scaturenti dalla combinazione tra le due imprese) e i problemi di integrazione tra le due realtà.

Il mercato delle M&A e gli effetti della pandemia Covid-19

Agli inizi del 2020, l'emergenza sanitaria scaturita dalla diffusione a livello mondiale del virus Covid-19 ha letteralmente turbato non solo la vita quotidiana di ognuno di noi ma anche gli andamenti economici di tutto il globo, delineando uno scenario a rischio per molte attività produttive e commerciali di diversi paesi.

²¹¹ Gordon A. Walter and Jay B. Barney, "Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions," *Strategic Management Journal* 11, no. 1 (1990): 80. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110107>

²¹² Matt Gavin, "What are Mergers & Acquisitions? 4 Key Risks," *Harvard Business School Online* (2019). <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

Il volume delle operazioni del primo semestre 2020 è sceso di oltre il 30% rispetto al precedente anno ed i valori delle stesse sono diminuiti di ben oltre il 50%.²¹³

L'andamento delle M&A su scala globale, attestatesi intorno ai minimi storici e paragonabile – quindi – ai risultati del primo trimestre dell'anno 2008, è la conseguenza di una situazione di *standby* scaturita dall'emergenza sanitaria, la quale impedisce alle persone di viaggiare ed incontrarsi (presupposto essenziale per attivare questo genere di accordi) ed è altresì il risultato di una incertezza verso la futura ripresa dell'economia mondiale, fortemente impattata dalla fase di *lockdown*.

L'attività di M&A è dunque, nello scenario odierno, resa ancora più insidiosa a causa delle sfide che le imprese intenzionate ad attuarla devono improvvisamente e necessariamente affrontare, come la difficoltà nell'attuare le importantissime attività di due diligence a causa degli ostacoli logistici, la svalutazione delle imprese e gli elevati tassi di interesse sui finanziamenti.²¹⁴ In un tale complicato scenario non stupisce il fatto che si sia assistito, in questo primo semestre del 2020, ad annullamenti di operazioni di M&A annunciate mesi prima.

Il settore Consumer Market, in cui rientra – tra gli altri – anche il segmento Fashion & Luxury, è una delle *industry* che ha maggiormente risentito degli effetti della situazione di emergenza scatenata dalla diffusione del virus Covid-19. Infatti, circa il 35% dei consumi rientranti nei segmenti *Fashion & Luxury*, *Forniture & Design* ed *Entertainment & Leisure* risultano in perdita; in particolare, la situazione più critica sembra attualmente interessare i segmenti turismo, ristorazione e *hospitality*.

Nonostante gli alti impatti del Covid-19 sui ricavi di vendita del settore oggetto in analisi, del sondaggio “Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020”²¹⁵ emerge che il 70% dei fondi sta valutando di attuare un investimento nel settore in questione durante il 2020. In particolare, emerge un principale orientamento di quest'ultimi, talvolta anche molto superiore rispetto al 2019, verso i comparti “abbigliamento e accessori”, “cosmetica e profumi”, “lusso digitale” ed “arredamento”. Il segmento “*digital luxury*” ha registrato un notevole incremento rispetto al precedente anno, favorito sicuramente

²¹³ Mergermarket, “Global & Regional M&A Report 1H20,” *Mergermarket.com* (2020), 5.

²¹⁴ Alastair Green, Ari Oxman and Laurens Seghers, “Preparing for private-equity exits in the Covid-19 era,” *McKinsey & Company*, June 2020.

²¹⁵ Patrizia Arienti, Enrico Cosio et al., “Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020,” *Deloitte & Touche*, 2020.

dalla pandemia, che ha esposto la necessità di connettersi con un cliente che adesso è “virtuale”: *artificial intelligence*, *internet of things* e *big data & analytics* saranno le colonne portanti per raggiungere la nuova clientela.

Il caso Brooks Brothers è un esempio del danno che la diffusione del virus ha causato su molte storiche realtà appartenenti al settore del lusso: la situazione di crisi già vigente da tempo nella realtà di Brooks Brothers è stata duramente irrobustita dal diffondersi della pandemia mondiale, che ha visto convertire la tradizionale produzione di capi di abbigliamento in produzione di mascherine chirurgiche e, soprattutto, che ha comportato un netto calo della domanda di vestiti. Il virus, infatti, ha costretto le persone a lavorare da casa, in *smart working*, riducendo così drasticamente le occasioni per indossare abiti formali del calibro di Brooks Brothers.

Il mercato dei beni di lusso ed il fenomeno “Conglomerations”

Il mercato dei beni di lusso può essere definito come “la sommatoria di un insieme di mercati nei quali sono commercializzati prodotti e servizi che comunicano un modo di essere e di vivere elegante, raffinato, attento allo stile ed alla qualità e che toccano tanti momenti della vita quotidiana.”²¹⁶ e che enfatizza la complessità di circoscrivere il settore in questione identificandolo in senso tecnico.

A fianco di una variegata offerta - suscettibile a provenire da molteplici imprese, talvolta operanti anche in settori molto diversi tra loro – si colloca un vero e proprio fenomeno di coincidenza sul lato della domanda: “Nell’arena competitiva dei beni ad elevato valore simbolico, le regole di gestione del marketing mix e le strategie di segmentazione e posizionamento diventano omogenee e prescindono dalla categoria merceologica cui il bene appartiene.”²¹⁷

Volendo analizzare le peculiarità del mercato dei beni di lusso, è necessario metterne alla luce le macro-caratteristiche salienti, sulla base di alcuni aspetti chiave, quali: i consumatori; i settori originari ed emergenti; la globalità del mercato; l’elevata redditività ed il “fenomeno *conglomeration*”.

Con riguardo ai primi, *i consumatori*, è possibile affermare che, in linea con l’affermarsi del fenomeno di coincidenza precedentemente accennato, quest’ultimi adottino, con

²¹⁶ Fabrizio Mosca, *Strategie nei mercati del lusso: Marketing, digitalizzazione, sostenibilità*, (Milano: Egea, 2017), 4.

²¹⁷ Ibid., 5.

riguardo all'acquisto, lo stesso atteggiamento, qualsiasi sia la categoria merceologica del bene che intendono comprare. Quello tende a fare è identificare, in un determinato brand, il suo stile di vita, il suo "linguaggio", la sua preferenza ed i suoi valori: non vuole uno specifico prodotto, vuole entrare in possesso di qualcosa che abbia quel brand, riconosciuto e riconoscibile da tutti. Negli ultimi anni, le imprese operanti nel lusso hanno dovuto prendere in considerazione la comparsa di due nuove classi di consumatori che attualmente stanno crescendo e che si prospetta acquisiscano sempre più rilevanza in futuro: i Millennials (o Generazione Y) e gli appartenenti alla Generazione Z.

La seconda variabile oggetto di analisi nello studio delle caratteristiche del mercato dei beni di lusso sono i *settori emergenti*, debitamente accostati ai settori tradizionali che, negli anni passati, popolavano da soli il mercato dei beni di alta gamma. Si accostano a quest'ultimi altri settori – caratterizzati per essere meno correlati con il mondo della moda poiché espressione di un lusso esperienziale esclusivo che permette la creazione di un "legame" con il brand – quali: l'automobilistico, il nautico, il crocieristico, il settore hotel e ristoranti, art de la table, mobile e arredo, alimentare e vinicolo.

La terza significativa caratteristica del mercato dei beni di lusso è la globalità. La globalizzazione cui si fa riferimento non riguarda l'attività di produzione – che, al contrario, vede un *re-shoring* nell'originario paese delle attività precedentemente delocalizzate – ma concerne l'attività di distribuzione: nuovi punti vendita vengono aperti, non solo nelle "capitali del lusso" come New York, Parigi, Londra e Milano, ma anche e sempre di più nei mercati emergenti come Hong Kong, Tokyo, Seoul e Pechino. L'*elevata redditività* è sicuramente un'altra variabile che contraddistingue le imprese operanti nei mercati dei beni di lusso. In particolare, è opportuno fare una distinzione tra le "imprese di nicchia" e le "imprese leader". Le prime, registrano alti ritorni in correlazione al capitale investito ma si caratterizzano per ridotti volumi di produzione.

Le "imprese leader", invece, pur caratterizzandosi per raggiungere livelli di redditività molto elevati, fondano il proprio successo sui grandi volumi di vendita che registrano e, conseguentemente, sulle economie di scala che riescono a generare: è il caso dei grandi player globali come LVMH, Kering e Richemont.

Quest'ultime detengono una posizione di leadership sul mercato globale e sono le protagoniste del fenomeno "*conglomeration*", altra importante macro-variabile che caratterizza in modo incisivo il mercato dei beni di lusso. La globalizzazione che ha

investito il mercato dei beni di lusso, ha reso necessario un rafforzamento da parte delle imprese operanti in questo settore, finalizzato a dotarsi delle capacità necessarie per competere in molteplici aree a livello internazionale. È proprio con riguardo a questa esigenza che alcune imprese, negli ultimi anni, hanno dato avvio ad operazioni di integrazione, le quali, mediante acquisizioni e fusioni, hanno generato grandi gruppi diversificati aventi il controllo di numerosi brand appartenenti al mercato dei beni di lusso. Ne sono un esempio i gruppi LVMH, Kering e Richemont, definibili per questo “*luxury conglomerates*”. La gestione di un portafoglio diversificato di attività, tipico delle *luxury conglomerates*, permette a quest’ultime di avvantaggiarsi di economie di scopo ottenibili attraverso la condivisione di risorse tangibili (e.g. la rete distributiva), intangibili (e.g. il marchio, la reputazione) e organizzative (e.g. competenze manageriali) nell’ambito di business differenti e consente ad esse di raggiungere livelli di redditività molto elevati e non facilmente ottenibili dalla maggior parte delle Maison indipendenti. I primi 10 players del settore oggetto di studio costituiscono il 48.2% delle vendite, tra questo rientrano i conglomerati LVMH, Kering e Richemont: l’indicatore dimostra l’elevata concentrazione del mercato ed il fatto che poche imprese ne detengono la *leadership* a causa dei già citati fenomeni di acquisizione messi in moto dai *player* del settore, riuniti in enormi gruppi *multibrand* e multi-prodotto. I paesi principalmente impattati dall’operatività dei *players* del lusso sono la Francia – sede di LVMH e Kering – il Giappone e la Cina.

I casi di studio: un’analisi di quattro operazioni di M&A attuate dai tre principali

Luxury Conglomerates

L’operazione di M&A tra Louis Vuitton Moët Hennessy e Bulgari

Il Gruppo francese LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton S.A., in data 30 giugno 2011, ha concluso l’operazione di acquisizione della società orafa Bulgari S.p.A. Complessivamente, il deal è costato 4.3 miliardi al gruppo francese.

Le motivazioni sottostanti possono ritrovarsi, in prima istanza, nel fatto che la divisione “orologi e gioielli” di LVMH costituiva soltanto il 4.3% dei ricavi complessivi: vi era la necessità, dunque, di andare a rafforzarsi in quest’ultimo settore più debole mediante l’acquisizione di un *player* noto ed amato nel settore della gioielleria, *industry* in cui – nel portafoglio di LVMH – mancava un marchio potente come nell’abbigliamento,

pelletteria e vini. Acquisire Bulgari, concorrente ed eccellenza italiana – oltre che attore portante del segmento “orologi e gioielli” – avrebbe infatti permesso al conglomerato francese di sostenere la competizione con il *brand* di proprietà di Richemont, Cartier, e con Swatch. In aggiunta a questo, possiamo rilevare il fatto che, acquisire un *brand* come Bulgari – il quale aveva dimostrato una grande forza resistendo agli eventi sfavorevoli degli anni 2007 e 2008 – avrebbe ancor di più rinforzato l’immagine di solidità ed affidabilità tipicamente associata ai *brand* in portafoglio di LVMH. Possiamo altresì rilevare che, tra le motivazioni di carattere strategico che hanno sicuramente spinto il gruppo francese alla conclusione di questo *deal*, vi è stata la volontà di aumentare la penetrazione all’interno del mercato giapponese, dal quale Bulgari rilevava oltre il 20% dei suoi ricavi e nel quale LVMH realizzava soltanto il 9% delle sue vendite. L’operazione è stata spinta anche dalla possibilità di sfruttare rilevanti sinergie ed economie di scala, quest’ultime derivanti – principalmente – dal simile processo produttivo e distributivo delle due società²¹⁸.

Gli effetti prodotti dall’acquisizione sono estremamente positivi, a conferma della buona riuscita del processo di integrazione di Bulgari all’interno del gruppo: nell’anno della conclusione dell’M&A LVMH-Bulgari i ricavi di vendita del segmento “orologi e gioielli” siano incrementati significativamente, crescendo del 23% rispetto al precedente anno. Si osserva anche un sollevamento dei profitti derivanti da operazioni ricorrenti del comparto in questione, il quale è raddoppiato rispetto al 2010, arrivando a toccare i € 265 miliardi. Inoltre, con l’integrazione di Bulgari S.p.A., i punti vendita sono aumentati di 170. A sostegno del successo riscosso dall’operazione di M&A in questione, possiamo portare alla luce l’andamento del segmento “orologi e gioielli” anche negli anni più distanti dall’operazione di acquisto. Nell’anno successivo all’acquisizione, il segmento ha registrato una crescita del 6% nei ricavi di vendita e un +26% nei profitti, principalmente grazie al contributo di Bulgari. Nel 2014 le entrate del segmento “orologi e gioielli” hanno raggiunto numeri mai sfiorati prima arrivando al valore di 2.7 miliardi. Anche la rete di vendita si è espansa significativamente, così come la penetrazione nel mercato estero.

²¹⁸ Monica Augusta, Mario Baccarino et al., “Processi di integrazione organizzativa a valle di operazioni di M&A,” *Fondazione ISTUD*, January, 2016, https://www.freeyourtalent.eu/blog/wp-content/uploads/2016/03/05_tesina_manda.pdf

L'operazione di M&A LVMH – Loro Piana

Nel luglio 2013 il conglomerato francese Louis Vuitton Moët Hennessy ha rilevato l'80% delle quote di Loro Piana, autorevole *brand* italiano del cachemire e delle lane pregiate, per un valore di € 2.7 miliardi.

I seguenti razionali strategici *hadeal* tra LVMH e Loro Piana:

- Completare il portafoglio di *brand* del gruppo francese con un marchio specializzato nei prodotti artigianali di fascia alta, rivolto principalmente all'abbigliamento maschile e particolarmente apprezzato dagli acquirenti asiatici, con i quali Loro Piana realizzava il 30% delle sue vendite²¹⁹;
- Accedere all'appetibile mercato della lana e dei filati di alta qualità e contestuale possibilità di godere di sinergie di costo derivanti dalla condivisione delle materie prime di Loro Piana con gli altri *brand* del Gruppo LVMH;
- L'incoraggiante e veloce crescita media annua delle vendite di Loro Piana negli anni precedenti all'acquisizione, andamento capace di compensare la più lenta crescita dei marchi di LVMH come Louis Vuitton;
- Opportunità, per Loro Piana, di espandere le sue *capabilities* e la propria base di clienti, mantenendo la propria autonomia, e godere delle sinergie scaturenti dall'operare all'interno di un gruppo conglomerato, derivanti – primariamente – dall'ambito logistico e dal poter godere dei privilegiati rapporti con i centri commerciali, specialmente in Asia²²⁰.
- Conquistare lo spazio cinese ancora quasi del tutto inesplorato

Nell'anno successivo all'acquisizione – il 2014 – Loro Piana ha avuto un impatto positivo sui risultati del conglomerato, nonostante il calo della domanda proveniente dal mercato cinese. Il fatturato complessivo ha raggiunto la cifra record di € 30.6 miliardi, in crescita del 6% in rapporto al 2013.

In questo scenario, il segmento *Fashion & Leather Goods* ha registrato un incremento del 10% sul fatturato, attestatosi a € 10.8 miliardi, a cui ha contribuito la crescita nei ricavi di Loro Piana – ammontanti a € 505.5 milioni contro i € 483 milioni del 2013. In questo

²¹⁹ Astrid Wendlandt, "LVMH says buys control of Loro Piana for 2 billion euro," *Thomson Reuters*, July 8, 2013, <https://www.reuters.com/article/us-lvmh-loropiana/lvmh-says-buys-control-of-loro-piana-for-2-billion-euro-idUSBRE96713420130708>

²²⁰ Giulia Segreti, "LVMH gives Italian luxury textile and clothing group a free hand," *Financial Times*, July 6, 2015, <https://www.ft.com/content/078d2bd2-218d-11e5-ab0f-6bb9974f25d0>

primo anno di appartenenza al conglomerato, Loro Piana ha dimostrato di procedere nella giusta direzione dell'integrazione, continuando a far ben sperare sul suo potenziale di crescita. Nel 2014, l'azienda italiana ha aumentato anche il numero dei suoi dipendenti (+ 4%) dai 1.393 dell'anno prima. Anche l'esposizione di Loro Piana verso gli istituti di credito è diminuita significativamente da € 98.3 milioni a € 13.1 milioni, per effetto dell'ingresso in LVMH e del conseguente vantaggio di poter godere del finanziamento interno al gruppo. Al termine del primo anno di operatività in LVMH, Loro Piana ha registrato un'importante *performance*: insieme alla sua prestigiosa offerta di abbigliamento, calzature ed accessori – realizzati mediante l'utilizzo di materiali unici e preziosi, ha beneficiato anche dell'apertura di nuovi negozi in Giappone, USA e Parigi. Anche il 2015 si è rivelato un anno di successo per Loro Piana: i ricavi di vendita sono aumentati ancora attestandosi a € 518 milioni. In questo anno, Loro Piana ha continuato ad espandersi sia a livello internazionale mediante l'apertura di nuove *boutique*, sia investendo nella sua capacità produttiva, con la finalità di rafforzare sempre di più la propria catena di fornitura. Guardando anche al fatturato e all'utile degli anni più lontani da quello in cui è avvenuta l'operazione di M&A, possiamo osservare come l'azienda italiana sia riuscita a mantenere un costante *trend* di crescita all'interno del conglomerato francese. In particolare, emerge una significativa performance nell'anno 2017 quando i risultati di vendita di Loro Piana sono incrementati del 15% rispetto al precedente 2016, raggiungendo il valore più alto di sempre anche in termini di utili, quest'ultimi in espansione del 16% rispetto al 2016. Come negli anni precedenti, il 2017 ha significato per Loro Piana una espansione nel proprio network distributivo mediante il rafforzamento della sua presenza in Asia e l'ingresso in Canada.

Un'operazione di M&A correlata: il caso Kering – Brioni

L'operazione di M&A tra il gruppo francese Kering e la Maison italiana operante nel settore di abbigliamento maschile Brioni - ufficializzata nel novembre 2011 - è giunta a compimento nel gennaio 2012. Il prezzo dell'acquisizione secondo alcune stime si è attestato a circa € 218 milioni.²²¹

Le motivazioni alla base di questa operazione possono essere qui riassunte²²²:

²²¹ Maurizio Castello, "Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury: Quale valore per i marchi italiani?" *KPMG Advisory*, 2014.

²²² <https://www.kering.com/it/news/ppr-acquires-italian-tailor-brioni>

- Ampliamento del portafoglio di Kering con un brand complementare a quelli già posseduti, nel segmento della moda maschile di fascia alta.
- Incorporazione, in Kering, di un ineguagliabile know-how sartoriale sia nel *pret-a-porter* maschile, sia nella lavorazione su misura, grazie all'artigianalità di Brioni.
- Sfruttamento del forte potenziale di crescita di Brioni in un contesto strutturato e finanziariamente solido, capace di sostenerlo.
- Opportunità, per Brioni, di accelerare il proprio sviluppo trasformandosi da azienda familiare ad azienda globale, espandendosi geograficamente ed in assortimento.

Nel 2013, quasi due anni dopo alla chiusura del *deal*, il numero delle boutique di Brioni è salito ad ottantaquattro, rendendo l'azienda italiana definibile "ambasciatrice internazionale dell'alta moda maschile Made in Italy". La robustezza della rete distributiva era, insieme agli interessanti mercati di operatività ed alla ricca e conosciuta clientela, l'evidente segnale dell'alto livello di internazionalizzazione raggiunto dalla Brioni la quale, nel 2013, guardava con interesse anche in Medio Oriente. Sicuramente, passare nelle mani del conglomerato Kering ha favorito lo sviluppo e la ripresa dell'azienda italiana dalla crisi del 2009: nel 2013, il fatturato si aggirava intorno ai € 200 milioni, ed il valore dei circa 60 mila capi prodotti tra i € 3.000 ed i 50 mila l'uno.²²³

Tuttavia, dati più recenti e, in particolare, risalenti all'anno 2016, descrivono una situazione non del tutto ottimale per la società italiana: 400 addetti su 1200 sono in esubero, il che sta mettendo in ginocchio il territorio pescarese.²²⁴ Inoltre, nell'anno 2016, la produzione è decrementata a 30 mila capi, contro i 42 mila del 2014 e i 70 mila degli inizi degli anni Duemila. Anche il fatturato ha registrato un decremento di oltre il 50% rispetto all'anno dell'acquisizione da parte di Kering.

Tra le cause della crisi che ha investito l'azienda italiana emerge un errore strategico da parte di Kering, il quale per inseguire i giovani consumatori ha messo in atto una "virata stilistica verso il fashion, senza convincere i nuovi clienti e alienandosi quelli "core", signori magari non giovanissimi, ma pronti a sborsare migliaia di euro per indossare un abito impeccabile".²²⁵ Inoltre, oltre alle problematiche relative all'integrazione tra le due

²²³ Adriano Moraglio, "Brioni ora fa il giro del mondo in 80 boutique," *Il Sole 24 Ore*, November 27, 2013, <https://adrianomoraglio.blog.ilsole24ore.com/2013/11/27/brioni-ora-fa-il-giro-del-mondo-in-80-boutique>

²²⁴ Paola Bottelli, "Tempi difficili per Brioni, che paga gli errori strategici di Kering," *Il Sole 24 Ore*, March 14, 2016, <https://st.ilsole24ore.com/art/moda/2016-03-14/tempi-difficili-brioni-che-paga-errori-strategici-kering--130512.shtml?uuid=ACDPjinC>

²²⁵ *Ibidem*

realtà, sicuramente di relativo impatto è stata la dispersione di know-how conseguente alla chiusura dello stabilimento nel quale Brioni, sottovalutando l'importanza che il trasferimento di *capabilities* tra Brioni e Bulgari avrebbe avuto per il business femminile. Se da un lato l'acquisizione in questione ha portato ad un "sollevamento" dell'azienda italiana in seguito alla crisi del 2009, dall'altro gli errori gestionali di Kering hanno contribuito al dissolversi di quelle risorse e competenze distintive che avrebbero consentito a quest'ultimo di giovare delle sinergie intangibili alla base della suddetta operazione e, a Brioni, di poter godere – senza entrare in una crisi così profonda – dello spirito innovativo e della solidità del gruppo dal quale è stata acquisita.

M&A nel canale e-commerce: il caso Richemont – Yoox Net-A-Porter

Nel gennaio del 2018, il gruppo svizzero Compagnie Financière Richemont ha annunciato l'intenzione di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie emesse da Yoox Net-A-Porter Group.

Ripercorrendo il percorso che ha portato al raggiungimento di questa operazione, troviamo un impegno da parte di Richemont – nel 2010 – nell'acquisizione della totalità delle azioni di Net-A-Porter, il principale rivenditore di moda di lusso online. Pochi anni più tardi, nel 2015, il gruppo svizzero ha annunciato la fusione della controllata Net-A-Porter, con il "*pure internet player*" Yoox.com, operante – al tempo – nei principali mercati mondiali (Europa, Usa, Canada, Giappone, Cina) con ottime performance, sia a livello di risultati sia a livello di visitatori, ed in forte crescita: nel 2009 il fatturato di € 152 milioni ha superato di circa € 20 milioni quello del precedente anno e nel 2012 la crescita ha superato i 29 punti percentuali; quest'ultima si è poi mantenuta costante fino al 2014, arrivando al +15%. Al di là delle evidenti opportunità di continua crescita di Yoox, alcune delle ragioni alla base del deal possono essere qui elencate:

- La reciproca funzionalità dei *business model*: le numerose collaborazioni di Yoox con i principali *luxury brands* consente l'ottenimento di sinergie significative con il *retailer multimarca* Net-A-Porter, il quale gode di una presenza a livello globale.
- Dar vita a sinergie di ricavo mediante la creazione di una piattaforma sempre più ampia, in assortimento e in estensione geografica, e capace di favorire nuove collaborazioni e consolidare le pregresse;

- Sinergie nei ricavi scaturenti dall'accrescimento della linea di *business* monomarca di Yoox mediante l'assortimento di Net-A-Porter.
- Sfruttamento combinato delle distintive competenze editoriali, di marketing e creative
- Miglioramento della leva operativa: sfruttamento di sinergie di costo derivanti dall'ottimizzazione e dalle economie di scala in approvvigionamento e logistica.
- Ottimizzazione degli investimenti in *research and development* (R&D).

Negli anni successivi alla fusione, 2016 e 2017, si evince una crescita del fatturato del Gruppo YNAP in tutti i mercati ed in tutti i business di operatività: risultano incrementati anche il numero dei clienti attivi, di visitatori unici e di ordini.

Nel 2016, Yoox Net-A-Porter Group ha conseguito ricavi netti di vendita pari a € 1.870.600, in crescita di oltre il 12% rispetto alla cifra raggiunta nel 2015: tale incremento è attribuibile allo sfruttamento della leva operativa sui costi di preparazione merci e spese generali. Anche nel 2017 si è confermato il *trend* positivo: il numero di ordini è risultato in aumento di oltre il 13% rispetto al precedente anno, insieme al numero di clienti attivi: 3.1 milioni nel 2017 contro i 2.9 milioni del 2016.

L'analisi dell'operazione di fusione sul gruppo svizzero Richemont evidenzia, nell'anno successivo al compimento del *deal*, un incremento del 67% del profitto netto, principalmente causato da un guadagno netto 639 milioni proveniente proprio dall'operazione che ha portato all'unione di Yoox e Net-A-Porter.

Nel 2018 – in uno scenario nel quale il canale digitale dominava la scena anche per i *player* del lusso e la strategia di distribuzione “*omnichannel*” diveniva un fattore fondamentale per la crescita a lungo termine – il conglomerato Richemont ha lanciato un Offerta Pubblica di Acquisto sul totale delle azioni del Gruppo YNAP, andando a prendersi anche le azioni non in suo possesso con la duplice finalità di focalizzarsi sul canale online in modo consolidato, soddisfacendo un *luxury customer* sempre più *digital* ed aggiudicarsi la proprietà del promettente gruppo, anticipando la concorrenza.

Dai documenti finanziari pubblicati dal gruppo Richemont possiamo notare l'impatto di Ynap sulle vendite del conglomerato nel 2019: il segmento “*Online Distributors*” ha contribuito per il 15% ai ricavi del conglomerato, raggiungendo la cifra di € 2.1 miliardi.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA DEL RIASSUNTO

Arienti, Patrizia, Enrico Cosio et al. "Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020." *Deloitte & Touche*, 2020.

Caiazza, Rosa. *Cross-Border M&A: determinanti e fattori critici di successo*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2012.

Carbonara, Gabriele and Rosa Caiazza. "Merger and Acquisitions: Causes and Effects." *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* 14, no. 2 (2009): 189.

Castello, Maurizio. "Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury: Quale valore per i marchi italiani?" *KPMG Advisory*, 2014.

Chunlai, Chen and Christopher Findlay. "A Review of Cross-border Mergers and Acquisitions in APEC". *Asian-Pacific Economic Literature* 17, no. 2 (2003): 14-38.

Green, Alastair, Ari Oxman and Laurens Seghers. "Preparing for private-equity exits in the Covid-19 era." *McKinsey & Company*, June 2020.

Gavin, Matt. "What are Mergers & Acquisitions? 4 Key Risks." *Harvard Business School Online* (2019). <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

Mosca, Fabrizio. *Marketing dei beni di lusso*. Milano: Pearson, 2010.

Walter, Gordon A. and Jay B. Barney. "Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions." *Strategic Management Journal* 11, no. 1 (1990).

Saxton, Todd. "The Effects of Partner and Relationship Characteristics on Alliance Outcomes." *Academy of management journal* 40, no. 2 (1997). doi: 443. 10.2307/256890

Schniederjans, Marc J. and Karen L. Fowler. "Strategic Acquisition Management." *The Journal of the Operational Research Society* 40, no. 4 (1998): 333.

Segreti, Giulia. "Lvmh gives Italian luxury textile and clothing group a free hand." *Financial Times* (2015).

Wendlandt, Astrid. "LVMH says buys control of Loro Piana for 2 billion euro." Thomson Reuters, July 8, 2013.

<https://www.mergermarket.com/info/>

<https://www.kering.com/it/news/ppr-acquires-italian-tailor-brioni>

<https://st.ilssole24ore.com/art/moda/2016-03-14/tempi-difficili-brioni-che-paga-errori-strategici-kering--130512.shtml?uuid=ACDPjinC>

<https://adrianomoraglio.blog.ilssole24ore.com/2013/11/27/brioni-ora-fa-il-giro-del-mondo-in-80-boutique>

https://www.freeyourtalent.eu/blog/wp-content/uploads/2016/03/05_tesina_manda.pdf