

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Le IPO nel settore del prêt-à-porter:
il caso Elisabetta Franchi

RELATORE

Prof. Gianluca Mattarocci

CANDIDATO

Matr. 232691

Aldo Sbrandolino

Anno accademico: 2020/2021

Ringraziamenti

Un ringraziamento va alla mia famiglia ed a tutte le persone care che mi sono state accanto. Un particolare grazie va a mia nonna, faro nella notte e calma nella tempesta. Nonna, Imprenditrice e Visionaria.

INDICE

INTRODUZIONE **5**

CAPITOLO 1 INITIAL PUBLIC OFFERING

1.1	Introduzione	9
1.2	I mercati finanziari per la IPO	9
1.3	I soggetti coinvolti: Consorzio di collocamento	12
1.4	Analisi dell'operazione: Prospetto informativo	16
1.5	Underpricing: cause e soluzioni	19
1.6	OPV e OPS	23
1.7	Il collocamento privato come alternativa	26
1.8	Conclusioni	29

CAPITOLO 2 LE QUOTAZIONI NEL SETTORE DEL PRÊT-À-PORTER

2.1	Introduzione	30
2.2	La rilevanza del settore Moda in Italia	30
2.3	L'IPO come opportunità di crescita	38
2.4	Evoluzione delle maison e quotazione	42
2.4.1	La quotazione Alberta Ferretti	45
2.4.2	La quotazione Brunello Cucinelli	48
2.5	Conclusioni	50

CAPITOLO 3 IL CASO ELISABETTA FRANCHI

3.1 Introduzione	52
3.2 La storia e il brand	52
3.3 Analisi economica, patrimoniale, finanziaria prima della quotazione	55
3.4 Le fasi e i problemi legati alla quotazione	61
3.5 Prospettive future e strategia di finanziamento	63
3.5 Conclusioni	72

CONCLUSIONI 73

BIBLIOGRAFIA 76

SITOGRAFIA 79

INTRODUZIONE

La quotazione in borsa rappresenta un punto di svolta per la vita di un'azienda e soprattutto per tutti gli shareholders. L'approdo nel mercato borsistico non solo sottolinea come l'azienda abbia affrontato con successo un percorso di crescita, ma apre le porte alla competizione mondiale e ad uno scenario tutt'altro che facile. Gli strumenti forniti dalla quotazione per potere essere competitor credibili e temibili sono un management più esperto, la possibilità di poter sfruttare al massimo i processi avviati dalla globalizzazione e, soprattutto, nuove fonti di capitali, i quali permettono all'azienda di velocizzare i processi innovativi e di sviluppare prodotti che soddisfino le esigenze di una clientela internazionale. Il processo di IPO ha come sfondo un contesto macroeconomico complesso e penalizzato, nonostante il passare degli anni, dalla grave crisi finanziaria del 2008 e dalla più recente crisi sanitaria, prima, ed economica, dopo, del 2020 che ha colpito con una violenza inaudita il settore del fashion e luxury.

L'Italia è caratterizzata da un'innata propensione all'export e sono proprio i prodotti del fashion e luxury come abiti da abbigliamento, accessori, cashmere e gioielli ad essere esportati per tutto il globo, diventando per mezzo dell'elevata qualità e ricercatezza del prodotto tra i maggiori player al mondo.

Per le aziende operanti in questo settore i temi della crescita, dello sviluppo e delle nuove opportunità che si presentano all'estero, caso peculiare è il boom che si sta vivendo nei paesi orientali da ormai una decade, rappresentano punti chiave che permettono di acquisire vantaggi competitivi e quindi, elevati livelli di profittabilità.

Nel presente lavoro è stato analizzato lo strumento che da sempre comporta importanti novità per quanto riguarda la composizione sociale e la governance. Si tratta del processo di Initial Public Offering (IPO), invero dell'approdo nel mercato dei capitali.

Nel decorso degli anni si è assistito all'evoluzione di aziende nate come family business, quindi caratterizzate da bassi livelli di fatturato, modesto numero di dipendenti e aventi come zoccolo duro la famiglia, diventare player internazionali aumentando sia il fatturato, sia le dimensioni. Nonostante i radicali cambiamenti societari e l'apertura verso il pubblico, la famiglia continua ad essere parte integrante dell'azienda, anche se in misura ridimensionata, ed è questo uno dei motivi che l'IPO continua ad essere lo strumento più utilizzato per quotarsi in borsa. La crisi causata dallo scoppio della pandemia ha rallentato, ed in alcuni

casi, posticipato l'ingresso in borsa e questo sottolinea come, al netto di un contesto macroeconomico turbolento e delle difficoltà, a volte anche emotive dei proprietari dell'azienda, il percorso di quotazione resti una valida opportunità di espandere il business e di sostenere elevati ritmi di crescita.

L'obiettivo di questo elaborato è di mettere in evidenza i profili tecnici del processo di quotazione, delle procedure da seguire e della normativa vigente. Inoltre, viene sottolineato come lo sfondo macroeconomico sia una variabile fondamentale, dimostrazione è stato lo scoppio della pandemia. Protagonista dell'elaborato è il caso di Elisabetta Franchi, brand famoso nel settore del prêt-à-porter che è riuscito ad imporsi nello scenario internazionale. Nel primo capitolo, si analizza il lato tecnico – normativo dell'IPO entrando in profondità nei processi che l'azienda deve seguire per portare a termine con il successo il processo di quotazione. Oltre agli aspetti meramente quantitativi sono riportati anche elementi qualitativi, come ad esempio il trade-off tra costi e benefici.

L'offerta pubblica iniziale non è un processo semplice che l'azienda può affrontare in maniera autonoma, sia per mancanza di risorse manageriali adeguate che per problematiche legate all'asimmetria informativa e agli elevati costi di transazione. Per questo motivo, uno punto fondamentale dell'analisi dell'IPO è la formazione del cosiddetto consorzio di collocamento, che ha nella composizione e nel funzionamento peculiarità che lo definiscono. Le due autorità che assumono ruolo di primo piano sono la Borsa Italiana Spa e l'autorità indipendente Consob. Nello specifico, la seconda assume ruolo di vigilanza ed ispettivo nei confronti delle aziende quotande e quotate. In particolare, le aziende quotande devono redigere il prospetto informativo, ossia un documento che raggruppa informazioni sia di carattere quantitativo che di carattere qualitativo, il quale dovrà essere approvato dall'autorità vigilante.

Come focus, il primo capitolo avrà anche lo studio di un fenomeno che impatta in modo sostanziale l'IPO, ovvero il fenomeno dell'underpricing che potrebbe compromettere l'adeguata raccolta di capitali, i cui effetti, tuttavia, potrebbero essere limitati applicando delle clausole contrattuali create ad hoc.

Il processo di quotazione può assumere due diverse forme. La prima è l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) e la seconda è l'Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS). I due meccanismi analizzati si innestano, poi, in un terreno diverso e ampio, ossia quello del diritto commerciale. Infatti, spunto di riflessione è anche la natura ed i meccanismi di funzionamento dei patti parasociali che vincolano i soci, in maniera più o meno tacita, e che quindi decidono le sorti dell'azienda.

Infine, il capitolo prende in considerazione una possibile alternativa all'IPO, cioè il collocamento privato. Seguendo l'impostazione dell'elaborato, vengono messi in confronto i lati positivi e negativi del meccanismo, ponendo in evidenza i limiti e le potenzialità del private placement.

Oggetto di studio del secondo capitolo è l'importanza e l'incidenza del settore del prêt-à-porter nel tessuto economico dell'Italia. Viene fatto un piccolo salto nel tempo e vengono percorse le principali fasi dello sviluppo del prêt-à-porter e dell'haute couture, passando dalla Francia, all'America fino ad arrivare in Italia.

Come affermato più volte, le protagoniste del Made in Italy nel settore fashion e luxury sono le PMI, spesso a conduzione familiare, che vedono nel processo di quotazione l'opportunità di continuare a crescere e svilupparsi. Per una piccola – media impresa il grande salto della quotazione può rappresentare un momento di incertezza e di forte rottura rispetto alla tradizionale gestione operativa della stessa, ma nonostante ad emozioni negative o di rimorso, l'IPO continua ad essere una fonte importantissima di capitali e opportunità di sviluppo. In alcuni casi addirittura, può essere un mezzo per il quale il fondatore dell'azienda può liquidare l'investimento fatto.

È opportuno contestualizzare l'ambiente di riferimento del processo di quotazione, infatti, in Italia si è assistito ad un radicale mutamento da un sistema bank – oriented, dove il mercato finanziario rivestiva un ruolo marginale, ad un sistema market – oriented, dove invece il mercato dei capitali ha una maggiore rilevanza. In questa transazione si è assistito ad una crescente importanza della quotazione, molte PMI si sono approcciate al nuovo mondo del mercato dei capitali ed hanno trovato in esso una fonte di vantaggio competitivo, fondamentale in una fase storica dove le barriere geografiche sono state abbattute dal processo disruptive – creative della globalizzazione.

Al fine di sostenere l'impianto narrativo del lavoro, sono stati analizzati due casi che hanno fatto la storia della moda italiana: il caso Alberta Ferretti ed il caso Brunello Cucinelli. Entrambi i casi hanno l'obiettivo di apprezzare l'evoluzione e lo sviluppo che hanno affrontato negli anni, da piccole aziende a conduzione familiare a grandi player internazionali. Alberta Ferretti, Aeffe Spa, da piccola bottega, negli anni ha conquistato il gusto dei consumatori portandola a dimensioni così grandi da decidere di sbarcare nel mercato finanziario e poter così conquistare nuovi mercati, nuovi canali di vendita e di espandere il business, non solo abbigliamento ma anche accessori, pelletteria e diventare competitor temibili nel settore della nautica. Per quanto concerne Brunello Cucinelli, il percorso è analogo, da boutique di un piccolo paese nell'Umbria a brand riconosciuto ed

apprezzato a livello mondiale, dall'idea innovativa di produrre cashmere colorato a diventare il "re" dello stesso a livello mondiale e portare la Brunello Cucinelli Spa alla quotazione, registrando risultati di notevole successo.

Il lavoro si conclude con il terzo capitolo che considera il famoso caso di Elisabetta Franchi e della sua creazione, la Betty Blue Spa. In modo analogo ai casi analizzati nel secondo capitolo, l'azienda della stilista bolognese nasce come una piccola – media impresa, grazie all'estro ed alla cura per il cliente l'impresa conosce un periodo di crescita strabiliante in poco più di 10 anni. Il successo che ha vissuto l'azienda è riportato nei dati di bilancio, riportando utili in crescita anno dopo anno. Sono gli stessi risultati conseguiti che hanno portato l'azienda a compiere il grande passo della quotazione. Il processo di quotazione che affrontato la Betty Blue Spa, non è il classico percorso di IPO ma bensì vede uno precedente logico, la quotazione di una SPAC (Special Purpose Acquisition Company), la cosiddetta Spactiv Spa. Quindi nel capitolo non solo verrà studiato il bilancio della Betty Blue Spa ma anche il bilancio di Spactiv Spa e sarà analizzato l'intero processo. Il processo risulta però non ultimato, in quanto i termini della quotazione sono stati coincidenti con lo scoppio della pandemia, per meglio dire, il quadro incerto macroeconomico ha fatto sì che gli azionisti esercitassero il diritto di recesso e ponendo in questo modo la quotazione in stand-by.

CAPITOLO 1

INITIAL PUBLIC OFFERING

1.1 Introduzione

Nel percorso evolutivo affrontato dalle imprese si arriva ad uno stadio nel quale molte aziende decidono di fare un'offerta pubblica di azioni, ovvero una IPO (Initial Public Offering). I motivi che spingono un'azienda a questa decisione possono essere la necessità di trovare nuovi capitali affinché vengano intrapresi nuovi investimenti; la volontà della società di crescere ed espandersi a livello mondiale migliorando la propria immagine, in quanto la quotazione implica il rispetto di regole e pubblicazione di documenti col fine di aumentare la trasparenza nei confronti del mercato. La quotazione in Borsa rappresenta uno strumento idoneo al perseguimento degli obiettivi citati.

Il capitolo esamina il processo di quotazione. Nello specifico, il primo paragrafo analizza i diversi segmenti di mercato di Borsa Italiana; il secondo studia i soggetti coinvolti nel processo di quotazione e quindi il Consorzio di collocamento; il terzo paragrafo si concentra sul documento informativo necessario al successo dell'IPO e deve essere depositato presso la CONSOB; il quarto paragrafo affronta il fenomeno dell'underpricing e quali strategie finanziarie possono essere intraprese per limitare il fenomeno; il quinto paragrafo considera i due diversi modi con i quale le imprese possono proporre un'IPO invero un'offerta di pubblica vendita (OPV) oppure un'offerta di pubblica sottoscrizione (OPS), ed infine, il sesto paragrafo verte su una possibile alternativa, ovvero il collocamento privato e sulle differenze rilevanti.

1.2 I mercati finanziari per la IPO

Con il meccanismo di IPO viene offerta la proprietà delle azioni a soggetti, sia individui che persone giuridiche, le quali sottoscrivono l'acquisto ad un determinato prezzo per mezzo di un listino di borsa¹. L'IPO è lo strumento tramite il quale si ha la diffusione dei titoli della società tra il pubblico (c.d. creazione del flottante). Data la natura finanziaria dell'operazione è necessario che la società interessata abbia cura di osservare il TUF (Testo Unico della Finanza, D.Lgs 58/1998) in modo che gli investitori interessati all'operazione possano fruire

¹ Bove Antonello E. (2012), *“Strategic planning – Come definire, pianificare ed eseguire una strategia di business vincente”*, Hoepli, Milano, p. 230.

di informazioni trasparenti e veritiere. Ai fini dell'operazione, l'impresa deve comunicare preventivamente alla Consob² l'intenzione di procedere alla quotazione e specificare le caratteristiche dell'operazione, tra cui i soggetti coinvolti (società emittente; sponsor; specialist; global coordinator; studi legali; advisor finanziario e il consorzio di collocamento). Inoltre, di fondamentale importanza, è la redazione obbligatoria del Prospetto informativo secondo i parametri dettati dalla Consob. La durata del processo varia dai 4 ai 6 mesi e può essere suddiviso in diversi stadi (pianificazione; redazione del prospetto informativo; due diligence; costituzione del consorzio; ammissione e quotazione; road show; bookbuilding; collocamento e negoziazione). La società che intende perseguire la quotazione è mossa da molteplici obiettivi³, questi possono essere:

- Migliorare l'immagine della società, in quanto è necessario sottostare a determinati vincoli;
- Attrarre tramite la visibilità conquistata nuove risorse manageriali;
- Ottenere nuovo capitale per procedere a nuovi investimenti ed in generale alla crescita esterna;
- Permettere agli azionisti di vendere le azioni della società e percepire dei guadagni in conto capitale.

La società interessata deve tenere conto anche dei possibili risvolti negativi⁴ di un'IPO, nello specifico:

- Aumento dei costi di compliance, in quanto è necessario rispettare requisiti formali, legali ed etici imposti dal mercato;
- Aumento della formalizzazione e burocratizzazione della struttura organizzativa;
- Rischio di take-over, invero la possibilità di assistere ad un ricambio del vertice aziendale;
- Maggiore interesse nell'ottenere risultati nel breve periodo piuttosto che favorire una crescita ed ottenere risultati nel lungo periodo.

Il mercato finanziario in Italia è gestito da Borsa Italiana S.p.a.⁵ fondata nel 1808 ed oggetto di un processo di privatizzazione durante gli anni 90'. Dal 2007 fa parte del London Exchange Group. Borsa Italiana è una delle maggiori Borse in Europa, presidia

² Art 101 del TUF

³ Iosio C. (2011), "IPO per le PMI italiana", IPSOA, Assago, pp. 33-34.

⁴ Forestieri G. (2020), "Corporate & Investment Banking", Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 220.

⁵ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>

l'ammissione, la sospensione o un'eventuale esclusione degli operatori o di strumenti finanziari. I compiti del gestore sono molteplici:

- Gestione informativa sulle imprese quotate;
- Definire i requisiti e le procedure di ammissione per le società emittenti e per gli intermediari che operano sul mercato;
- Vigilare il corretto funzionamento del mercato;
- Garantire trasparenza, veridicità, liquidità e competitività.

Una scelta che affronta l'azienda nel momento della quotazione è di decidere se effettuare il listing su un mercato domestico o estero. Secondo uno studio condotto nel 2002⁶ su 559 operazioni di Offerta Pubblica Iniziale effettuate in Europa in un periodo tra il 1999 ed il 2001, soltanto il 3% ha deciso di quotarsi in un mercato estero. Le imprese che optano per la quotazione in mercati esteri mantengono la quotazione sia sul mercato domestico sia su uno o più mercati esteri, originando così il fenomeno del dual-listing o anche del multi-listing⁷. I motivi che spingono una società al listing estero sono molteplici. Innanzitutto la necessità dell'emittente di trovare nuovi investitori cross border e quindi di aprire la società non solo ai domestici ma anche a quelli internazionali. In secondo luogo, possono sussistere ragioni di carattere strategico, come la promozione del business svolto e il sostegno commerciale. Un importante deterrente per la quotazione nei mercati esteri è la presenza di costi⁸ elevati, causati dall'onere di intrattenere rapporti con Autorità amministrative straniere o dall'adozione di principi contabili diversi da quelli applicati nel paese di origine. Ciononostante, alcuni studi⁹ improntati sull'impatto sulla liquidità, sul rischio e sul costo del capitale spiegano come vi siano, al contrario del senso comune, dei vantaggi derivanti dalla quotare l'azienda in mercati esteri. In generale si può affermare che i prezzi delle azioni quotate sui mercati esteri reagiscono meglio un mese dopo l'IPO, il volume delle transazioni post-quotazione aumenta ed è positivamente correlato con il volume delle transazioni che avvengono nel mercato domestico ed, infine, il rischio del mercato domestico è sensibilmente ridotto ed è associato ad un piccolo aumento del rischio di mercato globale ed

⁶ Lazzari V. , Geranio M. (2002), *“Il mercato delle initial public offering nell'Europa continentale”*, n.32, Quaderni Einaudi.

⁷ Onesti T. , Angiola N., Martini Silvio B. , Garzella S. , Muserra Anna L. (2012) , *“Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto”*, Franco Angeli Edizioni, Roma, pp. 324-325.

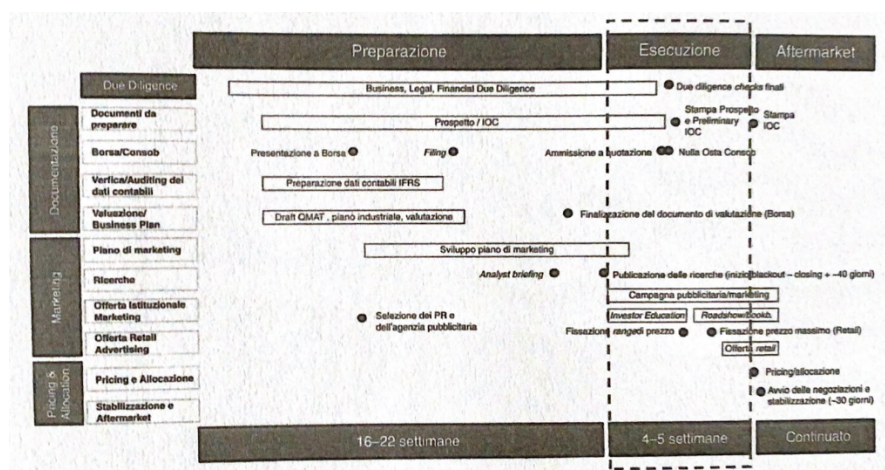
⁸ Onesti T. , Angiola N., Martini Silvio B. , Garzella S. , Muserra Anna L. (2012) , *“Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto”*, Franco Angeli Edizioni, Roma, pp. 325.

⁹ Karolyi Andrew J. (1998), *“Why Do Companies List Shares Abroad?”*, New York University Salomon Center.

al rischio di cambio. Il processo di IPO è complesso e implica un certo numero di soggetti. In linea generale sono richiesti circa sei mesi affinché il processo possa svolgersi in maniera coordinata e corretta. Le fasi del processo¹⁰ possono essere sinteticamente organizzate nel modo seguente:

- Delibera da parte dell'assemblea per la richiesta di ammissione, quotazione e procedimento di collocamento (l'assemblea è ordinaria in caso di richiesta di ammissione e quotazione, assume forma straordinaria in caso di modifiche statuarie e aumento di capitale in caso di OPV e OPS);
- Scelta del global coordinator, inizio delle attività di due diligence e redazione del prospetto informativo;
- Si costituisce il consorzio di collocamento, si pubblicano i research report e si avvia la fase di pre-marketing;
- Definizione di una forchetta di prezzo;
- Delibera da parte di Borsa Italiana all'ammissione alle negoziazioni e nulla osta della Consob alla pubblicazione del prospetto;
- Fase di roadshow (dura circa 2 settimane) e bookbuilding;
- Stabilizzazione del prezzo dovuta ad eventi come l'underpricing.

Figura 1 Durata del processo di IPO media



Fonte: Cristian Iosio IPO per le PMI italiane

1.3 I soggetti coinvolti: Consorzio di collocamento

¹⁰ Dallochio M., Salvi A. (2011), "Finanza aziendale 2- Finanza straordinaria", Egea, Milano, pp. 122.

La complessità dell'operazione di IPO consegue sia dalle varie fasi che compongono il processo di quotazione sia dal numero degli attori coinvolti. Il processo dell'IPO si fonda su componenti¹¹ di fondamentale importanza:

- I soggetti dell'offerta (in caso di OPS) e i soggetti venditori (in caso di OPV);
- Chi compone la domanda, distinguendo tra elementi istituzionali e retail;
- Il global coordinator¹², vale a dire la banca di investimento che copre il ruolo di condurre l'operazione e di coordinare i rapporti tra le parti coinvolte;
- Altre banche facenti parti del consorzio di collocamento;
- I rappresentanti del mercato, invero il gestore e l'autorità di controllo (in Italia rispettivamente Borsa Italiana e Consob);
- Advisor in generale con competenze sia in ambito finanziario (sponsor, specialist, advisor finanziario dell'emittente e degli azionisti), sia in ambito legale (società di revisione, legali).

Quando si parla di consorzio di collocamento è necessario distinguere tra due tipi di relazione tra consorzio di collocamento e società quotanda¹³. Nel caso di "best effort" la funzione principale della banca è quella di distribuire l'offerta della società emittente presso gli investitori, è necessario sottolineare come non rappresenti una banale operazione di distribuzione, in quanto vengono impiegate funzioni di marketing, di regolamentazione e di controllo. Su tale tipologia di consorzio, non pende la responsabilità del successo del collocamento.

Invece, nel caso di "firm commitment" la funzione svolta dal sindacato è sia quella del caso precedente, sia quella di garante del successo del collocamento: nel caso di fallimento dell'operazione, infatti, le banche del consorzio si accollano l'acquisto della parte non collocata. Dato l'elevato profilo di rischiosità, le banche che sottoscrivono l'impegno al buon esito dell'operazione sono un costo rilevante per la società emittente in quanto affrontano le commissioni di garanzia (underwriting fee).

Ai fini dello studio, considerata la maggiore diffusione nella realtà del secondo tipo di consorzio di collocamento, l'analisi che segue farà riferimento al "consorzio di collocamento e garanzia".

¹¹Forestieri G. (2020), "*Corporate & Investment Banking*", Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 222-223.

¹² Chiamata anche lead manager o underwriter.

¹³ Dallochio M. , Salvi A. (2011), "*Finanza aziendale 2- Finanza straordinaria*", Egea, Milano, pp. 124.

Nel processo di quotazione il consorzio di collocamento svolge tre funzioni di vitale importanza: produzione di materiale informativo; reputazione e certificazione dell'emittente; ricerca e selezione degli investitori.

La funzione della produzione di informazioni è propedeutica alla fase di definizione del prezzo. Una parte dell'attività di ricerca delle informazioni è ricompresa nell'originating, ossia dall'attività di due diligence e fino alla pubblicazione dei research report. La due diligence¹⁴ è un'attività svolta da sponsor, società emittente e dagli advisors. Il contesto in cui si posiziona la due diligence è di correttezza e trasparenza delle informazioni rilasciate al mercato, col fine, non solo di promuovere la correttezza e l'affidabilità delle informazioni, di raccogliere il maggior volume possibile di risorse. La due diligence si articola in tre fasi: management due diligence (ossia incontri con la società per conoscerla meglio); legal due diligence (si sostanzia nel controllo legale effettuato dagli advisors e revisori legali della banca d'affari) ed infine la financial due diligence (con lo scopo di accertare l'attendibilità e la sostenibilità dei dati finanziari).

Lo svolgimento della funzione di placement considera la promozione dell'IPO, lo stimolo della domanda, la raccolta delle intenzioni degli investitori e, infine, l'allocazione dei titoli; tutte attività che hanno come finalità quella di produrre materiale informativo. La struttura del consorzio inoltre è importante in quanto ogni underwriter che forma il consorzio ha informazioni e competenze specifiche.

I componenti del sindacato di collocamento svolgono anche una funzione certificazione della società emittente, mettendo la propria reputazione come segnale nei confronti della domanda. In un'operazione di IPO ai fini del successo è di vitale importanza procedere a qualsiasi tentativo di ridurre l'asimmetria informativa affinché gli investitori, nonostante assenza di performance di mercato, possano fidarsi della società emittente. Inoltre, è nell'interesse del global coordinator e delle altre banche manager procedere in modo accurato nel processo acquisitivo delle informazioni in modo tale da formulare un prezzo vicino alla dinamica del mercato reale, così da evitare fenomeni di underpricing o overpricing, e quindi di evitare associazioni negative al loro operato.

Il consorzio di collocamento durante lo svolgimento delle proprie funzioni ricerca e seleziona gli investitori¹⁵ che manifestino interesse nei confronti dei titoli. La ricerca degli

¹⁴ Floreani J. , Polato M. (2012) , “*Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari. Profili operativi e regolamentari*”, G. Giappichelli Editore, Torino, p. 85.

¹⁵ Forestieri G. (2020), “*Corporate & Investment Banking*”, Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 231.

investitori si ha durante tutta l'attività di placement, una volta acquisito un panel di investitori si procede alla selezione. Nel caso di mercato retail la selezione avviene tramite estrazione a sorte e assegnazione pro-quota. Invece, nel caso del mercato istituzionale vi è un elevato grado di discrezionalità e in tale scenario sono importanti le informazioni fornite dal bookbuilding.

La costituzione del consorzio di collocamento prevede diverse fasi ed ha come obiettivo quello di conseguire con successo l'operazione di IPO. Punto fondamentale è il global coordinator, ovvero la banca che fornisce servizi di investment banking, il quale è stato contattato dalla società emittente. Durante la fase di costituzione del sindacato il global coordinator prende in considerazione la grandezza del pool di banche che formeranno il consorzio. Numerosità¹⁶ e vantaggi sono positivamente correlati, infatti, un maggior numero di banche permette di frazionare il rischio di fallimento, e, data opportunità della società di venire in contatto con banche ritenute interessanti, consente di aumentare la quantità e la qualità delle informazioni prodotte e quindi conseguire una performance migliore a livello di pricing, riuscendo ad essere competitivi nel mercato delle IPO che risulta essere sempre più affollato e complesso.

Il global coordinator avrà interesse a contattare banche che possono comportare un valore aggiunto all'intero consorzio, quindi l'obiettivo sarà quello di ricercare banche caratterizzate da elevati livelli di competenze nel settore della società emittente e dall'abilità di presidiare i mercati geografici e segmentare gli investitori. In conclusione, la struttura piramidale del sindacato implicitamente si sofferma sulle competenze delle banche, infatti, una parte del sindacato è dedicata a tutto il processo di quotazione ed un'altra parte si occupa dell'offerta retail e quindi del collocamento istituzionale.

Il consorzio di collocamento, composto da più banche, assume una forma piramidale che vede al vertice il global coordinator e due altri rami: un'offerta retail al mercato locale ed un'offerta globale istituzionale rivolta sia al mercato domestico, sia al mercato internazionale. Il consorzio è organizzato in¹⁷:

- **Managing group:** ovvero l'insieme di banche che gestiscono il consorzio, ne hanno la responsabilità, prendono in carico l'impegno di garanzia e possono procedere all'attività di placement. Le banche di questo gruppo prendono il nome di global coordinator, bookrunner e co-lead manager;

¹⁶ Iosio C. (2011), "*IPO per le PMI italiana*", IPSOA, Assago, pp. 109-110.

¹⁷ Forestieri G. (2020), "*Corporate & Investment Banking*", Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 231.

- Non-managing underwriter: è il gruppo delle banche che assoldano l'impegno di garanzia e svolgono l'attività di placement;
- Selling group: è l'insieme delle banche che si interessano esclusivamente della attività di collocamento, diversamente dai due gruppi precedenti, su di esse non pende l'impegno di garanzia.

Conseguentemente all'assunzione dell'impegno di garanzia, la società emittente paga al sindacato delle fee basate sul gross spread (il gross spread si suddivide in tre parti: management fee; underwriting fee e selling fee). La remunerazione che spetta alle banche corrisponde ad una frazione della somma dei fondi raccolti tramite il placement. Il valore in percentuale varia a seconda del continente, per esempio, in Europa la fee è compresa tra il 2%-6%, negli Stati Uniti si attesta intorno al 7%.

1.4 Analisi dell'operazione: Prospetto informativo

In Italia l'autorità preposta al controllo sull'organizzazione e il funzionamento del mercato azionario è la Consob¹⁸ (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) istituita nel 1974 dalla legge 7 giugno 1974 n.216. In quegli anni le negoziazioni di mercato avvenivano in solo nove luoghi ed i funzionari della Consob vigilavano sulla formazione del prezzo, sugli agenti di scambio e tutte le attività di controllo affinché le contrattazioni avvenissero con trasparenza e legalità. Con la legge n.281 del 1985, l'organo dello Stato incardinato nel Ministero del Tesoro acquisisce la denominazione di Autorità Indipendente, attribuendo così una personalità giuridica e piena autonomia. Nel corso degli anni e con lo sviluppo dei mercati finanziari l'Autorità Indipendente ha ampliato le funzioni ed ha rafforzato i propri poteri. Compito della Consob è quello di garantire lo sviluppo, l'efficienza la trasparenza del mercato finanziario ed in modo che questo avvenga le sono stati conferiti poteri regolamentari (obblighi informativi delle società quotate nei mercati regolamentati ed al sollecitamento del pubblico risparmio), di autorizzazione (pubblicazioni di prospetti informativi concernenti offerte pubbliche di acquisto e di vendita); sanzionatori e di vigilanza. Condizione necessaria e sufficiente per il corretto svolgimento dell'IPO è che prima della pubblicazione del prospetto la società emittente predisponga e pubblichi il documento

¹⁸ Capriglione F. (a cura di Pellegrini M.) (2016), *“Saggi e monografie di diritto dell'economia - Corso di diritto pubblico dell'economia”*, Wolters Kluwer, Milano, n.28, p. 258.

informativo¹⁹ e spetta alla Consob controllare l'idoneità del prospetto secondo i requisiti dettati e quindi concedere il nulla osta. Ai sensi dell'art.94, comma 2 T.U.F²⁰, si dichiara che "il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti". In aggiunta al prospetto informativo la regolamentazione cita la nota di sintesi e facendo riferimento all'art.94, comma 2 "il formato e il contenuto della nota di sintesi forniscono, unitamente al prospetto, informazioni adeguate circa le caratteristiche fondamentali dei prodotti finanziari che aiutino gli investitori al momento di valutare se investire in tali prodotti". In generale, nella redazione del prospetto si devono seguire dei principi generali come: coerenza tra le informazioni societarie contenute nel prospetto e quelle contenute nella documentazione contabile periodica; chiarezza espositiva e confrontabilità dati economici, patrimoniali e finanziari del prospetto con quelli dei bilanci; opportunità di inserire grandezze non direttamente ricavabili e, all'occorrenza di permettere agli investitori di comprendere appieno le tavole comparative dei dati economici, patrimoniali e finanziari e informarli nel caso in cui ci siano state delle variazioni dei principi contabili.

Nello specifico, il contenuto²¹ del prospetto informativo, ad eccezione di alcune dispense di informazioni consentite, deve essere diviso in tre schemi:

- Schema A: per l'ammissione alla quotazione ufficiale di azioni in borsa;
- Schema B: riguarda le obbligazioni;
- Schema C: per i certificati rappresentativi di titoli.

Inoltre vengono esplicitati²² i casi in cui è permesso l'omissione di alcune informazioni, secondo la direttiva è permesso dispensare: le società emittenti quotate ad obbligazioni collocate tra un ridotto numero di investitori professionali; a valori mobiliari offerte da istituti finanziari; ad obbligazione emesse in modo continuativo da banche, ad obbligazioni garantite emesse da una persona giuridica; ad obbligazioni convertibili o cum warrant emesse da una società di finanziamento; ad obbligazioni emesse dallo Stato ed infine ad certificati rappresentativi di azioni emessi da un ente creditizio.

¹⁹ Art 3 del decreto-legge 8 aprile 1974 n.95, convertito in legge dalla legge 7 giugno 1974 n.216.

²⁰ Testo Unico della Finanza emanato col decreto legislativo del 24 febbraio 1998 n.58 ed entrato in vigore il 1 luglio 1998.

²¹ Disciplinato dalla direttiva 80/390, sezione I.

²² Disciplinato dalla direttiva 80/390, sezione II.

Le disposizioni vigenti²³ prevedono che il prospetto contenga almeno le informazioni riportate negli schemi allegati in una forma agevole alla comprensione e all'analisi, in alcuni casi può essere integrato secondo disposizioni dettate dalla Consob. Analizzando il terzo comma delle disposizioni vigenti si evince che semmai nei dodici mesi antecedenti la data di comunicazione sia stato pubblicato in Italia un prospetto informativo relativo ad altri titoli che abbia acquisito il nulla osta della Consob, la società emittente può redigere un nuovo prospetto riguardante i titoli di una nuova offerta e questo deve essere presentato unitamente al prospetto precedente. Esistono casi in cui l'Autorità può esentare gli emittenti dall'inserire alcune informazioni che risulterebbero di scarsa importanza, irrilevanti o perfino contrari all'interesse pubblico.

La stesura del prospetto informativo rappresenta un nodo cruciale del processo di quotazione, infatti, è previsto²⁴ che i legali e i presidenti del collegio sindacale della società emittente, del global coordinator e delle banche del selling group si assumano la responsabilità in termini di veridicità e completezza delle informazioni riportate ed, in generale, di ogni informazione valida ed utile da essi conosciuta ai fini di un'operazione trasparente e responsabile.

Nel caso di offerte²⁵ che hanno come oggetto titoli quotati il prezzo può non essere inserito a patto che lo stesso venga reso noto mediante pubblicazione su un giornale almeno il giorno prima dell'inizio dell'offerta.

La definizione del contenuto del prospetto informativo deve tenere in considerazione diversi fattori come l'evoluzione della prassi maturata in Italia negli anni e le best practices a livello internazionale (ceiling approach²⁶, ossia il numero massimo di informazioni che i regolatori possono richiedere in condizioni normali) conseguite in sede IOSCO che hanno impresso uno schema da dare al prospetto ed infine l'esperienza estera osservata negli Stati Uniti, Franca e Regno Unito. Con lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescente importanza assunta dalla comunicazione finanziaria, il prospetto informativo è diventato un canale di comunicazione del valore dell'impresa col fine di raggiungere una più vasta platea di investitori e quindi di aumentare la probabilità di successo del collocamento. Nel percorso di evoluzione della funzione del prospetto, ha avuto un impatto positivo il lavoro della

²³ Art. 7 regolamento 6430/92

²⁴ Art. 5 comma 2 regolamento 6430/92

²⁵ Art. 9 regolamento 6430/92

²⁶ Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, "*Questioni societarie IV parte, Note tecniche in materia di: sollecitazione all'investimento*", Paragrafo: 4. Contenuto del prospetto informativo, p. 18.

Consob intervenendo ove ritenuto necessario richiedendo implementi informativi come ad esempio la così designata key information (risk paragraph, key factors ecc).

1.5 Underpricing: cause e soluzioni

Il fenomeno dell'underpricing (denominato anche IPO discount) è inevitabile nel momento della quotazione di una società, ma prima di analizzarlo è necessario entrare nel dettaglio della fase di pricing dell'IPO.

Fase cruciale del processo di IPO è il pricing che si può intendere sia come l'intero iter dell'operazione, dalla decisione di quotarsi fino alla scelta del global coordinator, sia come perfezionamento della struttura tecnica dell'offerta e del prezzo. In questa fase si svolge parallelamente il road show e la procedura di bookbuilding. Il roadshow è inteso come una serie di incontri con i quali, le banche di investimento incontrano i potenziali investitori²⁷, la durata di questa fase varia tra le 2 e le 3 settimane²⁸. Quindi tale processo caratterizza la fase conclusiva dell'operazione di quotazione, gli incontri in questione vengono organizzati dal global coordinator e vi partecipano gli investitori istituzionali, i rappresentanti della società emittente e alcuni esponenti del global coordinator. La locazione degli incontri può essere sia a livello nazionale che internazionale ed è un primo punto di incontro tra la società emittente e la comunità finanziaria.

Nello svolgersi delle varie fasi della quotazione, il materiale informativo viene arricchito e questo permette di formulare una forchetta di prezzo²⁹ che rappresenta un range di possibili prezzi che hanno come limite un prezzo massimo ed un prezzo minimo, generalmente compreso tra il 15% ed il 25% del prezzo minimo (o prezzo ancora). Con la forchetta di prezzo si avvia il bookbuilding³⁰, definito come meccanismo di identificazione del prezzo, il global coordinator appunta le manifestazioni di interesse, che non vincolano l'investitore istituzionale, mediante prezzo e quantità per poter definire una curva di domanda permettendo di ottenere una situazione chiara del possibile prezzo di emissione. Le varie

²⁷ Bodie Z., Kane A., Marcus Alan J. (2016), "*Essential of investments*", McGraw-Hill Education, p. 57.

²⁸ Iosio C. (2011), "*IPO per le PMI italiana*", IPSOA, Assago, pp. 130.

²⁹ Iosio C. (2011), "*IPO per le PMI italiana*", IPSOA, Assago, pp. 130.

³⁰ Lombardo S. (2011), "*Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*", Giuffrè Editore, Milano, p. 23.

offerte vengono ordinate per scaglioni di prezzo secondo un andamento decrescente, invero, quantità decrescenti per prezzi crescenti. La raccolta degli ordini³¹ può avvenire in diversi modi:

- Strike bid: l'investitore indica la quantità massima disponibile ad acquistare a qualunque prezzo, chiaramente nel range;
- Limit bid: l'investitore annuncia la quantità che intende acquistare ad un prezzo massimo;
- Step bid: l'investitore dichiara le varie quantità che intende acquistare ai vari livelli di prezzo.

Lo step bid è la tipologia di informazione più profittevole per il global coordinator poiché viene rivelata la sensibilità al prezzo da parte dell'investitore. Diametralmente opposta è la quantità e qualità informativa portata dallo strike bid perché rivela poco o nulla della sensibilità al prezzo. Ad un livello informativo intermedio si posiziona il limit bid. Le offerte inviate dagli investitori non sono vincolanti e possono essere oggetto di modifica, delineando il sentiment del mercato nei confronti della quotazione della società.

Il global coordinator non svolge un ruolo passivo nella ricezione degli ordini, infatti, data l'importanza del materiale informativo, esso privilegerà gli investitori che hanno maggiormente contribuito alla definizione esatta di prezzo. Peculiare è il caso di oversubscription³², inteso come il surplus di azioni o obbligazioni che gli investitori vorrebbero acquistare ma nel concreto non è possibile a causa dell'elevata domanda, infatti bisogna distinguere tra investitori istituzionali e mercato retail. Nel primo caso, se la domanda supera l'offerta, il global coordinator potrà discrezionalmente e autonomamente selezionare gli investitori i quali verranno soddisfatti. Diversa è la dinamica nel secondo caso, infatti, le regole di attribuzione dei titoli sono preventivamente esplicitate e possono avvenire con ripartizione pro-quota o sorteggio.

La difficoltà del ruolo del global coordinator è quella di gestire il trade-off tra l'interesse degli investitori, cioè di acquistare ad un prezzo basso per scontare il rischio di scarsa liquidità del titolo a livello del mercato secondario e per ottenere un guadagno in conto capitale, e l'interesse della società emittente, ovvero quello di ottenere il prezzo più alto possibile. Quindi l'attività da mediatore è finalizzata ad ottenere un underpricing

³¹ Forestieri G. (2020), *“Corporate & Investment Banking”*, Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 236.

³² Gounopoulos D. (a cura di Greg N. Gregoriou) (2008) , *“Encyclopedia of Alternative Investments”*, CRC Press, A Chapman & Hall Book, p.347.

ragionevole, in maniera tale da premiare gli investitori che hanno creduto nella società emittente ed hanno rischiato nella sottoscrizione del mercato primario.

Il fenomeno dell'underpricing è un argomento oggetto di interesse in letteratura³³, tra i primi studiosi è doveroso ricordare Ibbotson che studiato e quantificato la presenza di un underpricing di breve periodo associato ad un underperformance nel lungo periodo. Per rispondere a questo andamento sono state proposte varie teorie:

- Asimmetrie informative (Rock, 1986): caratterizzano ogni aspetto della vita e acquistano un maggior peso soprattutto nel mondo della finanza. Le asimmetrie sono relative al rapporto sia investitori-underwriters sia società emittente-underwriters. Nel primo caso sono gli underwriters ad avere maggiori informazioni e quindi l'underpricing è uno strumento utilizzato come incentivo per condurre gli investitori a svelare il sentiment riguardo l'azione. Nel secondo caso, l'underpricing rappresenta un modo per gli underwriters di tutelarsi da un eventuale fallimento della vendita del titolo nel mercato secondario, quindi assume la forma di premio di rischio;
- Costi di agenzia (Baron, 1982): il fenomeno viene interpretato come un costo di transazione che trova le radici nel conflitto di interessi tra società emittente, underwriters e investitori che potrebbe scaturire in comportamenti affini al moral hazard³⁴.
- Selettività del fenomeno (Ibbotson & Ritter, 1984): il fenomeno è concentrato solo in alcuni tipi di attività ed in determinati periodi storici.

Gli studiosi hanno cercato di misurare quantitativamente l'evento, indagando su una possibile correlazione positiva tra la fase ciclica del mercato e su prove che dimostrino l'impatto nel lungo periodo. Tuttavia, è risultato difficile conseguire risultati chiari, poiché il confronto tra le performance di varie IPO risulta complesso in quanto ogni quotazione è caratterizzata da aspetti qualitativi e quantitativi peculiari. Considerando una finestra temporale di 10 anni il fenomeno dell'underpricing si è attestato intorno al 10%-15% in base al mercato preso in considerazione ed all'orizzonte temporale osservato. Nel dettaglio si è scoperto che tanto maggiore è il periodo tra la fissazione del prezzo dell'offerta e l'inizio delle negoziazioni, tanto maggiore sarà l'average first-day return. Infatti, per ridurre la possibilità di fallimento del collocamento il global coordinator (o la banca lead manager) determinerà un prezzo di emissione più basso. In linea generale, l'underpricing

³³ Allen F. , Faulhaber Gerald R. (1989), “ *Signaling by underpricing in the IPO market*”.

³⁴ Inteso come azzardo morale, ovvero opportunismo post-contrattuale.

storicamente³⁵ è aumentato dal 4% circa del periodo delle due Guerre mondiali fino al 9% nei quattro decenni successivi. Il motivo di tale differenza è da ricercare nel calo della fiducia che ha colpito gli investitori, società emittenti e banche dalla seconda Guerra mondiale in poi, soprattutto a causa dei ripetuti scandali finanziari e delle crisi economiche.

Successivamente alla fase di pricing vengono messe in atto delle attività (after market) col fine di stabilizzare l'andamento delle quotazioni a seguito del periodo di negoziazione. Tali attività riguardano caratteristiche contrattuali dell'IPO che sono contenute nel prospetto informativo, le più importanti sono overallotment o greenshoe e il lock-up. Nel caso di overallotment (o greenshoe)³⁶ si riferisce alla competenza conferita al global coordinator di assegnare agli investitori una quota aggiuntiva di azioni (circa il 15%) rispetto all'ammontare totale, queste azioni non fanno parte dell'offerta per la quotazione e quindi nella fattispecie sono collocate allo scoperto (noto come Short selling, invero in caso di previsione di prezzo al ribasso, vendere asset non posseduti³⁷ per poi riacquistarli successivamente). Se ci sono le condizioni per effettuare un overallotment, il global coordinator prenderà in prestito le azioni e le collocherà presso gli investitori al prezzo fissato in sede di offerta ufficiale. Nella realtà, insieme all'overallotment viene anche definita l'opzione greenshoe, facoltà concessa dalla società emittente al global coordinator e che permette a quest'ultimo di sottoscrivere le azioni al prezzo di collocamento fino ad un massimo del 15% dell'offerta globale. In sostanza, l'opzione greenshoe ha la funzione di restituire (coprire la posizione aperta) le azioni prese a prestito dal consorzio. Nell'applicazione della greenshoe è obbligatorio porre attenzione a due casi:

- Prezzo di mercato maggiore del prezzo di collocamento: si è in una situazione di successo della quotazione. Il global coordinator potrà attuare una doppia operazione neutrale nei prezzi: applica la greenshoe al prezzo di collocamento e chiude il prestito dei titoli allo stesso prezzo. Il guadagno che ne trae il global coordinator consiste nel gross spread³⁸, inoltre sarà in grado di gestire l'underpricing almeno nel breve periodo;
- Prezzo di mercato minore del prezzo di collocamento: è il caso più problematico. Se il consorzio ha comunque eseguito l'overallotment ed ha esercitato l'opzione di prestito delle azioni si potrebbe seguire due strade. Una prima ipotesi è l'esercizio

³⁵ Dallochio M. , Salvi A. (2011), “Finanza aziendale 2- Finanza straordinaria”, Egea, Milano, pp. 124.

³⁶ Forestieri G. (2020), “Corporate & Investment Banking”, Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 238.

³⁷ Hull John C. (2006), “Opzioni, futures e altri derivati”, Sesta edizione, Pearson, Milano, p. 100.

³⁸ Il guadagno che traggono i sottoscrittori ricevono per la sottoscrizione, e quindi il rischio, che si accollano per l'operazione di IPO.

dell'opzione della greenshoe con la conseguenza di ottenere due risultati negativi: procurarsi azioni al prezzo di collocamento (cioè sopra-prezzate) e aumento dell'offerta di un titolo con prezzo debole. Alla luce di quanto spiegato, l'unica via percorribile risulta acquistare azioni necessarie a coprire il rimborso direttamente sul mercato secondario. Il global coordinator otterrà due benefici, ossia guadagnare sulla differenza di prezzo e aumentare la domanda del titolo in modo da stabilizzare il titolo e compensare il prezzo debole di quotazione.

Nell'eventualità di clausole di lock-up, vale a dire clausole contrattuali previste nel prospetto informativo esse hanno l'obiettivo di stabilizzare il prezzo nei mesi successivi alla quotazione evitando che alcuni soggetti (manager/ personale chiave, azionisti) emettano nuove azioni o concedano garanzie supportate dalle azioni stesse. In definitiva, le clausole di lock-up fungono da segnale di commitment nei confronti dell'attività aziendale, fornendo, al contempo, coerenza al progetto, e permettono di ridurre l'offerta di titoli con prezzo debole e superare le barriere dell'asimmetria informativa, operando in modo trasparente nei confronti del mercato.

1.6 OPV e OPS

Con riferimento alla natura dei titoli offerti, si riconoscono le offerte di sottoscrizione (primary offerings) e le offerte di vendita (secondary offerings). Nel caso di primary offerings, oggetto del collocamento sono i titoli di nuova emissione, invece, per le secondary offerings si tratta di titoli già esistenti. Nella prassi, le offerte di sottoscrizione riguardano imprese che hanno come obiettivo la raccolta di nuovo capitale (tramite aumento di capitale e emissione di obbligazioni) e di conseguenza, la crescita, ovvero avviare nuovi progetti ed investire nella ricerca e nello sviluppo. Gli investitori interessati nella società emittente, acquistando i titoli di nuova emissione, forniscono liquidità al vertice aziendale per poter procedere agli investimenti ritenuti più profittevoli. Per quanto concerne le offerte di vendita, esse hanno come oggetto le azioni. Generalmente i proprietari di una percentuale non trascurabile di azioni della società ricorrono alle secondary offerings³⁹ nel momento in cui vogliono monetizzare, in tutto o in parte, l'investimento fatto e questo comporta la divisione del pacchetto azionario ad un numero elevato di investitori.

Le offerte pubbliche di vendita (OPV) hanno come fine quello di permettere la quotazione di una società in un mercato regolamentato, ma seguendo l'evoluzione storica delle imprese di proprietà pubblica, lo strumento delle OPV è stato utilizzato anche nel processo di

³⁹ Fabrizi P. L. , Forestieri G. , Mottura P. (2003), “*Strumenti e servizi finanziari*”, Egea, Milano, p. 291.

privatizzazione previsto dai vari trattati europei. È permessa la quotazione alle sole società le quali azioni siano a proprietà diffusa, ossia possedute da un gran numero di risparmiatori/investitori che separatamente non riescono ad influire nella governance della società. Secondo i requisiti dettati da Borsa Italiana, le società a cui è permessa la quotazione devono avere almeno il 25% delle azioni diffuso tra il pubblico, invero non abbiano un ruolo nel governo dell'azienda, che non siano assoggettati a patti parasociali o che detengano una quota azionaria al più del 2%. Le azioni in esame tecnicamente costituiscono il flottante della società (free float).

La liquidazione dell'investimento ha una duplice natura, per volontà del proprietario o imposta dalla natura dell'operazione (per esempio se non è più garantito il flottante minimo richiesto). Nel caso di imprese private, il titolare preferisce scegliere autonomamente la via della liquidazione per vari motivi, ad esempio, continuare ad imprimere una certa influenza nel controllo e nel management della società nonostante il parziale disinvestimento. Dinamica analoga avviene nei casi di privatizzazione, seppur parziale, quando l'ammontare delle azioni è così elevato da rendere inopportuno l'utilizzo di strumenti come le aste private o le trattative.

Il flottante può essere realizzato non solo tramite OPV ma anche tramite OPS, ossia un'offerta pubblica di sottoscrizione di azioni di nuova emissione, o mediante un'offerta che ha come oggetto una parte di azioni di nuova emissione ed una parte di azioni già emesse. (OPVS, Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione).

Indipendentemente dal tipo di offerta scelta, i collocamenti mirati alla quotazione nel mercato borsistico vengono definiti IPO (Initial Public Offerings, Offerta Pubblica Iniziale). L'acronimo sottolinea la natura di prima offerta di azioni al pubblico di risparmiatori/investitori. Nel caso di società già quotate, i collocamenti vengono definiti seasoned offerings ed assumono la struttura di una OPS. Ma non mancano i casi di seasoned offerings che si configurano come OPV, generalmente fenomeno che si manifesta nella privatizzazione.

Le operazioni di OPV e OPS sono sottoposte vari vincoli, uno dei quali ha natura contrattuale ossia i titolari di azioni vincolati ai patti parasociali in caso di società quotate. I patti parasociali sono materia del diritto commerciale, secondo la dottrina è ammessa la possibilità ai soci di concludere senza requisiti di forma, cioè anche oralmente, accordi (o patti o sindacati) volti a regolare alcuni aspetti riguardanti l'esecuzione del rapporto sociale. Nelle parole della disciplina "Si tratta, a ben vedere, di veri e propri contratti in base ai quali i soci si riuniscono, discutono e, secondo le regole di formazione delle comuni volontà stabilite

nell'accordo, decidono come ciascuno di essi eserciterà uno o altri diritti che vantano in forza della partecipazione sociale"⁴⁰. I due principali obiettivi perseguiti attraverso la stipulazione di patti parasociali sono: la stabilizzazione degli assetti proprietari e la stabilità del governo della società. Nel primo caso l'intento è quello di evitare che i soci cedano le quote a terzi non graditi oppure che uno dei soci, acquistando altre quote societarie, riesca ad esautorare gli altri. Nel secondo caso invece la finalità è quella di imprimere un orientamento unitario alla gestione aziendale.

Il sindacato tra i soci vincola solo i facenti parte, essi non attribuiscono doveri né nei confronti dei soci che non partecipano al patto né nei confronti della società. Nonostante i patti parasociali abbiano ad oggetto qualsivoglia tipo di aspetto della partecipazione sociale, il codice civile disciplina solo tre casi: patti che hanno ad oggetto l'esercizio del diritto di voto; accordi con cui viene limitato il trasferimento delle azioni o che hanno come presupposto l'esercizio comune del potere decisionale.

La tipologia dei patti si riconduce a due modelli: obbligatori e reali. Se il patto è di natura obbligatoria, l'aderente ha l'obbligo di uniformarsi alle decisioni del sindacato ma non vi è alcun meccanismo che vieti al socio di non adempiere all'accordo preso, in secondaria sede i soci potranno richiedere il risarcimento dei danni. Viceversa, se il contratto è di natura reale, viene istituito in via preventiva un meccanismo che garantisca l'adempimento del vincolo, generalmente intestando in via fiduciaria le azioni di ogni socio ad un terzo al quale viene data l'autorizzazione a votare in sede di assemblea.

In Italia la disciplina dei patti parasociali di società quotate è regolata dagli art. 122-124 del d.lgs. n.58/1998. Con riferimento all'art 122, si stabilisce un intenso regime di pubblicità per i patti parasociali aventi ad oggetto partecipazioni pari ad almeno il 2% del capitale sociale; accordi inerenti il diritto di voto; patti che obbligano un preventivo incontro ai fini dell'esercizio del diritto di voto; accordi che istituiscono limiti al trasferimento delle azioni o di strumenti finanziari che conferiscono il diritto di acquisto o di sottoscrizione di azioni; patti che prevedono l'acquisto di strumenti finanziari o di azioni; accordi ad oggetto l'esercizio congiunto di un'influenza di potere sulla società; patti che ostacolano il successo di un'offerta pubblica di scambio o di acquisto. I patti che rientrano nella categoria appena esposta, entro cinque giorni dalla stipulazione, devono essere: comunicati alla Consob; pubblicati su un quotidiano; depositati presso il registro delle imprese; comunicati alle

⁴⁰ Associazione Disiano Preite (2012), *"Il diritto delle società"*, Il Mulino, Bologna, pp. 61-64.

società quotate. In caso contrario, è prevista la nullità o il divieto di esercitare il diritto di voto legato alle azioni quotate. La Consob può intervenire applicando i propri poteri sanzionatori annullando la delibera entro sei mesi dell'adozione.

In conclusione i patti parasociali hanno una durata definita dall'art 123 d.lgs. n.58/1998. In caso di stipulazione a tempo determinato il termine massimo è di tre anni e sono rinnovabili a scadenza. Invece, in caso di patti stipulati a tempo indeterminato, ogni socio può recedere in qualsiasi momento con un preavviso di sei mesi. Come per la pubblicazione del patto parasociale, la normativa del recesso segue le stesse modalità.

1.7 Il collocamento privato come alternativa

Il private placement⁴¹ è uno strumento di finanziamento che si pone tra il prestito bancario e l'offerta pubblica di obbligazioni. Tramite il collocamento privato, un'impresa che non può rivolgersi al pubblico mercato, si rivolge ad un gruppo di investitori istituzionale di grandi dimensioni. Nonostante il modesto ricorso al mercato dei private placement, esso certamente rappresenta un'opportunità di finanziamento di lungo periodo.

L'operazione ha come oggetto quote azionarie di minoranza di società non quotate e può avvenire in qualsiasi momento della fase di vita dell'azienda. Si parla di venture capital quando il finanziamento è rivolto ad aziende nella fase di start-up, mentre si fa riferimento al private equity quando il finanziamento ha come obiettivo la crescita e il cambiamento strategico della società. Gli investitori coinvolti hanno una natura prevalentemente finanziaria piuttosto che strategico-industriale.

La raccolta di capitale mediante capitale privato comporta dei vantaggi come, ad esempio:

- Ridurre l'asimmetria informativa e quindi migliorare la credibilità e l'immagine della società;
- Permettere una crescita di lungo periodo ed evitare giudizi continui da parte del mercato;
- Ottenere un maggiore flessibilità nella composizione di corporate finance;
- Aumentare la competitività dell'azienda senza dover rilasciare informazioni sensibili come nel caso di IPO tramite il prospetto informativo;
- Riduzione dei costi di transazione.

⁴¹Branzoli N. , Guazzarotti G. (2015), “*Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper) – Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*”, Banca d' Italia Eurosystem, p. 5.

Il collocamento privato comporta anche dei svantaggi non trascurabili⁴². Nello specifico, il numero dei potenziali investitori è limitato e questo espone in misura rilevante l'investitore al rischio specifico dell'impresa, per questo motivo il collocamento privato delle obbligazioni è più frequente del collocamento privato delle azioni. Infine, nel collocamento privato, nella maggior parte dei casi, l'acquirente è un investitore istituzionale a lungo termine (ad esempio fondi pensione) e quindi gli investitori acquistano obbligazioni da detenere fino a scadenza

Nell'analisi del collocamento privato è necessario distinguere tra il collocamento di società quotate e il collocamento di società non quotate.

Una società quotata può raccogliere risorse finanziarie tramite due modi:

- Aumento di capitale in forma pubblica (seasoned equity offerings);
- Esclusione del diritto di opzione, in Italia la fattispecie è disciplinata dall'art 2441 c.c. il quale limita l'applicabilità del diritto di opzione ai casi in cui la società ha interesse, richiede il voto favorevole dei soci che rappresentano la maggioranza assoluta del capitale sociale, il diritto non spetta nei casi di aumenti di capitale mediante conferimenti in natura ed inoltre tramite la riforma del diritto societario è possibile escludere il diritto di opzione nel limite del 10% del capitale preesistente a condizione che il prezzo di emissione sia pari al valore di mercato delle azioni e che tale valore sia certificato da una relazione di un revisore legale. Secondo l'art. 2443 inoltre l'esclusione del diritto di opzione è permesso per un periodo massimo di 5 anni dalla data di delibera e secondo i criteri fissati nella delibera.

Uno dei motivi del collocamento privato è quello di sostenere l'ingresso nella componente societaria di investitori istituzionali o di esperti industriali i quali possano contribuire alla crescita e sviluppo della società.

Una fattispecie particolare del collocamento privato consiste nella cessazione totale o parziale delle azioni detenute dagli azionisti correnti. Poiché non rappresenta un aumento di capitale, non è deliberata l'emissione di nuove azioni. I modi⁴³ con i quali si può procedere sono sostanzialmente due:

- Bought deal: un intermediario acquista un pacchetto di azione assumendosi il rischio del successivo collocamento presso gli investitori istituzionali;

⁴² Damodaran A., Ferri F. (2006), *“Finanza aziendale”*, Seconda edizione, Apogeo, Adria, pp. 312-313.

⁴³ Dallochio M., Salvi A. (2011), *“Finanza aziendale 2- Finanza straordinaria”*, Egea, Milano, pp. 111.

- Accelerated Bookbuilding Offer (ABO): a differenza del bought deal, l'intermediario non si assume il rischio del prezzo, ammesso che non si sia la clausola di back stop price, poiché il prezzo verrà denominato dall'effettiva domanda (bookbuilding).

Il collocamento privato può interessare anche società non quotate in borsa. Il collocamento viene effettuato presso investitori qualificati, richiedendo quindi ridotte attività di marketing e l'operazione è condotta direttamente dal management del vertice aziendale. Nei casi di collocamento di ingenti dimensioni la società si avvale della figura del placement agent (advisor) le cui funzioni sono:

- Permettere alla società di concentrarsi sul core-business e lasciare le attività di capital raising a chi ha più competenze;
- Selezionare gli investitori con il profilo più interessante;
- Preparare il management alla presentazione della società agli investitori;
- Porre le basi di un'eventuale IPO;
- Strutturare e formalizzare l'operazione coordinando le attività di due diligence, di negoziazione e di aiutare il management.

Quando i collocamenti hanno come oggetto quote minoritarie, l'operazione è sostanzialmente rivolta verso fondi di private equity, i quali acquisiscono la maggioranza della società anche se in alcuni casi risulta sufficiente acquisire la minoranza in quanto concede la flessibilità necessaria per gestire la società nel modo ritenuto più appropriato.

Il collocamento privato nel caso di società non quotate comporta dei costi annessi all'operazione, i costi sono distinguibili in costi fissi (spese per consulenti legali, consulenti tecnici, revisori per la due diligence, spese organizzative, ecc.) e in costi variabili (fee, commissioni, ecc.).

Il collocamento privato si conclude con la struttura della transazione, la quale definisce le modalità di ingresso nel capitale da parte dell'investitore. Risulta importante definire la struttura-obiettivo. invero gli interessi sia della società sia dell'investitore. A tal proposito, successivamente ai primi incontri negoziali, si procede alla stesura di un memorandum of understanding (cioè un accordo che definisce il quadro dei negoziati) in modo da esplicitare premessa e vincoli della transazione.

Gli elementi da tenere in considerazione ai fini della strutturazione sono numerosi e contemplano la tipologia di azioni emesse, la possibile conversione dei titoli convertibili in azioni ordinarie, le clausole di garanzia, le modalità di liquidazione e la governance della società. Nel mercato borsistico italiano si nota una preferenza per l'emissione di azioni

ordinarie eventualmente correlate da warrants. La conversione delle obbligazioni convertibili o delle azioni privilegiate in azioni ordinarie può avere natura opzionale o obbligatoria. Nello specifico, i mandatory convertible bond obbligano l'underwriter alla conversione delle obbligazioni in azioni ordinarie sottostanti ad una determinata data o entro una particolare data. La caratteristica principale è la presenza di cedole più elevate per scontare il rischio maggiore che fronteggia l'investitore in quanto soggetto obbligato alla conversione. L'investitore gode, di norma, del diritto di conversione nel caso di quotazione, è possibile inoltre la previsione di clausole di prelazione in fase di liquidazione dei titoli.

1.7 Conclusioni

L'analisi condotta nel Capitolo 1 ha messo in risalto i motivi che portano le società, indipendentemente che esse siano PMI o grandi corporate, alla quotazione con i relativi vantaggi e svantaggi. In aggiunta, ha avuto lo scopo di studiare nel dettaglio le varie componenti del processo di Initial Public Offering e di poter mettere in luce le sottili dinamiche che una società emittente deve fronteggiare senza però dimenticare di come la quotazione non sia un processo unitario ma anzi, a differenza del common sentiment, di come sia un processo che vede la presenza di molteplici attori sia direttamente coinvolti, come per esempio il global coordinator, le varie banche di investimento, gli investitori istituzionali e il mercato retail, sia indirettamente come l'autorità indipendente Consob che svolge un ruolo cruciale in quanto vigila e decide sulla conformità del materiale documentativo presentato. Sono stati messi in risalto due particolari metodi di IPO come nel caso di Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS) e Offerta Pubblica di Vendita (OPV). Inoltre, specifica attenzione è stata rivolta al fenomeno dell'underpricing, nel dettaglio si sono analizzate sia le cause sia le possibili soluzioni. In conclusione, è stata affrontata la tematica del collocamento privato come possibile alternativa all'IPO.

CAPITOLO 2

LE QUOTAZIONI NEL SETTORE DEL PRÊT-À-PORTER

2.1 INTRODUZIONE

Il secondo capitolo è incentrato sull'importanza del settore del prêt-à-porter che riveste nell'economia italiana. Le aziende che si collocano in questo settore sono di natura medio-piccola (le cosiddette PMI) ed è interessante studiare la nascita e lo sviluppo di queste realtà produttive. Non sono rari i casi in cui una piccola azienda, tipicamente a conduzione familiare, dopo anni nonché decenni di lavoro ed esperienza, sentono la necessità di aprire la propria azienda al mercato borsistico per permettere una crescita ed uno sviluppo che sarebbero altrimenti ad appannaggio esclusivo delle big company. Nel processo di quotazione le aziende in questione sono soggette a momenti di stress che rischiano di compromettere l'intero apparato produttivo e di nuocere alla going concern (continuità aziendale)⁴⁴ della società stessa.

Il primo paragrafo analizza l'importanza del settore moda in Italia in termini di ricchezza prodotta, di opportunità di crescita, di incidenza rispetto al PIL e di come sempre di più le aziende italiane acquisiscano importanza a livello mondiale. Il paragrafo seguente considera i motivi che spingono le aziende al grande passo della quotazione. Il terzo paragrafo prende come esempio due eccellenze italiane nel mondo come Brunello Cucinelli e Alberta Ferretti, sinonimo di classe e qualità, studiando, al contempo, le varie fasi attraversate durante il processo di quotazione, i numeri della quotazione e di come si siano evolute nel tempo.

2.2 La rilevanza del settore Moda in Italia

Il termine prêt-à-porter⁴⁵ ha radici che risalgono alla fine degli anni Quaranta del Novecento, entrato nella terminologia francese per tradurre dal termine coniato negli Stati Uniti ready-to-wear. Traduzione che non si attiene solo al mondo linguistico ma che configura, seppur un accenno, un'influenza proveniente dal Nuovo Mondo che sfocerà successivamente in una vero e propria americanizzazione dell'Europa nei decenni successivi.

⁴⁴ Maffei M. (2018) *“Il principio della continuità aziendale e il controllo della sua corretta applicazione”*, Giappichelli, Torino, p. 60.

⁴⁵ Lanzmann J. , Ripert P. (1992), *“Cent ans de prêt-à-porter”*, Éd. P.A.U.

Secondo il vocabolario della moda il concetto che sta alla base del prêt-à-porter è la creazione di abiti che siano economicamente accessibili ma che non trascurino la qualità del prodotto e siano tecnicamente ben fatti. Gli Stati Uniti è stato il Paese che ha subito più di tutti la Grande Depressione del 1929⁴⁶, che per la prima volta fu una crisi universale, nel senso che colpì tutti i paesi capitalistici, i settori dell'economia ed ebbe effetti su tutte le categorie sociali e che per risollevare l'economia interna aveva adottato stringenti contromisure per ridurre le importazioni. I generi oggetto delle limitazioni furono: capelli; pizzi di Calais; ricami; tulle; lamé francesi; seta; pelletteria ed i capi di abbigliamento in lana. Un chiaro segno di chiusura fu l'emanazione dello Smoot-Hawley Tariff Act, il quale tramite delle tariffe⁴⁷ comportò un crollo delle esportazioni francesi di circa 3.300 miliardi di dollari nel 1929 e di circa 1.500 miliardi nel 1931. I rapporti con la Francia degenerarono con l'occupazione dei nazisti (22 giugno 1940) e tale circostanza ebbe come conseguenza una rivalutazione da parte degli Stati Uniti delle proprie risorse e competenze, ovviamente interessando anche il mondo della moda. La frattura e il cambiamento nei gusti della popolazione fecero emergere il prêt-à-porter come alternativa valida agli schemi e modelli dettati dalla moda francese e di quell'elitarismo che si contrapponeva al consumo di massa ed al benessere incarnato dal modello di democrazia americano, infatti il New Look lanciato da Cristian Dior nel 1947 non ebbe il risultato desiderato.

Questa visione di moda⁴⁸ si contrappone a quella che per anni ha caratterizzato il modo di vestire dell'élite, invero al trend dell'haute couture (alta moda). Al contrario del prêt-à-porter, l'haute couture ha origini più antiche che risalgono a circa il XIX secolo e il capostipite viene considerato Charles Frederick Worth che nel 1858 fondò la prima casa di moda. Negli anni riuscì a far cambiare i gusti delle donne d'alta borghesia arrivando addirittura ad essere nominato sarto di fiducia dall'imperatrice Eugénie de Montijo, moglie dell'imperatore Napoleone III. Secondo gli storici è considerato un rivoluzionario, non solo per aver apportato dei cambiamenti nei gusti dell'élite ma anche perché inventò le sfilate come metodo per far conoscere i modelli in anticipo rispetto alla stagione, propose l'applicazione delle etichette nei vestiti come segno di riconoscimento, ad utilizzare delle

⁴⁶ De Simone E. (2018), *“Storia economica – Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica”*, FrancoAngeli, p. 194.

⁴⁷ Beaudreau Bernard C. (2020), *“Smoot-Hawley Tariff Act Revisited”*, Cambridge Scholaris Publis, p. 111.

⁴⁸ Ministero della cultura – Direzione Generale Archivi (1992), *“Prêt-à-porter, la democrazia nell'Alta Moda”*, Archivi della moda del Novecento.

modelle ante-litteram durate le sfilate, a fornire i cartamodelli come deterrenti per la contraffazione ed a proporre nuovi modelli, tessuti e fantasie ad ogni stagione.

Le dinamiche internazionali post Seconda Guerra Mondiale concessero alla moda italiana un vantaggio competitivo che permise di affermarsi nella scena mondiale come produttrice di capi d'alta moda e di ottima qualità fino ad acquistare uno status quo che permane tutt'oggi. I capi di abbigliamento erano creazioni raffinate, prodotte da esperti e abili artigiani, a basso prezzo dato il ridotto costo della manodopera. Il percorso evolutivo ha visto l'introduzione di due categorie di prodotti: moda boutique e l'alta moda pronta. La prima categoria descriveva le produzioni caratterizzate dall'alta qualità dei prodotti, dall'artigianalità delle tecniche di confezione (*façon*⁴⁹, ossia produzione di prodotti standardizzati con ripetitività) e dalla grande quantità prodotta che permetteva la commercializzazione dei grandi magazzini americani. La seconda categoria, invece, raggruppava le seconde linee di produzione delle case di alta moda, infatti si trattava di collezioni caratterizzate da minore qualità (tecniche di confezionamento, prodotti, tessuti). La differenza tra le due categorie di prodotto ha indotto confusione finché non è intervenuta la Camera nazionale della moda⁵⁰, associazione volontaria senza scopo di lucro fondata da Giovanni Battista Giorgini nel 1958, stilando un regolamento che annuncia i requisiti da dover rispettare per poter addossarsi l'appellativo di "Casa editrice di Prêt-à-Porter di Alta Moda"⁵¹, in breve sono: creare modelli originali di prêt-à-porter; produrre modelli che per originalità, qualità, esecuzione, tessuti e accessori possano influenzare il settore della moda; effettuare per almeno due stagioni la presentazione di almeno trenta modelli di propria creazione alla stampa specializzata internazionale ed a compratori esteri; disporre di laboratori; esportare e documentare l'esportazione; non copiare o acquistare modelli esterni; svolgere con propri mezzi una campagna internazionale; soddisfare la clientela con personale specializzato; documentare l'interesse mostrato dalla stampa italiana ed estera; disporre di un disegnatore-figurinista nel caso in cui il titolare della maison non sia il creatore dei modelli; la casa creativa deve essere iscritta all'anagrafe di una Camera di Commercio Industria e Agricoltura; la maison deve essere iscritta nell'Elenco delle Case editrici di Prêt-à-Porter di Alta Moda.

⁴⁹ Foglio A. (2007), *"Il marketing della moda. Politiche di e strategia di fashion marketing"*, Franco Angeli Edizioni, Roma p. 94.

⁵⁰ Ciappei C., Surchi M. (2011), *"La Mitopoiesi della Marca Moda – Strategia di brand building nelle imprese moda"*, Franco Angeli Edizioni, Roma, p. 270.

⁵¹ Ministero della Cultura – Direzione Generali Archivi (1958), *"La Camera nazionale della Moda italiana sul prêt-à-porter"*.

Il settore Moda è un conglomerato di imprese che operano nei vari segmenti come l'abbigliamento, la pelletteria e l'occhialeria. Il peso del settore nel PIL nazionale nel 2018 era pari al 1,2% (in crescita rispetto al 2014 che vedeva un valore del 1,1%). Un'indagine svolta dall'Area Studi Mediobanca⁵² che si basa su informazioni raccolte da 173 aziende che operano nel settore, nel periodo 2014-2018, e con un fatturato di almeno €100mln, delle quali 103 sono di proprietà italiana, 70 sono di proprietà non-italiana e 15 sono aziende quotate in borsa. L'indagine mette in confronto le performance delle aziende manifatturiere italiane che operano nell'industria del Fashion e le aziende manifatturiere italiane, risultati emerge che in media le prime crescono più velocemente con il tasso annuo di crescita composto,

$$\text{CAGR} = \left[\frac{\text{Valore finale}}{\text{Valore iniziale}} \right]^{\frac{1}{t}} - 1, \quad \text{formula n. 1}$$

pari al 4,5% rispetto al 3,6% delle altre aziende, sono più redditizie con un margine di EBIT del 9,4% contro il 5,9% del resto,

$$\text{EBIT} = \text{Vendite} - \text{Costi} - \text{Ammortamenti}, \quad \text{formula n. 2}$$

e sono meglio capitalizzate, invero, hanno una leva finanziaria minore (33,8%) delle altre (79,0%),

$$\text{Leva finanziaria} = \frac{\text{Debito BT} + \text{Debito MLT}}{\text{Debito BT} + \text{Debito MLT} + \text{Capitale Netto}}, \quad \text{formula n. 3.}$$

Secondo le stime nel 2018 in Italia il fatturato complessivo ammonta a €71.1mld, con un aumento del 22,5% rispetto al 2014 e del 3,4% rispetto al 2017. Il segmento che riporta un risultato maggiore è l'abbigliamento con il 42,6% del totale delle vendite nel 2018, seguito dalla pelletteria (23,1%) dall'occhialeria (15,6%).

⁵² Area Studio Mediobanca (2020), "Report on large italian and European fashion companies", p. 14.

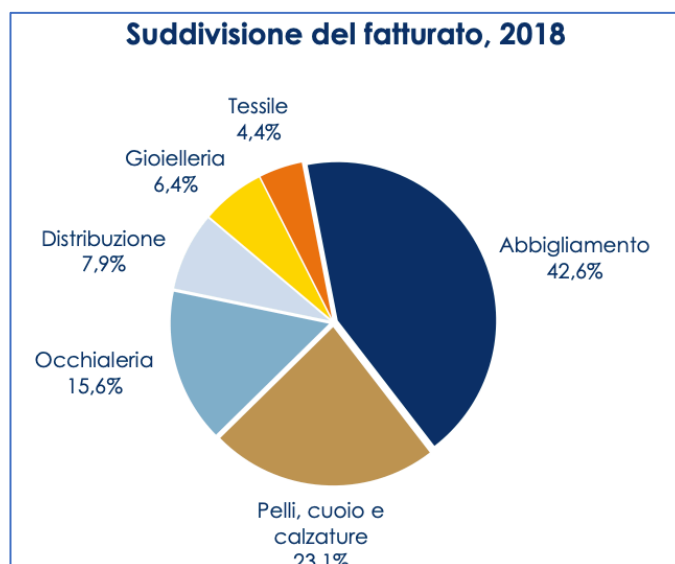


Figura 2 *Suddivisione del fatturato 2018, Centro Studi Mediobanca.*

Dell’arco di tempo considerato, il 2015 ha conseguito in percentuale l’incremento maggiore nella vendita del circa il 9.4%. L’indice CAGR nel periodo 2014-2018 risulta del 5.2%, e, nello specifico, il segmento della gioielleria ha conseguito la crescita maggiore con un indice del 10.9%, seguito dalla pelletteria con il 6.2%, dal tessile con il 5.7% e dalla distribuzione con il 4.9%, l’abbigliamento (4.5%) ed infine l’occhialeria (3.7%). Con riferimento all’EBIT, l’occhialeria e la pelletteria hanno dimostrato di essere i due segmenti più redditizi (con l’indice rispettivamente pari al 12.0% e al 10.2%) se confrontati con i segmenti della gioielleria e del tessile, che hanno riportato risultati più modesti (rispettivamente 3.9% e 0.6%).

La globalizzazione e la necessità di reperire nuove risorse per poter innovare ed investire ha portato molte aziende al processo di quotazione. In accordo con il sondaggio, il 29% del fatturato (€20.8mld) nel 2018 è stato conseguito dalle 15 compagnie quotate e il restante 71% (€50.9mld) dalle 158 aziende non quotate. Le aziende quotate hanno ottenuto performance migliori (EBIT pari al 11.7%) rispetto alle non quotate (EBIT pari al 6.8%), nello specifico tra le aziende quotate quelle che hanno conseguito l’EBIT maggiore sono le stesse sono controllate dal gruppo familiare il quale apre la struttura societaria al mercato azionario. Andamento non del tutto analogo è riservato per le aziende di proprietà dei fondi di investimento con un EBIT del 5.0%. A metà classifica si posizionano le aziende controllate da grandi gruppi internazionali (EBIT del 7.2%) anche se hanno registrato una crescita nelle vendite del 52.5% tra il 2014 e il 2018, maggiore di tutte le altre aziende.

Suddividendo le 173 aziende in quotate e non quotate, si può osservare come le prime abbiano una quota di vendite non dirette al mercato interno (79.4%) maggiore delle seconde (47.9%) nello specifico tra le aziende quotate che hanno registrato la percentuale maggiore (86.1%) hanno come fonte di controllo la famiglia. Quindi le aziende che hanno percorso cammini di sviluppo migliori e che hanno permesso di fronteggiare il fenomeno della globalizzazione, con conseguente maggiore competizione, sono le aziende con al centro del business hanno nucleo familiare.

In termini occupazionali il settore moda ha aumentato gli occupati raggiungendo circa 366.000 dipendenti. In termini percentuali un aumento del 14.1% rispetto al 2014 e del 1.7% rispetto al 2017, che corrispondono a circa 45.300 nuovi occupati.

I profitti cumulati realizzati nel periodo considerato ammontano a €17.5mld, con il massimo raggiunto nel 2017 pari a €3.8mld e con un profitto medio giornaliero di €61.000. Data la bassa leva finanziaria (34.0% nel 2018) il settore Moda è considerato solido, prendendo come campione il segmento occhialeria e pelletteria che registrano i valori migliori (rispettivamente 31.2% e 31.4%). Invece in termini di liquidità e di disponibilità a contrarre prestiti la percentuale si assesta intorno al 79.4% con il segmento abbigliamento che risulta il più virtuoso (104.9%). La solidità del settore si riflette anche negli indici che misurano la credibilità in termini di credito, infatti, la probabilità di fallimento delle aziende italiane nel settore Moda è pari a 0,71%. In dettaglio, nel 2018 la percentuale di imprese di investimento era 67.7% con una probabilità di default del 0.13%, di imprese intermedie era il 27.2% (probabilità di default pari al 0.97%) e, infine, il restante 5.1% è considerato fragile in quanto riporta una probabilità di fallimento del 6.74%.

Le 173 imprese oggetto dello studio hanno caratteristiche differenti per quanto riguarda l'assetto di proprietà. Le società controllate da shareholders italiani (principalmente famiglie) sono 101. Dividendo queste società in due sottocategorie basate sul fatturato (media-dimensione e medio-grande dimensione) si possono effettuare dei confronti. Innanzitutto le imprese di medie dimensioni crescono più velocemente e di circa il triplo (34.1%) rispetto alle imprese di media-grande dimensione (10.5%), dimostrando come in un contesto dinamico e competitivo come il settore Moda, le minori dimensioni permettano sviluppi più veloci e strategie di adattamento migliori. In secondo luogo non ci sono differenze per quanto riguarda l'EBIT che si assesta in entrambi i casi ad un valore medio del 9.3%. Infine le imprese di dimensione più grande risultano esportare di più (68.2% contro 59.2%).

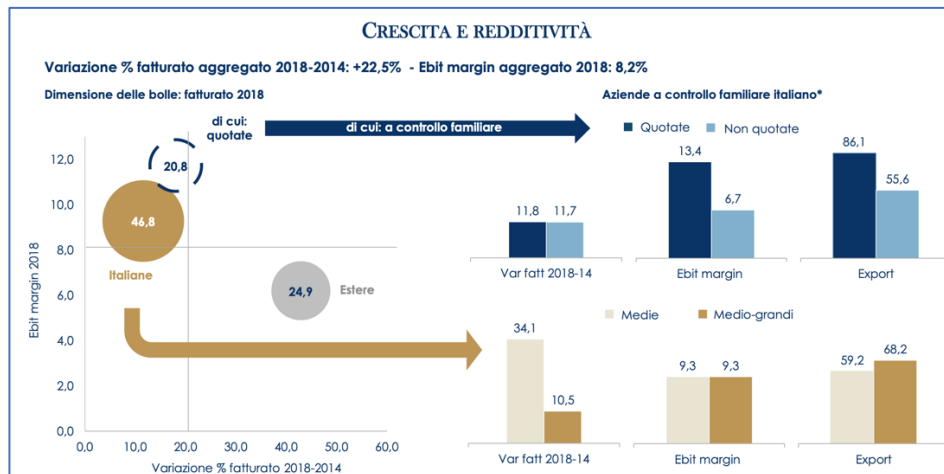


Figura 3 Crescita e redditività, Area Studi Mediobanca

SARS-CoV-2 meglio conosciuto come Covid-19 ha rappresentato per la moda un cigno nero, invero un evento raro, con un impatto enorme e caratterizzato da una prevedibilità retrospettiva⁵³. Il 2020 è stato un anno di crisi, sanitaria prima ed economica dopo. Tra i vari settori influenzati forse il più colpito duramente, dopo il mercato automobilistico (€100mld di perdita solo in Europa), è il settore della Moda e di tutte le aziende annesse (façon, aziende calzaturiere, distribuzione ecc). Si stima che nel 2020 a livello mondiale il virus abbia comportato una riduzione delle vendite dal 15% al 30% ovviamente con delle differenze: secondo i dati 'Europa è il continente più colpito, a seguire USA ed infine la Cina che sembrerebbe aver contenuto le perdite meglio degli altri Paesi. Secondo un report di The Business of Fashion (BoF) e McKinsey & Company intitolato "The State of Fashion 2021", le perdite riportate potrebbero ammontare a circa il 93%⁵⁴ come conseguenze del cambio di abitudini dei consumatori, riduzione delle vendite e problemi di approvvigionamento della catena di fornitura.

⁵³ Taleb Nassim N. (2015), "Il Cigno nero – Come l'improbabile governa le nostre vite", Il Saggiatore, pp. 12-13.

⁵⁴ McKinsey & Company (2021), "The State of Fashion 2021: In search of promise in perilous time".

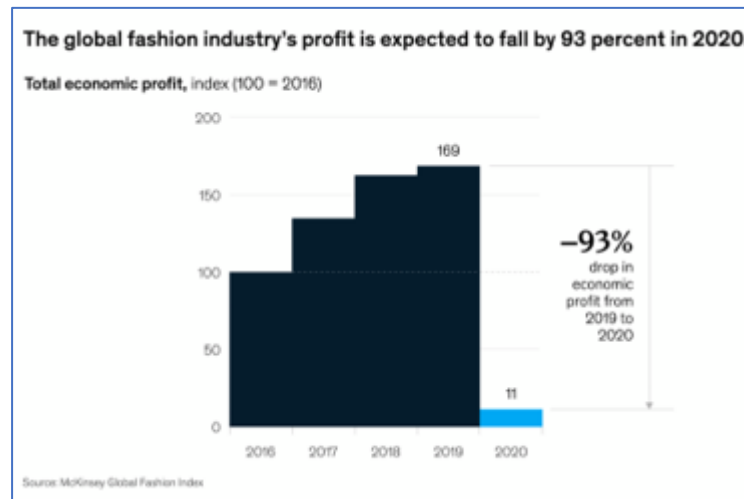


Figura 4 Grafico McKinsey & Company, Caduta del fatturato nel 2020.

Un effetto della crisi è stata la nascita dell'e-commerce, che ha permesso di ridurre le perdite del periodo. Secondo i dati, le vendite via online sono poco meno che raddoppiate, dal 16% al 29%. Inoltre la crisi non ha colpito uniformemente i vari segmenti, in quanto sembra che il lusso e lusso accessibile abbiano resistito meglio con un calo delle vendite del 30% ed un calo dell'EBITA

$$EBITDA = EBIT + Ammortamenti \quad \text{formula n. 4.}$$

Il segmento beauty dovrebbe tornare in pochi trimestri ai livelli del 2019 e superarli nel 2021. Stime attuali vedono il 2021 come un anno positivo per il settore moda. Due sono i possibili scenari che si preannunciano secondo la Camera Nazionale della Moda Italiana: lo scenario più favorevole vede un progressivo esaurimento della pandemia e il successo delle politiche volte al rilancio economico. Infatti, è previsto che il fatturato dell'industria (abbigliamento, tessile, pelletteria, calzature, gioielleria, occhialeria e cosmesi) possa crescere intorno al 15.5% ed un valore di €75.56 mld e con un export del 15% contro un import del 8.7%. Lo scenario meno roseo, invece, ha come assunto il fatto che le restrizioni dovute alla pandemia verranno prolungate fino al 2022. Nonostante il persistere di lockdown diffusi e di restrizioni alla mobilitazione internazionale è prevista una crescita, anche se più contenuta, pari al 6% a quota €69.34 mld con un export a 11% rispetto ad un import del 5.7%.

Il settore moda nel 2021 dovrà affrontare tematiche critiche ai fini della ripresa economica. Indubbio che il virus abbia avuto una notevole influenza cambiando, a tratti distruggendo, i comportamenti dei consumatori, il commercio internazionale e le dinamiche economiche. Per poter affrontare questi cambiamenti è fondamentale che le imprese siano in grado di prendere decisioni in fretta ed in contesti incerti. Conseguenza della pandemia è la diminuzione della domanda e sarà necessario del tempo affinché si possa arrivare ai livelli pre-pandemia. Per tale ragione le aziende devono analizzare la struttura e il core-business tagliando, al contempo, segmenti meno profittevoli e non performanti. L'e-commerce ha sostenuto il settore, le imprese hanno colto l'importanza dell'innovazione di uno strumento così potente come internet ed infatti molte aziende hanno preso in considerazione la possibilità di lanciare le stagioni con live-streaming e di ottimizzare la customer-experience con canali più integrati e persuasivi. La crisi ha diviso il settore in aziende virtuose che sono state in grado di fronteggiare il periodo storico particolare e in aziende che non sono state all'altezza di affrontare l'emergenza, sia per debolezza finanziaria-strutturale, sia per mancanza di risorse. Le prime, tuttavia, potranno attuare operazioni di finanza straordinaria (per esempio operazioni di M&A) per poter ampliare il proprio business e crescere. La pandemia ha indubbiamente stravolto i piani, ma il compito richiesto dalle aziende del settore Moda è di trovare lati positivi, risposte innovative a problemi nuovi e opportunità di investimento che aprano la strada ad un periodo di crescita e ricchezza.

2.3 L'IPO come opportunità di crescita

I motivi che spingono un'azienda a quotarsi sono molteplici e variegati. Possibili ragioni sono di natura competitiva e commerciale, come la necessità di mantenere, motivare o attrarre nuove risorse qualificate, infatti, la quotazione permette di trovare un equilibrio tra la proprietà e il management (utilizzo di stock options⁵⁵). In alcuni casi risulta necessario procedere alla quotazione per poter risultare competitivi⁵⁶ in quanto i competitors, tramite il mercato azionario, sono in grado di reperire risorse finanziarie più velocemente ed efficientemente. Nell'economia della velocità, gli investimenti in R&D sono fondamentali

⁵⁵ Melis A., Carta S., Gaia S. (2011), *"I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche"* Giuffrè Editore, Milano, p. 94.

⁵⁶ Corsi C., Migliori S. (2017), *"Le pmi italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria"*, Franco Angeli Edizioni, Roma, p.72.

per poter rimanere competitivi e, in media, la quantità di denaro richiesto per fronteggiare nuovi investimenti è ingente. Per tale motivo, il mercato borsistico risulta una valida opzione per poter accumulare capitale. Inoltre, le società quotate nella fase pre-marketing del processo di IPO pubblicizzano l'azienda e viene esposta mediaticamente, acquisendo forza contrattuale e riconoscibilità sia a livello nazionale che internazionale.

L'IPO è spinta anche da motivi legati alla governance della società, la quotazione implica uno sviluppo gestionale che facilita il riassetto societario e il rinnovamento del top-management, ma anche l'accesso a investitori istituzionali e possibili valorizzazioni di business unit. La quotazione permette anche all'azionista di liquidare con successo l'investimento parzialmente o totalmente, in quanto sarebbe più complesso vendere le quote in assenza di un mercato.

Quotarsi in borsa conferisce la possibilità di emissione di strumenti finanziari con profili di rischio-rendimento capaci di soddisfare le esigenze dei vari investitori e di rendere più efficiente la campagna di raccolta di capitale. Riequilibrare la struttura finanziaria della società, invero rafforzarla in caso di un eccessivo utilizzo della leva finanziaria. Infine, le imprese quotate a parità di attività e dimensione godono di una maggiore valorizzazione rispetto alle società private, valorizzazione riconducibile alla necessità di trasparenza e veridicità richiesta per terminare con successo l'operazione di IPO.

Un'analisi di Borsa Italiana⁵⁷ ha rilevato come le risorse provenienti dalla quotazione vengono utilizzate, secondo tale indagine:

- 36.7% è destinato ad operazioni di M&A;
- 17.8% per la realizzazione di investimenti;
- 9.3% investito in R&D;
- 6.2% dedicato per l'organizzazione e attività amministrative;
- 3.6% per ampliare la rete commerciale;
- 7.1% per altri scopi

Non sorprende che il 43.8% delle imprese oggetto dell'intervista non avrebbe potuto affrontare alcun investimento.

Il successo dell'IPO non è solo frutto della capacità del consorzio di collocamento di svolgere un eccellente lavoro di collocamento, infatti esso dipende anche dalle condizioni del mercato, dalla liquidità disponibile, dalla propensione degli investitori, il profilo

⁵⁷ Borsa Italiana (2009), "Guida pratica ad AIM Italia- il mercato per fare impresa".

aziendale e la capacità di comunicare il valore della società stessa. Da ciò si deduce che un'azienda ha maggiori probabilità di successo se: il core-business è ritenuto allettante dal mercato; ha una storia avvincente alle spalle; ha possibilità di crescita e possiede spirito internazionale.

Il percorso evolutivo di un'azienda vede contrapposti due possibili scenari: Private equity o IPO. Il Private equity⁵⁸ è un socio interessato all'impresa, quali investitori istituzionali, compagnie di assicurazione, banche, famiglie, per un periodo di tempo generalmente di 3 o 5 anni per poi liquidare l'investimento effettuato. Al contrario di quanto si potrebbe credere, una tecnica adoperata per disinvestire⁵⁹ è proprio l'IPO così come la cessione ad un socio industriale (trade sale), la cessione ad un altro fondo (secondary buy out), il riacquisto da parte di un socio fondatore (buy back) e, infine, l'azzeramento della partecipazione (write off). Nonostante i numerosi modi, la via più utilizzata rimane l'IPO, dal momento che rispetto alla cessazione privata si riesce a negoziare un prezzo più elevato e il management si vede maggiormente coinvolto offrendo un contributo maggiore in modo da migliorare la propria carriera. Pertanto, la scelta tra Private equity e IPO è influenzata da un insieme di fattori come: perdita o continuazione della governance familiare; flessibilità dell'azionariato e difficoltà di collocare una minoranza delle azioni, un livello di flottante minimo richiesto ed i lunghi tempi di attesa previsti; orizzonte temporale diverso e bisogna considerare che gli investitori istituzionali hanno obiettivi finanziari ed industriali ma in una visione di breve termine; costi diretti ed indiretti e cambiamento della struttura organizzativa; professionalità apportata dal Private equity che risulta utile in occasione di operazioni di finanza straordinaria, di accesso al capitale e di internalizzazione; infine, efficienza del settore AIM (ma anche del sotto-segmento STAR del segmento di Borsa Italiana MTA) che conferisce all'azienda visibilità e prestigio.

Il segmento AIM Italia⁶⁰ (Alternative Investment Market-Italia) è un segmento dedicato alle PMI italiane che hanno come progetto futuro la crescita e la internazionalizzazione. Quotarsi nel segmento AIM comporta notevoli vantaggi⁶¹: maggiore trasparenza e migliore visibilità

⁵⁸Gilligan J. , Wright M. (2020) , “*Private Equity Demystified*”, Oxford University Press, p. 5.

⁵⁹ Arlotta C., Bertolotti F., Negozio Elisabetta C. , Pesaro C., Venturini G. (2006), “*Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*”, Commissione Finanza e Controllo di Gestione, SAF, n.35, pp. 24

⁶⁰ Commissione M&A AIFI (2019), “*M&A per lo sviluppo. Gli interventi di minoranza, gli investitori, la governance*”, AIFI, p. 32.

⁶¹ Arlotta C., Bertolotti F., Negozio Elisabetta C. , Pesaro C., Venturini G. (2006), “*Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*”, Commissione Finanza e Controllo di Gestione, SAF, n.35, pp. 72.

facendo in modo che le aziende risultino più appetibili per il mercato nazionale ed internazionale; il segmento AIM è conosciuto a livello internazionale ed è ritenuto un mercato di successo; ha uno stretto legame con gli investitori istituzionali esteri che già operano sull'AMI Londra; sono presenti un maggior numero di investitori specializzati in PMI; permette soluzioni innovative di raccolte di capitale senza far ricorso obbligatoriamente al credito bancario; prevede un processo di quotazione semplificato (rispetto al MTA) e tempi meno lunghi; i costi che si affrontano per quotarsi nel segmento AIM sono inferiori rispetto alla quotazione negli altri segmenti ed, infine, un ritorno mediatico che fa da cassa di risonanza per l'intera azienda.

Quindi in sintesi:

Benefici	
Consente alla società di raccogliere capitali per finanziare la crescita e le acquisizioni.	Offre agli azionisti esistenti una strategia di uscita dal capitale e la possibilità di realizzare i loro investimenti.
Permette alla società di ampliare la propria compagine azionaria e diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema creditizio.	Garantisce alla società una valutazione oggettiva del mercato.
Aumenta la credibilità della società grazie alla presenza di qualificati investitori italiani ed internazionali nel capitale.	Permette alla società di fare acquisizione utilizzando le proprie azioni come moneta.
Aumenta la visibilità della società e rafforza la sua credibilità nei confronti dei clienti e fornitori a livello internazionale.	Consente l'introduzione di piani di incentivazione per manager e dipendenti.

Figura 5 Tabella di "Guida pratica ad AIM Italia- il mercato per fare impresa", Borsa Italiana, pag.4.

In precedenza sono stati descritti il segmento AIM ed il sotto-segmento STAR del segmento MTA. Nonostante entrambi i segmenti abbiano come pubblico obiettivo facilitare la raccolta di capitali da parte delle PMI, è indubbio che sussistano delle differenze non trascurabili, infatti, rispetto al mercato MTA, i requisiti richiesti da Borsa Italiana sono meno stringenti, ma calibrati sulle necessità delle PMI italiane. Fenomeno interessante è il passaggio⁶² dal segmento AIM al segmento STAR. Da ciò si deduce come il mercato AIM rappresenti un

⁶² Gatti Pavesi Bianchi (2016), "Il Salto (Impossibile?) Dall'AIM Allo STAR", Mag by Legalcommunity.

approccio soft per permettere alle società, preminentemente a conduzione familiare, di prendere dimestichezza con il mercato dei capitali, e, una volta presa confidenza, il passaggio naturale risulti approdare nel segmento MTA, e quindi nel segmento STAR, che offre più opportunità di investimento. Innanzitutto, affrontare questo passaggio presuppone che l'azienda sia capace di fronteggiare un mercato più strutturato e, quindi, temi quali compliance e governance più complessi che non sempre non sono di facile gestione. In secondo luogo, per poter entrare nel segmento AIM non c'è un requisito minimo in termini di capitalizzazione, infatti il segmento STAR prevede una capitalizzazione minima di €40 mln (contro una capitalizzazione media di €10mln delle imprese che popolano l'AIM). In terzo luogo, il flottante minimo richiesto varia: nel segmento AIM il flottante minimo si assesta pari al 10% mentre nel segmento MTA è del 25% fino ad arrivare al 35% per il sotto-segmento STAR. Infine il segmento STAR richiede la presenza di amministratori indipendenti e di comitati interni al CdA che devono essere costituiti con perizia, il segmento AIM, invece, con il 10% del flottante riduce al minimo il requisito di amministratori indipendenti.

In fine risulta chiaro che la scelta tra segmento AIM e segmento MTA riflette le esigenze e gli obiettivi della società emittente.

2.4 Evoluzione delle maison e quotazione

Il tessuto economico italiano viene definito dagli studiosi come bank-oriented, in quanto la fonte primaria di finanziamento è rappresentato dal sistema bancario. Un sistema bank-oriented è caratterizzato da un ruolo marginale del mercato mobiliare, il quale è fulcro dei cosiddetti sistemi market-oriented vale a dire quei mercati che hanno accolto l'evoluzione che ha colpito l'economia mondiale permettendo, in tal modo, al tessuto produttivo del paese di trovare fonti di capitale nuove e a condizioni più interessanti, nonostante siano caratterizzati da problemi di azzardo morale e di asimmetria informativa⁶³.

Gli anni Novanta hanno visto una crescente integrazione europea che aveva come obiettivo la creazione di un mercato unico definito secondo l'Atto unico europeo come "spazio senza frontiere interne, nel quale è possibile la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali". La creazione di un mercato unico oltre a promuovere la libertà di

⁶³ Wang S. , Ma J. (2009) , "Comparison of Bank – Oriented or Market – Oriented Financial System and Inspiration", Asian Social Science, p. 119.

circolazione tra gli Stati Membri e una corretta competizione, incoraggiava anche le aziende all'apertura internazionale ed alla conseguente competizione.

Al contrario del pensiero comune, la quotazione in borsa non è un percorso riservato solo alle aziende di dimensione medio-grande ma anche alle piccole-medio imprese. Infatti, queste sono più flessibili e quindi capaci di ridisegnare la struttura organizzativa in breve tempo per rispondere alle esigenze imposte dal mercato. Una quotazione svolta con successo comporta una maggiore visibilità sia a livello finanziario-economico che non ed inoltre permette all'impresa quotata di gareggiare ad "armi pari" con le big-company internazionali. La storia dell'economia italiana ha visto come protagoniste aziende di piccole-medie dimensioni che sono state le colonne portanti del sistema produttivo del Paese (circa il 92% delle imprese), nella maggioranza dei casi sono aziende nate per volontà del nonno (a volte anche del bisnonno) e tramandate alle generazioni successive, nelle quali l'azionista di maggioranza ricopre quasi sempre l'incarico di amministratore delegato.

	N. imprese			N. dipendenti			Valore aggiunto		
	Italia		EU	Italia		EU	Italia		EU
	numero	%	%	numero	%	%	Miliardi euro	%	%
Micro	3.491.826	94,4%	92,1%	6.930.947	46,1%	28,7%	185	29,8%	21,1%
Piccole	183.198	5,0%	6,6%	3.236.764	21,5%	20,4%	136	21,9%	18,3%
Medie	19.265	0,5%	1,1%	1861.089	12,4%	17,3%	101	16,3%	18,3%
PMI	3.694.288	99,9%	99,8%	12.028.799	80,0%	66,5%	422	68,0%	57,6%
Grandi	3.196	0,1%	0,2%	3.013.012	20,0%	33,5%	198	32,0%	42,4%
Totale	3.697.484	100,0%	100,0%	15.041.812	100,0%	100,0%	620	100,0%	100,0%

Figura 6 *Le PMI in Italia, Commissione Europea (SBA) 2013, p.2*

Analizzando nel dettaglio il settore moda in Italia emerge la marginalità del ruolo giocato dal mercato finanziario, la risposta risiede nella struttura stessa delle aziende che vi competono. Infatti, le aziende che formano il settore sono aziende di piccola-media grandezza, generalmente a conduzione familiare, che vedono il mercato borsistico come una minaccia piuttosto che come una risorsa. Negli ultimi dieci-venti anni si è assistito ad un radicale mutamento di questa visione così ristretta del mercato. Molte aziende per rimanere competitive hanno deciso di aprire la compagine azionaria ad azionisti esterni sia attraverso la quotazione (Prada, Brunello Cucinelli, Alberta Ferretti, Ferragamo ecc), sia tramite vendita a fondi di Private Equity (Versace a Michael Kors, Valentino vendendo al fondo Mayhoola, Gucci e il fondo Kering ecc). Con l'avvento della globalizzazione è risultato necessario avere a disposizione risorse per competere contro le grandi imprese

multinazionali, nello specifico le imprese della Moda italiane hanno dovuto fronteggiare grandi colossi come LVMH, Kering Group e altri e, quindi, per non cadere contro tali colossi la via della quotazione è risultata la più immediata da intraprendere. La quotazione, d'altronde, non comporta solamente dei svantaggi come la volatilità dei mercati finanziari la diluizione della proprietà, ma anche i numerosi vantaggi descritti nelle pagine precedenti. La quotazione in Borsa comporta importanti cambiamenti nella struttura organizzativa della società ed è indubbio che comporti una forte discontinuità nel breve-medio termine, soprattutto nel settore della moda che vede interconnesse migliaia di aziende (façon, distribuzione, ricamifici, maglifici ecc) e nel quale gli effetti di una quotazione influenzano anche tali imprese. I requisiti richiesti ai fini della quotazione sono dettati da Borsa Italiana e l'autorità Consob vigila sulla trasparenza e veridicità del processo.

Per quanto riguarda i requisiti di ammissione, lo screening delle società italiane nel settore moda viene effettuato dalla società di Consulenza Pambianco, che assiste le aziende della Moda, del Lusso e del Design nella impostazione e attuazione delle loro strategie di sviluppo. La società è stata costituita nel 1977 da Carlo Pambianco, lo scopo della società è quello di verificare le strategie, il posizionamento competitivo, le politiche organizzative, i cambiamenti del mercato e la pianificazione di progetti di sviluppo.

Pambianco da circa quindici anni ha messo a sistema un modello di "quotabilità" delle aziende che analizza 8 indici ricavati dai bilanci dei tre anni più recenti e pubblica in un report chiamato "Le Quotabili" le aziende che rispettano i requisiti studiati. Pambianco nel progetto⁶⁴ prende in considerazione i bilanci delle aziende non quotate che hanno dichiarato un fatturato maggiore di €50mln nell'ultimo esercizio. Con l'introduzione a partire dal 1 gennaio 2019 del nuovo principio contabile IFRS 16 alcuni indici (come l'EBTDA) risultano influenzati e non sono comparabili con gli esercizi degli anni precedenti, per ovviare a questa problematica si sono usati i dati provenienti dal bilancio e perciò con l'applicazione dell'IFRS 16. Agli 8 fattori chiave che determinano la quotabilità è assegnato un peso, inoltre, per gli indici derivanti dai dati di bilancio si dà un peso quantitativo, invece per gli indici di natura qualitativi (Notorietà del Marchio e Fascia di Mercato) si dà una votazione frutto degli studi svolti.

⁶⁴ Pambianco (2019), "Le Quotabili 2019", p. 1, ss.

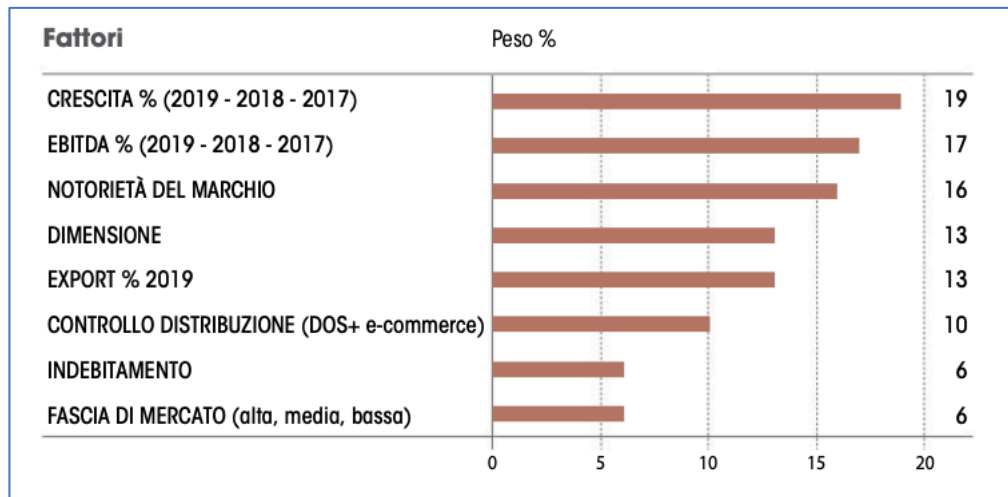


Figura 7 8 Fattori, Le quotabili, Pambianco

Intorno al 2010 si è assistito ad un vero e proprio boom delle quotazioni sul segmento MTA di Borsa Italiana di imprese operanti nel settore della Moda (Alberta Ferretti nel segmento STAR nel 2007, Brunello Cucinelli nel 2012, YOOX nel segmento STAR nel 2009, Salvatore Ferragamo nel 2011).

I paragrafi successivi analizzano due importanti IPO che hanno caratterizzato il mercato italiano: Alberta Ferretti e Brunello Cucinelli.

2.4.1 La quotazione di Alberta Ferretti

Alberta Ferretti nasce a Gradara in provincia di Pesaro e Urbino nella Romagna. È una stilista italiana fondatrice dell'omonima linea di abbigliamento di alta moda. La Ferretti è immagine di una donna talentuosa e visionaria, acquisisce esperienza negli anni lavorando nella sartoria della madre la quale, nelle parole della stilista, viene definita come “amica, una maestra di stile, di comportamento e di valori”. Sin da giovane dimostra di essere portata per il mondo del prêt-à-porter e lavorando con la madre impara come soddisfare i bisogni della clientela. Nel 1968 a soli 18 anni apre una boutique a Cattolica per poi nel 1974 produrre la sua prima collezione, che ha riscosso un notevole successo nel mondo della Moda che la convincerà ad aprire il suo primo showroom a Milano il 1981 e nel 1996 apre una boutique a New York. Sull'onda della fiducia e dell'entusiasmo nel 1981⁶⁵ insieme al fratello Massimo Ferretti fonda il gruppo AEFEE. Il fratello si occupa della gestione economica, patrimoniale e finanziaria gettando le basi poi per uno sviluppo internazionale, la Ferretti invece continua

⁶⁵ Rinaldi A., Taglianzuchi G. (2016), “L'imprenditoria femminile in Italia. Le Cavaliere del Lavoro”, Il Mulino, p. 437.

a produrre capi di alta moda apprezzati da critici e consumatori. La stilista ha sempre dimostrato un lato attento alla cultura e alla bellezza del proprio territorio, infatti nel 1994 avvia un lavoro di restauro del bordo medievale di Montegridolfo (tra Romagna e Marche) e l'impegno dimostra in altre occasioni valgono ad Alberta Ferretti la laurea honoris causa in Conservazione dei Beni Culturali conferitale dall'Università di Bologna ed inoltre lo stesso ateneo le ha affidato nel 2003 un incarico di docenza per il Master in "Produzione e cultura della moda".

Il Gruppo AEF FE opera⁶⁶ a livello internazionale nel settore della moda e del lusso e negli anni ha diversificato la gamma di prodotti offerti. L'attività del gruppo si divide in due segmenti: prêt-à-porter (che include prêt-à-porter, lingerie, beachwear, homewear e loungewear) e calzature e pelletteria. Il Gruppo sviluppa vari prodotti ponendo attenzione all'esclusività e alla qualità, le collezioni sono prodotte sia con marchi propri (Alberta Ferretti, Moschino, Pollini) che con marchi di cui è licenziataria (Jean Paul Gaultier, Narciso Rodriguez, Bluegirl e Authier). Inoltre, il Gruppo AEF FE ha concesso la licenza ad importanti partner per la produzione e distribuzione di accessori e prodotti per bimbo/junior (2-14 anni).

Analizzando la performance nel 2006⁶⁷, il Gruppo ha realizzato l'80,5% dei propri ricavi delle vendite dal segmento prêt-à-porter e il 24,6% dal segmento calzature e pelletteria. Nel totale i ricavi ammontano a €211.3mln per la divisione prêt-à-porter e a €54.8mln per la divisione calzature e pelletteria. Lo spirito internazionale del Gruppo viene sottolineato dalla composizione geografica delle vendite, nel dettaglio il mosaico si compone nel seguente modo: 39,1% in Italia; 27,5% in Europa; 12,4% nel Nord America; 8,2% in Giappone; 8,9% nel Far East e per il 3,9% nel resto del mondo. Analizzando i canali da dove provengono i ricavi, emerge che: il 24,9% è ricavato dalle vendite effettuate tramite punti vendita monomarca (retail); 70,3% attraverso la struttura commerciale (show-room, agenti importatori, negozi multimarca, punti vendita in franchising, corner shop e shop-in-shop, in generale il wholesale) e il 4,8% è ricavato dalle royalties derivanti dai contratti di licenza con società terze per la produzione di linee di prodotto identificate col marchio del Gruppo. Il successo della quotazione del Gruppo non risiede soltanto nel portafoglio diversificato di prodotti, famoso a livello domestico e internazionale, mirato a soddisfare tutte le esigenze dei consumatori. Anzitutto il Gruppo AEF FE si contraddistingue di un'elevata flessibilità ed

⁶⁶ Prospetto informativo AEF FE Spa (2007), pag. 70.

⁶⁷ Prospetto informativo AEF FE Spa (2007), pag. 260.

elasticità della struttura organizzativa e produttiva, infatti il lato produttivo è totalmente esternalizzato ad aziende di piccola-media dimensione, presidiate in ogni fase della catena del valore, abbassando sensibilmente i costi fissi. In secondo luogo la distribuzione si caratterizza da stabili rapporti con gli agenti internazionali che consente al Gruppo di essere presente nel mercato in modo capillare (al 31/12/2016 in 86 paesi e oltre 6500 boutiques, di soddisfare la domanda (circa il 95% nella stagione Primavera/Estate 2007) e la capacità di assistere la clientela nella fase post-vendita. In fine, la stessa struttura permette al quartier generale di concentrarsi sulle creazioni di nuove collezioni e di nuovi prodotti, lasciando il lato operativo ad imprese autonome. Al 31/12/2016 la divisione prêt-à-porter impiega 1.065 dipendenti di cui 23 dirigenti e la divisione calzature e pelletteria impiega 334 dipendenti di cui 2 dirigenti.

Studiando i dati relativi ai trimestri chiusi al 31 marzo 2007 e 2006 emerge un confronto interessante della crescita del brand. I ricavi del Gruppo consolidato sono aumentati del 12% passando da €76.735 mln nel primo trimestre del 2006 a €86.298 mln nel primo trimestre del 2007 come diretta conseguenza sia dell'aumento dei volumi di vendita sia dell'aumento dei prezzi in quanto il mercato ha apprezzato la stagione Primavera/Estate 2007. Nello specifico, si ha avuto un aumento del 10% nel segmento del prêt-à-porter e del 19% nel segmento calzatura e pelletteria. La suddivisione delle vendite a livello internazionale è rappresentato dalla seguente tabella:

VENDITE PER MARCHIO		VENDITE PER AREA GEOGRAFICA		VENDITE PER TIPOLOGIA	
Moschino	43,4%	Italia	39,7%	Wholesales	75,9%
A. Ferretti	22,2%	Resto d'Europa	27,7%	Retail	19,8%
Pollini	17,3%	America	11,8%	Royalties	4,3%
J.P. Gaultier	10,3%	Giappone	7,2%		
N. Rodriguez	2,6%	Far East	7,3%		
Altri	4,3%	Altri	6,3%		

Figura 8 Segmentazione Vendite Gruppo AEFPE (2006), prospetto informativo IPO.

Il MOL è aumentato del 46,5% ed in percentuale sui ricavi è aumentato dal 13,5% del primo semestre del 2006 al 17,6% del primo trimestre del 2007. L'aumento del MOL è il frutto di una seria di operazione messe in atto dal 2004 ed aventi come scopo quello aumentare la marginalità, soprattutto la diminuzione dei costi attraverso l'esternalizzazione delle fasi produttive.

Il processo di IPO finalizzata alla negoziazione delle azioni sul MTA, nel sotto-segmento STAR, ha avuto per oggetto un numero di azioni pari a 34.800.000, in parte (n. 19.000.000)

provenienti da un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione. L'Offerta Pubblica si compone nel seguente modo: almeno 3.480.000 azioni rivolte al pubblico in Italia e 31.200.000 azioni rivolte ad Investitori Istituzionali. Per quanto ne concerne il prezzo, la forchetta di prezzo si è assestata ad un minimo non vincolante ai fini della determinazione del prezzo di €4,41, corrispondente ad un valore dell'azienda minimo di €362,3 mln, e un prezzo massimo vincolante ai fini della determinazione del prezzo di €5,4 corrispondente ad un valore massimo della società di €477,2 mln. La forchetta di prezzo si è ottenuta tenendo conto delle condizioni del mercato e delle attività di marketing. In aggiunta si è svolto un processo di benchmarking con le società che sono comparabili per tipologia di prodotto, segmento di mercato servito e per livello di prezzo, le società prese come metro di misura sono: Hermès, Tod's, Burberry, Hugo Boss, LVMH, Valentino Fashion Group e altre. Il caso di Alberta Ferretti è rappresentativo dell'evoluzione che attraversa un'impresa, dalla nascita fino alla necessità di dover competere a livello internazionale e quindi di dover trovare risorse per poter ampliare e sviluppare il portafoglio di prodotti offerti.

2.4.2 La quotazione di Brunello Cucinelli

Brunello Cucinelli⁶⁸ nasce nel 1953 a Castel Rigone un piccolo borgo in provincia di Perugia. Nel 1978 fonda un'impresa e ha l'idea di colorare il cashmere e di abbattere il limite di una scelta di colori povera legata al passato (colori dal beige al grigio, coprendo tutti le colorazioni "neutre") e di creare una linea per donna totalmente in cashmere, idea assolutamente innovativa in quegli anni ma ben accolta dal mercato. Il successo di Cucinelli non è solo da trovare nella ricerca della qualità del prodotto, del tessuto o della lavorazione ma anche dell'attenzione che rivolge lo stesso imprenditore alle tematiche che mettono al centro la dignità dell'uomo, uno sviluppo sostenibile che permetta alle future generazioni di apprezzare i frutti della terra. Sempre nella logica di riscoperta della bellezza del territorio nel 1985 acquista il Castello diroccato risalente al XIV secolo del borgo di Solomeo il quale dopo un'importante ristrutturazione diventa la sede della società. Negli anni Cucinelli diventa sempre più importante e famoso nel palcoscenico internazionale, costretto ad ampliare le strutture produttive acquista e ristruttura un opificio sempre a Solomeo.

Nelle parole dell'imprenditore-filantropo "Credo in un'impresa umanistica: un'impresa che risponda nella forma più nobile a tutte le regole di etica che l'uomo ha definito nel corso dei

⁶⁸ Cucinelli B. (2018), *"Il sogno di Solomeo – La mia vita e la sfida del capitalismo umanistico"*, Massimo de Vico Fallani, p. 18.

secoli. Sogno una forma di capitalismo umanistico contemporaneo con forti radici antiche, dove il profitto si conseguiva senza danno o offesa per alcuno, e parte dello stesso si utilizzava per ogni iniziativa in grado di migliorare concretamente le condizioni della vita umana: servizi, scuole, luoghi di culto e recupero dei beni culturali”.

Lo sviluppo della società è straordinario, nel 2019 arriva a contare più di 2000 impiegati e un numero di boutiques monomarca di 136. Nel 2019 i ricavi ammontano a €607.7 mln e sono ottenuti per il 14.8% in Italia, il 30.4% in Europa, il 33.6% nel Nord America, il 10.3% in Cina e il 10.9% nel resto del mondo. L’EBITDA è di €169mln e l’utile netto è di €53mln. La quotazione avviene in un periodo storico peculiare: il 2012, in piena crisi dei debiti sovrani. La turbolenza sia finanziaria che economica che attraversava quel periodo ha contratto sensibilmente il numero di imprese quotate quel periodo, l’unica a quotarsi fu proprio la società di Cucinelli. L’IPO di Cucinelli è stata un vero e proprio successo, innanzitutto il roadshow è stato dovuto chiudere anticipatamente a causa della domanda di azioni 17 volte superiore all’offerta ed in secondo luogo il prezzo definito è stato pari a €7,75, invero il prezzo massimo della forchetta di prezzo (€6,75-€7,75). Nel 2011 l’impresa aveva dichiarato un fatturato di €243 mln, un margine operativo lordo (MOL) di €40 mln ed un utile di €20 mln. Il grosso dei ricavi (circa il 60%) proviene dal retail, infatti uno dei motivi della quotazione è stato proprio quello di ampliare e rafforzare la rete distributiva.

La quotazione è avvenuta tramite un’Offerta Pubblica di Sottoscrizione e Vendita (OPVS) con oggetto un flottante del 30% (nel caso di esercizio del diritto di opzione greenshoe il flottante è posto pari al 33%). Oggetto dell’operazione è stato un numero di azioni pari a 20.400.000, di cui 8.000.000 provenienti da un aumento di capitale, 12.400.000 da due società partecipate dalla Holding Brunello Cucinelli S.p.A. La sola matricola⁶⁹ del 2012 di Piazza Affari ha chiuso il primo giorno di a €11,6, in rialzo del 49.7% e dopo che le contrattazioni sono state interrotte due volte, con il titolo a €11,38 (48,4%) e poi di nuovo a €11,41 (47,23%). Il grande successo dell’IPO di Cucinelli ha influenza anche altre società quotate simbolo del Made in Italy, per esempio: Salvatore Ferragamo ha chiuso a €17,35 (+3,89%), AEFEE a €0,64 (+7,83%) e YOOX, protagonista dell’unica IPO del 2009 dopo che per 17 mesi nessuna impresa aveva fatto il “grande passo”, a €11,1 (+8,19%). Il successo dell’IPO di Cucinelli è stato anche un benchmark di mercato per sottolineare, nelle parole di Raffaele Jerusalem, come Borsa Italiana abbia una forza attrattiva dei capitali finanziari esteri, infatti Piazza Affari vanta la presenza di oltre 8mila fondi di investimento provenienti

⁶⁹ Crivelli G. (2012), “Milano festeggia il debutto record di Cucinelli”, Edizione del Sole24Ore, Italia, Milano.

da oltre 40 Paesi nel Mondo. Brunello Cucinelli è un esempio perfetto dell'imprenditorialità italiana che esporta nel mondo conoscenza, qualità e serietà. A supporto di quanto detto è l'analisi geografica della domanda di azioni della società in questione, infatti secondo l'analisi la domanda si compone dal 17% da investitori italiani e da una percentuale di investitori stranieri pari a: 31% dal Regno Unito; 27% Stati Uniti; 11% Svizzera; 11% resto della UE ed infine 3% dall'Asia.

Secondo Stefano Rangone (CIB in Mediobanca), che ha seguito tutto il processo di quotazione, l'IPO di Cucinelli rappresenta un vero e proprio innovamento per Piazza Affari rafforzando il legame tra industria e mercato borsistico.

Il successo della quotazione del Re del cashmere ha varie ragioni. Innanzitutto la visione di lungo periodo dell'imprenditore che per anni ha illustrato i bilanci delle aziende che lavorano con lui alle banche come sinonimo di trasparenza e fiducia. In secondo luogo di fondamentale importanza è stata la performance⁷⁰ dell'azienda nel triennio (2009-2011) precedente alla quotazione in quale si è registrato una crescita del fatturato pari al +53,5% ed una crescita del Margine Operativo Lordo (MOL) del 177,5%. Il ROI e il ROE crebbero rispettivamente dal 22,8% al 55,3% e dal 13,1% al 39,3%, il risultato netto raggiunse i €23.3 mln. Inoltre il passivo ha subito un calo del rapporto debt to equity da 2,51 a 1,62. Infine per quanto riguarda l'anno precedente la quotazione si osserva che il fatturato è arrivato a €240 mln con un EBITDA di €36 mln, pari al 15% dei ricavi, balzo maggiore rispetto ai €203 mln fatturati nel 2010 con un EBITDA pari a €23 mln.

In sintesi, la società Brunello Cucinelli S.p.A. è un benchmark perfetto che incarna le motivazioni e le insicurezze dettate dal salto nel mondo del mercato dei capitali e da come una società con un base solida, un prodotto apprezzato dal mercato ed uno sguardo volto al futuro possa coniugare in modo profittevole industria, investimento e mercati finanziari.

2.5 Conclusioni

Il capitolo ha presentato una fotografia della composizione del tessuto economico italiano e di ripercorrere storicamente la nascita del prêt-à-porter. Dall'analisi è emerso che le PMI sono le protagoniste assolute del cuore produttivo e nonostante le dimensioni medio-piccole sono capaci di competere a livello internazionale. Nel percorso evolutivo di molte PMI ha influito il ruolo giocato dalla globalizzazione, interpretata come liberalizzazione degli scambi, internazionalizzazione delle scelte, securitizzazione. La dirompente integrazione dei

⁷⁰ Prospetto informativo Brunello Cucinelli Spa (2012), pag. 296.

mercati internazionali ha imposto alle PMI italiane di cercare soluzioni alternative per poter fronteggiare una nuova competizione più spietata e dai tratti non domestici. Le soluzioni trovate sono quelle di vendere ai fondi Private Equity oppure di fare un'Offerta Pubblica Iniziale. Nella realtà questo ha comportato non pochi dubbi e non poche paure degli imprenditori italiani che inizialmente vedevano in queste due opportunità una possibilità di perdere il controllo dell'azienda, magari avviata dai progenitori. Negli anni gli stessi imprenditori hanno compreso come il mercato dei capitali sia una valida alternativa al credito bancario e come grazie alla presenza di investitori internazionali sia possibile espandere il proprio business oltre i confini domestici.

Nel capitolo sono riportati due casi che hanno fatto la storia della moda italiana: Alberta Ferretti e Brunello Cucinelli. L'analisi svolta ha fatto perno sullo studio dei prospetti informativi e dei dati di bilancio degli esercizi prossimi alla data di quotazione per mostrare come l'IPO sia motivata anche dalla crescita stessa della maison che cerca poi nel mercato borsistico un'ulteriore fonte di risorse per supportare lo sviluppo di nuovi investimenti.

CAPITOLO 3

IL CASO ELISABETTA FRANCHI

3.1 Introduzione

Nello specifico si tratta di analizzare non un IPO classica ma un'IPO Inversa (definita Reverse Take Over) e conseguentemente di studiare il processo, i protagonisti dell'operazione, le differenze tra un'IPO classica e un'IPO Inversa, quindi si procederà all'analisi economica, patrimoniale e finanziaria della società acquirente e della società target.

L'operazione iniziata nel 2019 non è stata ancora conclusa in quanto sia per vicissitudini societarie sia per l'alta incertezza che ha colpito l'economia a causa della pandemia mondiale da Covid-19, si approfondiranno le motivazioni che hanno messo in stand-by l'operazione. L'operazione ancora non conclusa lascia spazio a previsioni future circa il successo (o fallimento) della società nel segmento AIM Italia di Borsa Italiana.

3.2 La storia e il brand

Elisabetta Franchi nasce il 1968 a Bologna ed è la fondatrice della Betty Blue Spa.

Tracciando una linea del tempo che contiene i momenti principali della nascita e dello sviluppo della maison si devono considerare i seguenti anni:

- 1996: viene aperto il primo piccolo atelier, il laboratorio delle idee della stilista che viene accompagnata nel lavoro da 5 collaboratori (oggi ne conta più di 300);
- 1998⁷¹: nasce la società Betty Blue S.p.A che produce la collezione CELYN b;
- 2012⁷²: avviene la svolta, la stilista decide di firmare le collezioni col proprio nome, dando origine al brand omonimo;
- 2013⁷³: apertura del primo showroom a Milano.

I prodotti Betty Blue sono commercializzati con il marchio "Elisabetta Franchi" che nasce nel 2012 in seguito di un rebranding e riposizionamento del marchio BB. La produzione⁷⁴ di

⁷¹ Pambianco (2016), "*Le Quotabili 2016*", p. 1, ss.

⁷² Prospetto informativo Fusione per incorporazione di Betty Blue Spa in Spactiv Spa (2019), p. 89.

⁷³ Pambianco (2013), "*Il primo showroom milanese per Elisabetta Franchi*".

⁷⁴ Prospetto informativo Fusione per incorporazione di Betty Blue Spa in Spactiv Spa (2019), p. 91.

Betty Blue copre un vasto range di prodotti di abbigliamento, includendo quindi abiti, gonne, pantaloni, camicie, t-shirt, tute, capispalla, jeans e maglieria, ma anche accessori, come borse, scarpe, gioielli e cinture.

La maison offre sei collezioni: Pre, Main e Catwalk per entrambe le stagioni autunno-inverno e primavera-estate. Il seguente grafico riporta l'incidenza delle tre collezioni sul fatturato:

Grafico 1 Incidenza in percentuale delle collezioni sul fatturato.

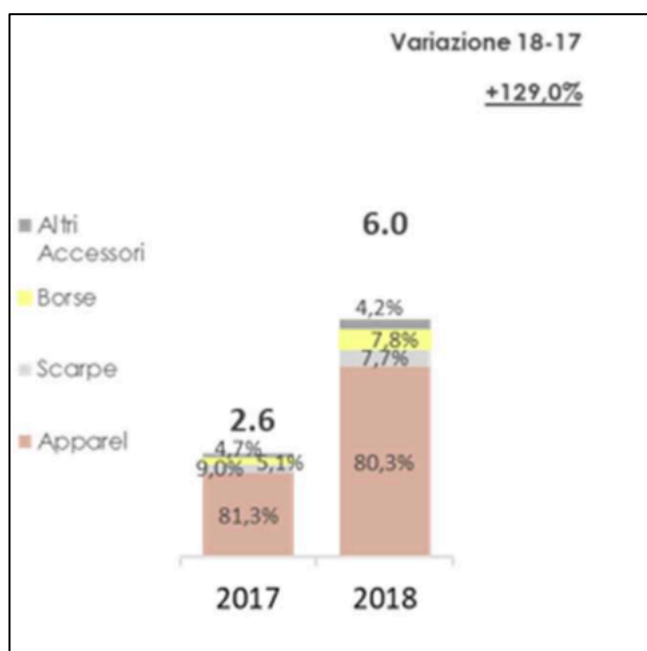


Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Le collezioni sono composte da circa 800 articoli ripartiti in 20 categorie. La collezione Pre abbraccia circa il 45% degli articoli (circa il 55% del fatturato cumulato delle ultime due stagioni) e si compone essenzialmente di capi d'uso quotidiano, facili da indossare ed orientati ad una donna dinamica, che lavora e quindi devono risultare confortevoli. La collezione Main si caratterizza del circa 35% dei capi (corrisponde a circa il 35% del fatturato cumulato delle ultime due stagioni), è caratterizzata da abiti e tessuti più ricercati, spesso arricchiti da ricami, pietre preziose e accessori per risaltare il profilo di una donna più sofisticata ed alla ricerca dell'esclusività. Infine la collezione Catwalk riguarda il 20% dei capi (circa il 10% del fatturato cumulato delle ultime due stagioni), si basa su capi unici fatti su misura e impreziositi da numerosi dettagli e materiali.

Il ventaglio di prodotti offerti dalla casa di moda bolognese è ampio, il grafico sottostante riporta l'incidenza di ogni segmento di prodotto sul fatturato:

Grafico 2 Incidenza prodotti sul fatturato.



Fonte: Elaborazioni management sulla base dei dati di bilancio 2017-2018.

Come si può osservare che sia nel 2017 e sia nel 2018, il fatturato è composto per l'81,3%, nel 2017, dall'abbigliamento ed in misura analoga, poco più dell'80%, nel 2018. In misura minore incidono scarpe, borse ed altri accessori infatti sia nel 2017 che nel 2018 la percentuale conglomerata è di circa il 19%.

Elisabetta Franchi è riuscita nell'intento di creare un prêt-à-porter Made in Italy, sinonimo di qualità, eccellenza dei materiali e conoscenza manifatturiera. Lo sviluppo è stato fulmineo, nel 2017, in soli dieci anni, ha raggiunto un fatturato di €100mln grazie ad una copertura del mercato capillare che conta quasi 1.100 multimarca e 80 boutique monomarca dislocati nei nelle città più importanti del mondo: Milano; Parigi; Hong Kong; Madrid; Mosca; Dubai ecc. Nel 2015, forte del posizionamento raggiunto, la stilista decide di portare in passerella la collezione Spring-Summer 2015 durante la Milan Fashion Week, coronando così l'importanza e il prestigio raggiunto negli anni.

Betty Blue ha concluso il 2019 con un fatturato pari a €120,4mln, sostenuto dall'e-commerce che è cresciuto del 60,6%. Nonostante il 2020 sia stato caratterizzato da un calo generale delle vendite a causa della pandemia e delle relative conseguenze, Elisabetta Franchi ha sorpreso il mercato riportando nel primo trimestre del 2020 un aumento del fatturato del 2,7%. La ragione del trend di crescita in controtendenza rispetto all'andamento generale nelle parole della stilista è da ricercare nel concetto stesso di moda, infatti "Il mercato della

moda era troppo vizioso. I tempi dovrebbero tornare ad essere quelli dei sogni, del vestito che possa durare un'intera stagione, del giusto rapporto qualità-prezzo, ma soprattutto del Made in Italy”.

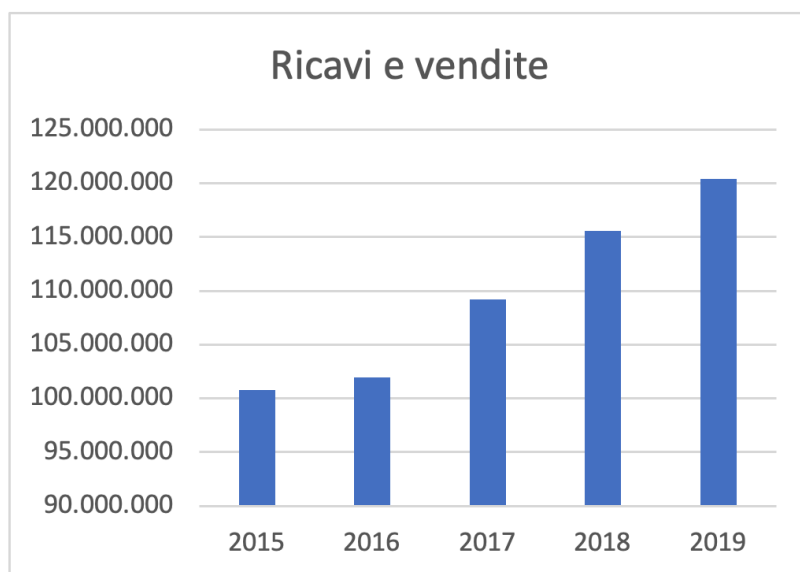
3.3 Analisi economica, patrimoniale, finanziaria prima della quotazione

La società Betty Blue S.p.A. della imprenditrice-stilista Elisabetta Franchi ha dimostrato negli anni un grande potenziale di crescita, diventando così un'ottima opportunità di investimento per la società Spactiv S.p.A. (verrà analizzata nei paragrafi successivi).

L'analisi del bilancio e degli indici di bilancio relativi prende in considerazione la performance dell'impresa nel periodo 2015-2019, periodo ritenuto consono per dimostrare l'evoluzione e la crescita strutturata della Betty Blue.

Innanzitutto si studiano i dati relativi ai ricavi del periodo 2015-2019 come indice di soddisfazione del mercato e di strategia competitiva, infatti nelle parole della stilista si scorge la strategia di posizionarsi in una nicchia di mercato chiamata “lusso accessibile”, nella quale la moda non è più sinonimo di capi d'abbigliamento “usa e getta” ma di abiti che resistono al tempo ed ai gusti dei consumatori e quindi abiti longevi. L'idea della stilista è accompagnata dai fatti, considerando il seguente grafico:

Figura 9 Ricavi nel periodo 2015-2019

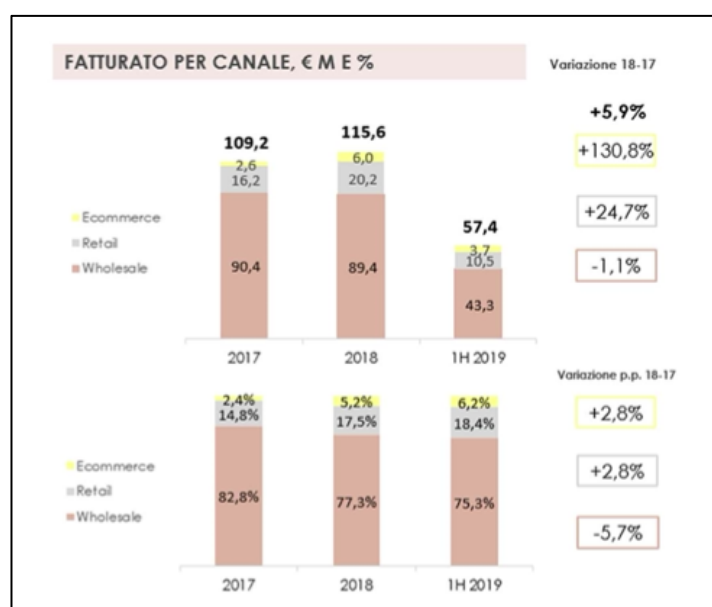


Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Dall'analisi del grafico emerge che i ricavi e le vendite abbiano seguito un trend positivo nel corso degli anni. In percentuale l'aumento maggiore si è avuto nell'anno 2017, con un +7,115% rispetto al 2016 (nel 2017 un livello dei ricavi pari €109.17mln rispetto ai €101.92mln del 2016). Il picco delle vendite è stato raggiunto nel 2019 con un massimo di €120.40mln (+19,43% rispetto al 2015).

Alla data del documento informativo (17 ottobre 2019), Betty Blue è attiva nella rete commerciale mondiale mediante una rete di 82 negozi monomarca in circa 60 paesi distribuiti nel seguente modo: 18 negozi di proprietà dell'azienda, 8 outlet e 56 negozi o spazi monobrand gestiti in franchising. Inoltre la distribuzione avviene tramite una rete capillare di 1.100 negozi multimarca. Nel periodo 2017-2019 ha assunto importanza il canale e-commerce ed è previsto che cresca dal 2% del fatturato del 2017 al circa 6,2% del fatturato nel 2019. Il seguente grafico riepiloga quanto detto:

Figura 10 Fatturato per canale, €Mln e %



Fonte: Elaborazioni management sulla base dei dati di bilancio 2017,2018 e del primo semestre 2019.

Per comprendere la performance dell'azienda risulta agevole analizzare l'andamento di due indici molto importanti: EBIT ed EBITDA. Il trend risulta tendenzialmente crescente nel periodo considerato, a parte nel 2019 in cui emerge una flessione. In valori nel 2018 l'EBIT e L'EBITDA hanno assunto rispettivamente €19.82mln e €22.80mln, invece, nel 2019 l'EBIT e L'EBITDA sono diminuiti rispettivamente a €16.52mln e €21.71mln (in termini percentuali EBIT= -16,46% e -4,79%).

L'utile netto sembra seguire un andamento simile a quello visto per l'EBIT e l'EBITDA, dopo una crescita costante dal 2015 al 2018, toccando un massimo di €15.02mln. Questo andamento può essere messo in relazione non ad un calo dei ricavi, che come già visto aumentano fino al 2019, ma ad un aumento delle imposte correnti (pari a €6.81mln). Graficamente quanto visto può essere riassunto nel seguente modo:

Figura 11 Andamento utile netto



Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Infine per quanto riguarda l'analisi del conto economico è interessante studiare la relazione tra utile ante imposte e EBIT (o Risultato Operativo). Numericamente i due valori sono pressoché simili, anche se nel 2019 la differenza ammonta a circa €1.01mln, si può evincere come la società paghi una modesta cifra di interessi finanziari in quanto preferisce forme di debito di tipo commerciale. Numericamente la tabella riassume la relazione:

Tabella 1 Relazione EBIT e Utile ante imposte

Anno	2015	2016	2017	2018	2019
Utile Ante imposte	14.836.287	16.985.461	17.169.279	19.601.437	15.551.823
EBIT	14.889.871	16.853.408	17.945.379	19.824.640	16.562.286

Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Conseguentemente all'analisi del conto economico per apprezzare la crescita ed il potenziale della Betty Blue è fondamentale studiare lo stato patrimoniale. In primo luogo si calcola il capitale circolante netto (CCN) come:

$$CCN = \text{credito verso clienti} + \text{Rimanenze} - \text{Debito verso fornitori},$$

formula n. 5

Successivamente si calcola la variazione del capitale circolante netto (ΔCCN) come:

$$\Delta CCN = CCN_{t+1} - CCN_t, \text{ formula 6}$$

La tabella seguente mette in risalto l'andamento del CCN al variare degli anni:

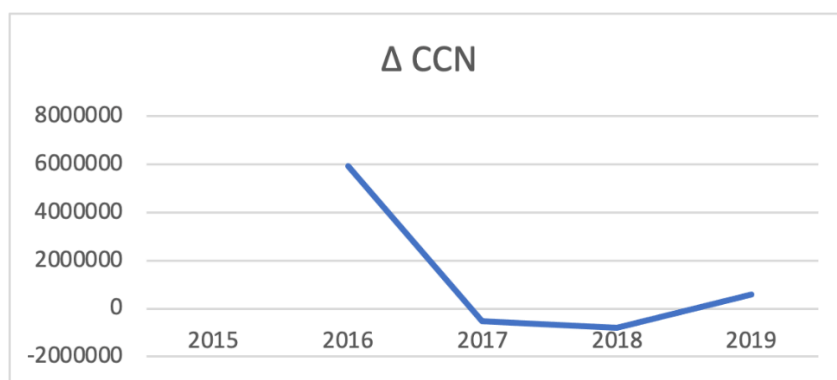
Tabella 2 CCN nel periodo 2015-2019

Anno	2015	2016	2017	2018	2019
Crediti v/cliente	26.255.285	31.054.797	29.326.344	30.437.432	31.644.668
Rimanenze	24.949.566	26.566.960	29.431.650	28.607.972	31.341.174
Debiti v/fornitori	20.040.780	20.528.157	22.200.287	23.298.557	26.665.062
CCN	31.164.071	37.093.600	36.557.707	35.746.847	36.320.780
Δ CCN		5.929.529	-535.893	-810.860	573.933

Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Si osserva come la variazione del capitale circolante netto nel 2017 e 2018 sia negativo, questo implica che la società abbia rilasciato liquidità, invece la variazione nel 2016 e 2019 è positiva quindi la società ha assorbito liquidità. L'andamento graficamente può essere rappresentato nel seguente modo:

Grafico 3 Andamento ΔCCN



Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

Come descritto in precedenza, la società paga in termini di interessi finanziari una cifra che può essere considerata modesta rispetto alla sua grandezza. Un anno rappresentativo può essere il 2015 dove l'indebitamento complessivo risulta di €23.22mln e il debito verso le banche, sia entro che oltre i 12 mesi, risulta pari a 0. Considerando il livello del debito negli anni nel periodo 2015-2019 si assiste ad un aumento costante del debito, una spiegazione

può risiedere nella necessità dell'impresa di allargare il proprio orizzonte commerciale e di innovare. Nel 2019 si registra un aumento del debito dell'80,12%, toccando i €40.82mln.

Rispetto alle altre forme di indebitamento, il debito bancario risulta la scelta meno preferita, infatti, prendendo come esempio il 2019 su un totale di €40.82mln solo €1.40mln (circa il 3,36%) ha come origine la banca rispetto ai €26.65mln (63,74%) generati dai debiti verso i fornitori. La struttura del debito riportata è coerente con la natura prettamente commerciale che rappresenta l'azienda ed inoltre è sinonimo di forza contrattuale e di credibilità finanziaria che gode l'impresa presso i suoi fornitori.

L'analisi del bilancio prosegue con il calcolo degli indici. Per quanto concerne gli indici di leva finanziaria è interessante studiare il rapporto di indebitamento, calcolabile come segue:

$$\text{Rapporto di indebitamento} = \frac{\text{Debito BT} + \text{Debito ML}}{\text{Equity}}, \text{ formula n. 7}$$

Il range di valori che assume il rapporto nel periodo 2015-2019 varia tra un minimo di 1,61 (nel 2015) ed un massimo di 2,05 (nel 2019). Sinteticamente questo significa che l'impresa per far fronte all'attività produttiva e creativa non fa ricorso solo alle proprie risorse ma ricorre anche a forme di debito, come si è visto in precedenza la soluzione preferita dalla maison è quella del debito verso fornitori entro i 12 mesi.

Per apprezzare la forza contrattuale esercitata dall'azienda e la capacità gestionale del ciclo produttivo è opportuno considerare la durata media crediti e durata media debiti, calcolabili come segue:

$$\text{Durata media crediti} = \frac{\text{Crediti verso clienti medi}}{\text{Ricavi giornalieri}}, \text{ formula n. 8}$$

$$\text{Durata media debiti} = \frac{\text{Debiti verso fornitori medi}}{\text{Acquisti giornalieri}}, \text{ formula n. 9}$$

In tutto il periodo considerato, la durata media dei crediti risulta minore della durata media dei debiti, invero, la maison è capace di incassare i crediti prima di pagare i debiti. Numericamente quanto detto è sostenuto dalla seguente tabella:

Tabella 3 Durata media Debiti e Crediti

Anno	2015	2016	2017	2018	2019
Durata media crediti	93,74	109,97	96,59	91,46	93,54
Durata media debiti	100,63	104,92	104,86	105,42	112,61

Fonte: Elaborazione Excel su dati di bilancio 2015-2019

In aggiunta per capire l'andamento commerciale dell'impresa è necessario considerare la durata del ciclo commerciale esprimibile con la seguente formula:

$$\begin{aligned} & \textit{Durata ciclo commerciale} \\ & = \textit{Durata media magazzino} + \textit{Durata media crediti} \\ & - \textit{Durata media debiti, formula n. 9} \end{aligned}$$

La durata media del periodo considerato si assesta intorno ai 233 giorni, un valore elevato che spiega come l'azienda deve attendere a lungo per rientrare delle anticipazioni sostenute per permettere la produzione dei prodotti. Una ragione si può trovare nella natura stessa dell'attività commerciale che prevede lunghi tempi produttivi delle aziende (façon) che procedono al confezionamento del capo.

Per concludere l'analisi mediante indici di bilancio risulta indispensabile procedere allo studio degli indici di redditività. In primo luogo si considera il ROA (Return on Assets) in associazione al ROE (Return on Equity), calcolabili come segue:

$$ROA = \frac{EBIT - Imposte}{Attività medie}, \textit{ formula n. 10}$$

$$ROE = \frac{EBIT - Imposte - Interessi}{Equity medio}, \textit{ formula n. 11}$$

Nello specifico il ROA indica la redditività delle attività dell'impresa (assets) e il ROE, invece, indica la redditività dei mezzi propri dell'azienda. Nel periodo 2015-2019 entrambi i valori si assumono valori positivi di entità importante, il ROA medio risulta pari a 21,06% ed il ROE medio risulta pari a 25,15%. Come ultimo indice di redditività viene studiato il ROS (Return on Sales) che esplicita la redditività dell'impresa, nel periodo 2015-2019 assume un valore medio di 15,37%.

Lo scopo di quest'analisi è di mettere in luce la solidità finanziaria della Betty Blue S.p.A. e le possibilità di crescita.

3.4 Le fasi e i problemi legati alla quotazione

Il processo di quotazione di Betty Blue S.p.A. non segue la linea classica dell'IPO ma si rifà ad una Business Combination, ovvero un'operazione tra una società non quotata (in questo caso la maison della stilista) e una società quotata (con riferimento alla Spactiv S.p.A.). L'obiettivo dell'operazione rilevante è di permettere di evitare lunghi periodi di contrattazioni, di incertezze nella formazione della forchetta di prezzo e di ingenti spese nella fase pre-marketing e marketing.

La Spactiv è una Special Purpose Acquisition Company (c.d. SPAC) costituita in Italia il 27 luglio 2017. La SPAC⁷⁵ è una società costituita per acquisire una o più imprese (c.d. target), generalmente PMI, contenente esclusivamente cassa (c.d. shell company), create con l'obiettivo di raccogliere, attraverso il collocamento dei relativi strumenti finanziari presso investitori e quindi la relativa ammissione alla negoziazione sull'AMI Italia, risorse per poter procedere alle operazioni di ricerca e di selezione per poi proseguire con la business combination con una o più imprese in un tempo massimo di 24 mesi. La società target entrerà automaticamente nel mercato borsistico, quindi la SPAC può essere considerata un acceleratore di IPO.

L'attività di investimento di Spactiv è essenzialmente rivolta a società italiane, o con organizzazione stabile in Italia, di medie dimensioni non quotate e con un valore di equity compreso tra circa €100mln e €400mln, aventi possibilità di crescita domestica e/o internazionale. Il focus⁷⁶ verte su aziende operanti nel settore del Lifestyle, Alimentare, Moda e Lusso, Design, beni di consumo, Health care, Wellness e del Turismo, ma non solo, possono essere oggetto di interesse anche aziende operanti nel settore Bancario, Real estate, Energia. La società risulta ammessa al segmento AIM Italia il 25/9/2017 e le negoziazioni hanno avuto inizio il 27/9/2017 con un prezzo di collocamento di €10. Spactiv col fine di raccogliere risorse ha come obiettivo 10mln di azioni ordinarie e un numero massimo di 5mln di warrant. L'offerta ha come oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo minimo di €100.000 (numero minimo di azioni pari a 10.000). L'offerta è rivolta esclusivamente a:

⁷⁵ Fumagalli M. (2014), "Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia", Egea, Milano, p. 13.

⁷⁶ Prospetto informativo Spactiv Spa (2017), p. 47.

investitori qualificati come quelli definiti dall'art 100 del TUF e 34-ter, primo comma, lett.b) del Regolamento 11971 e agli investitori istituzionali esteri ai sensi della Regulation S dello United States Securities Act del 1933 ed ad altri investitori. L'assegnazione dei Warrant segue una precisa regola: 2 Warrant gratuiti ogni 10 Azioni Ordinarie sottoscritte nell'ambito dell'Offerta e saranno negoziabili su AIM Italia separatamente dalle azioni e 3 Warrant assegnati gratuitamente ogni 10 Azioni Ordinarie emesse e in circolazione alla data di efficacia dell'Operazione Rilevante. In sede di collocamento Spactiv ha raccolto risorse per un totale di €90mln, dopo una fase di ricerca e di analisi su Betty Blue, il management ha trovato nella società un'ottima opportunità di investimento che comporta per Spactiv l'utilizzo di risorse a propria disposizione di un massimo di €75mln sulla base di un valore di equity di Betty Blue di €195mln. Le motivazioni che hanno spinto Spactiv ad investire nella maison della stilista bolognese sono molteplici. In primo luogo è stato ritenuto interessante dal management la nicchia di mercato servita, invero del "lusso accessibile", segmento affermato dal 2009 ed è previsto che cresca in futuro. In secondo luogo ha colpito la performance dell'impresa che in poco tempo è riuscita a diventare un punto di riferimento nello scenario della moda mondiale, conquistando così mercati emergenti con la ricca varietà di prodotti offerti. Infine la qualità offerta dalla casa di moda è frutto della costante e severa supervisione della catena del valore che parte dai fornitori, per passare dal gruppo di façon che confeziona il prodotto e in conclusione alla rete commerciale.

Successivamente sono previste le seguenti azioni (disciplinate nell'Accordo Quadro): compravendita, fusione, distribuzione Spactiv, raggruppamento e aumento di capitale con azioni speciali. Nella prima fase, sulla base di un contratto di compravendita, l'oggetto è l'acquisto, da parte di Spactiv, di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Betty Blue, sulla base di una valorizzazione della stessa di €195mln, e a fronte di una somma compresa tra un minimo di €63mln e €75mln. Il corrispettivo previsto è calcolato come la differenza tra la disponibilità finanziaria di Spactiv alla data di esecuzione e tra la somma: degli importi sostenuti in relazione alla gestione ordinaria dalla data di sottoscrizione alla data di esecuzione, gli esborsi relativi al rimborso dei recessi e gli esborsi dell'eventuale

distribuzione. Per quanto riguarda la fusione, il risultato sarà l'incorporazione di Betty Blue in Spactiv approvata dagli organi amministrativi.

Al fine della fusione, non solo l'assemblea dei soci deve approvarla ma Spactiv dovrà modificare il proprio oggetto sociale sostituendolo con l'oggetto sociale di Betty Blue, ne deriva che l'assemblea straordinaria è soggetta alla condizione risolutiva statutaria, invero è risolutivamente condizionata all'avveramento di ambedue le condizioni: l'esercizio del diritto di recesso da parte dei soci che rappresentano almeno il 30% del capitale sociale ove gli stessi non abbiano approvato la modifica dell'oggetto sociale necessario per l'approvazione dell'Operazione Rilevante e il completamento della procedura di recesso mediante il rimborso e l'annullamento da parte di Spactiv di un numero di azioni ordinarie almeno pari al 30% del totale delle stesse azioni. Inoltre è necessario che le assemblee straordinarie di Spactiv e Betty Blue deliberino una parziale modifica al meccanismo di conversione automatica delle azioni speciali Spactiv in azioni ordinarie in modo da prevedere, oltre alla conversione standard di 105.00 azioni speciali della società post fusione alla conclusione dell'operazione, che le 195.000 azioni speciali siano convertite nel caso in cui, entro 60 mesi dalla data di efficacia della business combination, il prezzo ufficiale registrato sul segmento AIM Italia dell'azione ordinaria sia pari o superiore a € 13,30 per almeno quindici giorni su trenta di borsa aperta consecutivi.

Alla data di stesura dell'elaborato la business combination tra Betty Blue e Spactiv ha raggiunto una fase di stallo dovuto al diritto di recesso applicato dagli azionisti Spactiv.

Secondo una nota della stessa società emanata il 12 marzo 2020, circa il 43,47% dei soci rappresentanti il capitale sociale ordinario (per un numero di azioni pari a il 3.912.222) ha esercitato il diritto di recesso. Secondo lo statuto infatti la fusione non può proseguire in caso di una percentuale di almeno il 30% e nel caso in cui non vengano rimborsati i soci che hanno applicato tale diritto. Il prezzo di riacquisto delle azioni contrarie è stato posto a quota €9,93 per azione. Quindi obiettivo da conseguire ai fini del successo è non solo ridurre la percentuale di recedenti al disotto del 30% ma anche di convincere gli azionisti di Spactiv della solidità della maison nonostante la crisi economica dovuta alla pandemia da Covid-19.

3.5 Prospettive future e strategia di finanziamento

La moda rappresenta la seconda industria in Italia in termini di percentuale sul PIL e la pandemia del virus Covid-19 ha colpito pesantemente soprattutto questo mercato. Al contempo la pandemia ha velocizzato lo sviluppo di alcuni trend, già sotto una forte

pressione evolutiva, come sviluppare l'*e-commerce*⁷⁷ ma non solo, infatti, ha reso evidente l'importanza della dimensione delle imprese, ormai in diretta competizione dato il processo di globalizzazione, e l'Asia come mercato da poter sfruttare.

Secondo Capasa, Chairman Camera Nazionale della Moda Italiana, il settore moda chiuderà l'anno con una perdita del 30% di fatturato, circa €29mld. Anche per il 2021 si aspetta una perdita, di circa il 12% rispetto al 2019. Bisogna aspettare il 2022 e il 2023 per poter tornare ai livelli pre-crisi.

Lo sguardo è rivolto soprattutto alla Cina che ha rappresentato, in questi mesi così difficili per il settore, un importante sbocco per le produzioni italiane con incrementi superiori al 50%. Si stima che nel 2024 il 60% degli acquisti nel mondo del lusso avverrà proprio in Cina che rappresenta quindi un Paese di importanza strategica globale.

Secondo analisti ed investitori è stato l'avvento di una crisi sanitaria prima e di una crisi economica dopo, causata dal virus Covid-19, che ha portato circa il 43% degli azionisti di Spactiv ad esercitare il diritto di recesso che ha frenato bruscamente il debutto sul mercato dei capitali del brand bolognese Elisabetta Franchi. Nelle parole dell'azienda si evidenzia che "Il Covid-19 ha comportato uno shock con ripercussioni profonde per l'economia a livello globale" e quindi il management ha ritenuto opportuno focalizzarsi sul core business tutelando in questo modo gli investitori istituzionali e posticipare il processo di quotazione. Inoltre risulta chiaro dalle dichiarazioni rilasciate che non vi è necessità di capitali esterni e quindi non c'è alcuna pressione a procedere alla quotazione in un momento storico così particolare ed enigmatico.

La crisi non deve essere vista solo sotto una luce negativa, in quanto, ha permesso ai protagonisti del settore moda di accelerare i processi già in atto prima della crisi, di poter riorganizzare il business, razionalizzare le operazioni e rafforzare il rapporto con il cliente.

Ipotizzando uno scenario ottimistico⁷⁸ che tiene in considerazione le seguenti variabili:

- la curva dei contagi del virus è in diminuzione;
- la campagna vaccinale viene svolta con successo;
- i governi intervengono con politiche ad hoc;
- la ripresa della mobilità internazionale;
- la possibilità di partecipare ad eventi,

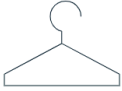

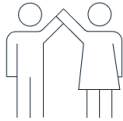
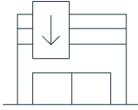

⁷⁷ McKinsey & Company (2021), "The State of Fashion 2021: In search of promise in perilous time".

⁷⁸ Banca d'Italia (2021), "Bollettino economico 1/2021", p. 1, ss.

Si intravede una, seppur timida, ripresa economica con punto di origine proprio in Cina. Secondo gli studiosi si attende un aumento delle vendite del circa 5-10% nel 2021 in Cina, mentre l'Europa assisterà ad una crescita più modesta, avendo sofferto una riduzione delle vendite di circa del 2-7%, rispetto al 2019, soffrendo più di tutti l'impatto della pandemia. I livelli pre-crisi saranno raggiunti, nella migliore delle ipotesi, non prima del 2022. Ma anche negli Stati Uniti si preannuncia una ripartenza lenta che dovrà fronteggiare una riduzione delle vendite di circa il 12% rispetto al 2019, gap che potrà essere coperto nel 2023.

Le varie restrizioni per limitare la diffusione del virus, la quarantena e le boutique chiuse ha portato i clienti a rivolgersi allo shopping online. È quindi nella strategia delle imprese sfruttare canali omni-channel per poter raggiungere i clienti e per rafforzare la customer experience. La crescita del digitale globale si assesta al circa 20% (30% in Europa e Stati Uniti). Malgrado questa opportunità di crescita e di digitalizzazione del mercato, risulta necessario sottolineare come per le maison di alta moda, la boutique fisica resta un punto di riferimento per il cliente, ma non solo, infatti, proprio l'esclusività e l'artigianalità del prodotto porta ad una stretta relazione tra cliente e maison. La pandemia ha portato alla chiusura di molte boutique, ad esempio è previsto che nel 2020 circa 20.000 negozi sono stati chiusi, e questo rappresenta un'ulteriore sfida per le aziende come Elisabetta Franchi che hanno nella rete retail il punto di forza per quanto riguarda le vendite e la consapevolezza del brand.

Figure 12 Temi 2021 del settore della moda.

Fashion system				
				
Less is more	Opportunistic investment	Deeper partnership	Retail ROI	Work revolution
COVID-19 highlighted that more products do not necessarily yield more profits. Fashion companies must reduce complexity while increasing full-price sell-through and reduce inventory levels by taking a demand-focused approach for both new products and in-season replenishment.	During the pandemic, the gap between fashion's best-performing companies and the rest widened. With some players already bankrupt and others propped up by government subsidies, companies will maneuver to take market share and grow their capabilities.	Fashion players need to mitigate future supply-chain disruptions, moving away from transactional supplier relationships in favor of deeper partnerships that bring greater agility and accountability.	Permanent store closures will continue to rise in the postpandemic period while a likely potential power shift from landlords to retailers in most regions could compel fashion players to rethink their retail footprints to improve store-level ROI.	An enduring new model for work is likely to emerge as fashion companies refine their blends of remote and on-premises work, invest in reskilling talent, and instill a greater sense of shared employee purpose and belonging.

Fonte: *The State of Fashion, McKinsey & Company.*

Strategicamente per le aziende del lusso sarà fondamentale nel 2021 sfruttare opportunità fino ad oggi non considerate, più nello specifico nel caso di Elisabetta Franchi sarà opportuno continuare sfruttare il segmento di mercato del “lusso accessibile”, fonte di vantaggio competitivo nei confronti dei competitors. In aggiunta, il settore della moda sarà palcoscenico di fenomeni come M&A, sfruttando la posizione di debolezza di alcune aziende da parte di quelle più virtuose, e di IPO messe in stand-by dalla crisi che ha colpito l’economia globale.

Lo sviluppo futuro del settore fashion e luxury ha come sfondo un scenario macroeconomico turbolento, ma che può essere fonte di spinte innovative. La diffusione della pandemia ha colpito cronologicamente i diversi paesi del mondo in tempi diversi, ma le misure di contenimento sono state pressochè analoghe. Risultati simili si sono registrati per quanto riguarda le perdite subite sia a livello economico sia a livello sociale.

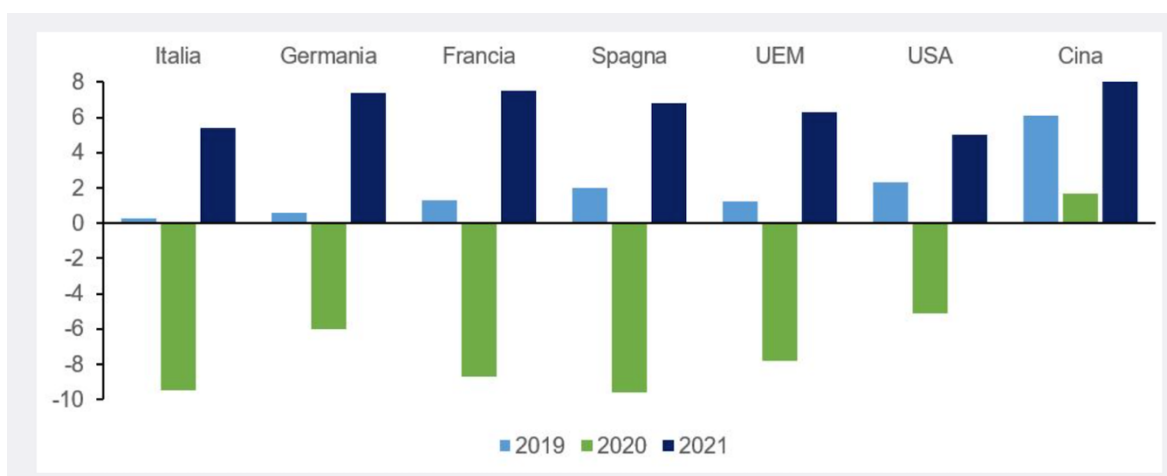
L’Italia è il Paese che per primo in Europa ha visto la diffusione del virus ed è stata anche tra i più colpiti, infatti nel primo trimestre del 2020 si è registrata una perdita congiunturale⁷⁹ del 5,3%. Una ragione per la quale non è stato il Paese che economicamente ha sofferto di

⁷⁹ Prometeia (2020), “Effetto Covid-19: recessione globale ma tempi di recupero differenziati”, p. 1, ss.

più, risiede nel fatto che l'Italia ha sfruttato l'onda positiva del 2019. L'Italia, come gli altri paesi europei, ha adottato soluzioni di politica economica eccezionale supportate dall'immissione di liquidità da parte della BCE.

Le varie misure restrittive e la campagna di vaccinazione sono le armi principali per limitare la diffusione del virus e per poter tornare ai livelli pre-crisi. Le prospettive di ripresa sono riportate nel seguente grafico:

Tabella 4 Pil reale in prospettiva, variazioni percentuali.









Fonte: Previsioni Prometeia su dati di Uffici nazionali di statistica

La velocità, a differenza delle restrizioni e della diffusione del virus, si caratterizza per diversi livelli. Per esempio, la Cina è stato il paese che per prima è riuscito ad arrivare ad un numero di contagi pari a zero e si a fine 2021 la Cina sia in grado di recuperare e superare il PIL del 2019. Segnali di miglioramento, anche se più contenuti rispetto alla Cina, sono relativi agli Stati Uniti che recupereranno verso fine 2021.

Per quanto riguarda l'Europa, si assiste ad un'esacerbazione del problema delle multiple velocità di ripresa. Con un calo del Pil pari all'8% nella zona euro, secondo le analisi, sarà la Germania a recuperare nel 2021 la flessione del 2020 (tra il 6,0% e il 6,5%). Mentre Spagna e Francia il recupero si avrà nel 2022. Notizie più negative per quanto riguarda l'Italia che dovrà aspettare il 2024, in quanto la crescita prevista per il 2021 del +5% non risulta sufficiente. L'Italia sconta la debolezza dell'economia del paese stesso e la crisi ha avuto effetti rilevanti nel debito pubblico, il quale dovrà essere gestito nel prossimo futuro secondo politiche economiche adeguate.

Con focus sulla situazione italiana, si può notare come l’impatto del virus abbia causato una riduzione importante del Pil e alterato la bilancia commerciale. Sinteticamente, la tabella riporta le variazioni registrate:

Tabella 5 Le previsioni per l'Italia

	2019	2020	2021
 Prodotto interno lordo	0,3	-10,0	4,8*
 Consumi delle famiglie residenti	0,4	-11,1	5,9
 Investimenti fissi lordi	1,6	-15,8	9,7
 Esportazioni di beni e servizi	1,0	-14,3	11,3
 Occupazione totale (ULA)	0,2	-10,2	4,0
 Indebitamento della PA ¹	1,6	10,8	5,8*

Fonte: Elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

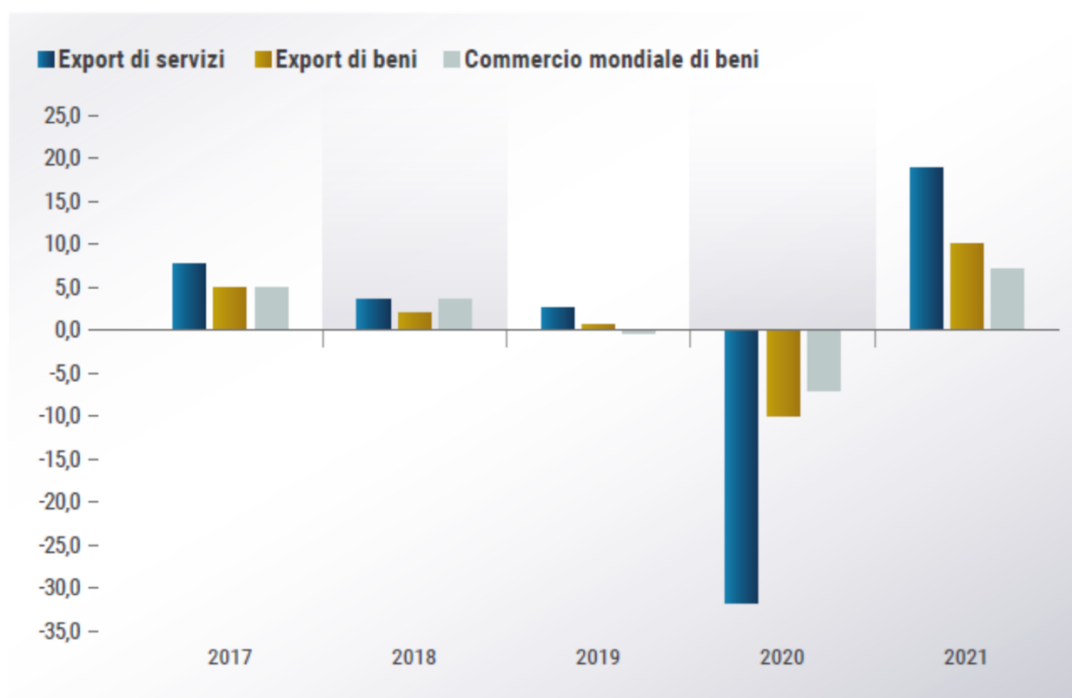
Condizione necessaria affinché l’Italia possa recuperare è il successo della campagna vaccinale, in modo da poter tornare gradualmente alla riapertura delle attività e ad un conseguente incremento del consumo da parte di famiglie e risparmiatori.

Il rimbalzo del Pil nel 2021⁸⁰, come affermato precedentemente, non sarà sufficiente a coprire il calo del 2020, e nel quarto quadrimestre del 2021 il livello del reddito sarà minore di più del 3% rispetto ai valori del 2019. In generale la crisi da Covid-19 ha influito anche sull’input di lavoro impiegato, il monte di ore lavorati è diminuito del 15,1% annuo nella media del primo e secondo trimestre, il valore vede come fonte principale di diminuzione il calo delle ore lavorate pro-capite, pari al 13,5%, ed in minima parte dell’occupazione, diminuita di circa il 1,5%.

Il peggioramento della condizione economica trova come origine anche il calo dell’export, fonte di vantaggio competitivo per l’Italia. L’andamento dell’export nel 2020 e le previsioni nel 2021 sono riportate del seguente grafico:

⁸⁰ Centro Studi Confindustria (2020), “Un cambio di paradigma per l’economia italiana: gli scenari di politica economica”.

Grafico 4 Nel 2020 crolla l'export, specie di servizi.

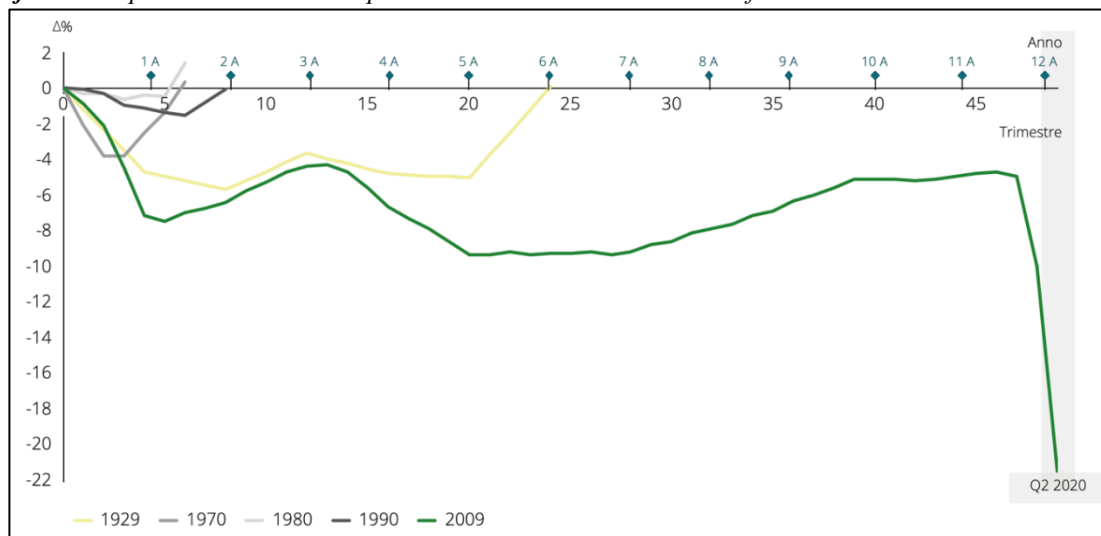


Fonte: Elaborazioni e stime Centro Studi Confindustria su dati Istat.

In totale le esportazioni italiane diminuiscono del 14,3% nel 2020 e risalgono del 11,3% nel 2021. Per quanto riguarda l'export di beni, rispetto ad un calo del 10%, migliore rispetto alle stime, con un recupero totale nel 2021. Invece l'andamento è meno positivo per l'export di servizi che subisce un forte calo del 31,9%, il quale non verrà recuperato totalmente nel 2021. Ruolo cruciale è svolto dalle famiglie, le quali a causa delle restrizioni, delle incertezze economiche e delle prospettive future messe in dubbio, hanno contratto sensibilmente il consumo, di circa il 11,1%. Una condizione economica e sanitaria più stabile dovrebbe far recuperare il livello di consumi del 5,9%.

I tempi di recupero da ogni crisi affrontata possono essere riportati nel seguente grafico:

Grafico 5 Tempo di ritorno ai livelli pre-crisi del Pil italiano durante le fasi di shock.



Fonte: Elaborazione Monitor Deloitte su dati Banca d'Italia e OECD.

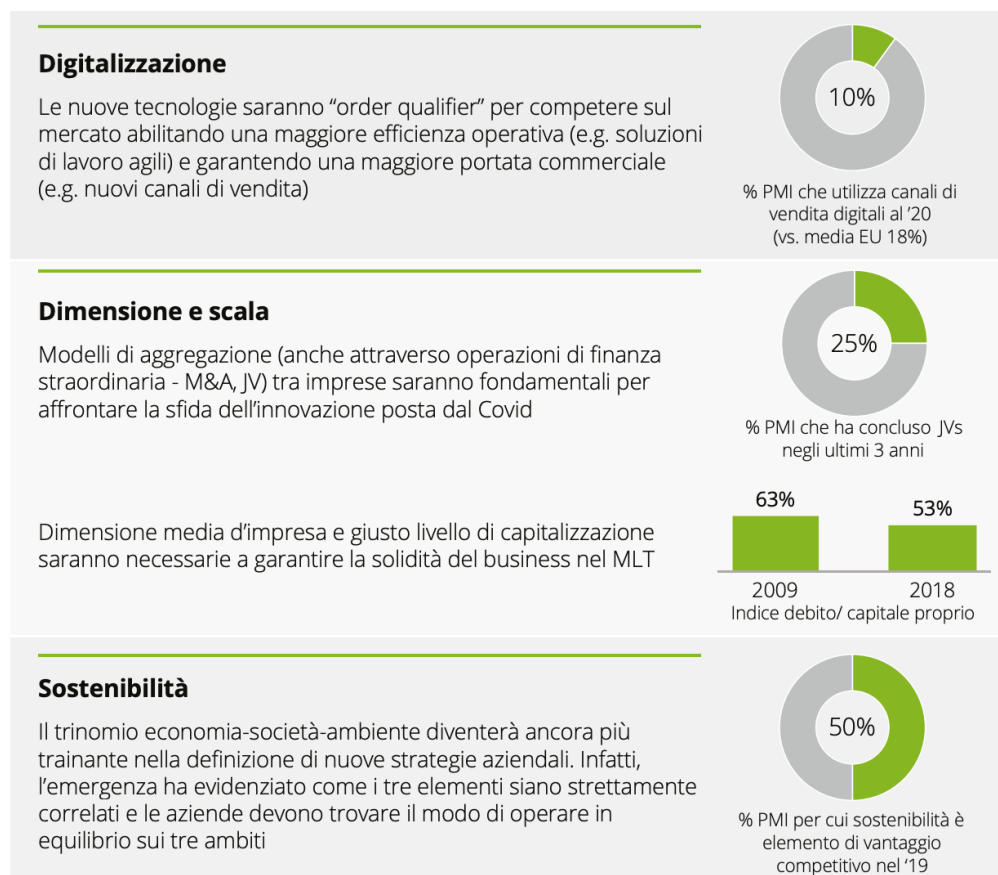
Si può osservare che l'Italia ha impiegato 6 anni per superare la Grande Depressione e ben 12 anni per poter riprendersi, seppur non totalmente, dalla crisi finanziaria dei mutui subprime del 2009. L'attuale crisi, seppur di impatto devastante, può essere superata secondo diversi drivers⁸¹ strategici:

- Digitalizzazione: nuove tecnologie del tipo “order qualifier”, in modo da competere in un nuovo ambiente economico – sociale e l’acquisizione di nuovi canali di vendita;
- Dimensioni e scala: inteso come rafforzamento patrimoniale delle imprese e la crescita dimensionale, variabili fondamentali per essere competitivi e la capacità di investire e innovare. In particolare saranno rilevanti fenomeni di M&A, Private Equity e IPO;
- Sostenibilità: nell’ambito ambientale, sociale e economico saranno temi fondamentali per poter acquisire vantaggi competitivi che permettano di diventare leader, o player importanti, nell’ambito di una economia sempre più globalizzata e interdipendente.

Secondo uno studio del settore, la seguente figura mostra le tendenze e le propensioni delle PMI a seguirle:

⁸¹ Deloitte (2020), “I bisogni delle PMI per la ripresa post-Covid”, p. 8.

Figura 13 I paradigmi di business accelerati dall'emergenza Covid-19.



Fonte: Elaborazione Monitor Deloitte su dati Banca d'Italia e OECD.

Le imprese che vogliono competere a livello internazionale, soprattutto le imprese che si identificano nel settore della Moda e del Made in Italy, devono porre attenzione alle dinamiche di innovazione, espansione geografica e di solidità patrimoniale.

Un fondamentale ruolo che permetterà alle imprese di seguire questa evoluzione è rivestito dalla banca, la quale, soprattutto nelle operazioni straordinarie di finanza e nel processo di quotazione, crea le condizioni necessarie affinché la società stessa possa portare a termine con successo il percorso iniziato e possa acquisire fondi per poter sviluppare il business.

In conclusione, secondo le prospettive analizzate, risulta necessario per un'impresa espandere sia geograficamente sia operativamente il proprio business per poter superare velocemente e contemporaneamente al migliore dei modi la crisi economica, quindi imporsi come maggior competitor a livello mondiale.

3.6 Conclusioni

L'analisi svolta ha evidenziato come il processo di quotazione della Betty Blue S.p.A non ha seguito il classico procedimento di IPO, in quanto è stato propedeutico ai fini dello sbarco nel mercato dei capitali, ossia quotarsi nel segmento MTA tramite una business combination con Spactiv S.p.A, una SPAC che precedentemente ha affrontato il processo di IPO.

Inoltre il capitolo ha studiato le radici dell'azienda bolognese e della sua creatrice, col fine di capire lo straordinario successo che ha vissuto negli ultimi anni. L'obiettivo di coprire la nicchia di mercato del "lusso accessibile" e l'intelligenza della stilista nel soddisfare le esigenze della clientela hanno rappresentato un punto di forza della maison, tanto da spingere la stilista Elisabetta Franchi a compiere il passo della quotazione, per poter ampliare il proprio mercato di riferimento.

Da un punto di vista prettamente economico – finanziario, la crescita della maison è registrata dall'analisi per indici e per flussi ha dimostrato, come, il grande passo della quotazione è uno stadio naturale.

La quotazione della Betty Blue, nonostante le più rosee aspettative, ha subito un brusco arresto, in quanto più del 30% dei soci ha esercitato il diritto di recesso. Diritto applicato, secondo gli esperti, a causa della pandemia globale che causato una crisi sanitaria prima ed una crisi economica dopo.

In conclusione si sono analizzate le possibili strategie che le aziende potranno mettere in atto per poter recuperare le perdite subite nel 2020. Tuttavia il Covid ha velocizzato trend digitali già in atto in era pre-pandemia e come questi fenomeni di digitalizzazione permetteranno alle aziende del lusso di raggiungere vantaggi competitivi importanti.

CONCLUSIONI

La quotazione di un'impresa in borsa rappresenta un momento cruciale nella vita di un'azienda e lo studio effettuato nell'elaborato emerge come l'IPO sia un processo complesso, in quanto intervengono molteplici variabili che determinano il successo o il fallimento della quotazione. È interesse dell'azienda svolgere l'intero iter in maniera accurata e formale, servendosi di banche di investimento affermate che possano fare da garante, sia implicitamente che esplicitamente, nei confronti del pubblico dell'ottima opportunità di investimento che rappresenta l'azienda.

Come più volte sottolineato nell'elaborato, la quotazione è fonte sia benefici che di costi. Ogni impresa è posta di fronte a questo trade-off e deve ponderare sia gli uni che gli altri. A fronte di maggiori capitali, di nuove risorse manageriali più esperte e di nuove possibilità di espansione del business, l'azienda deve fronteggiare una diluizione dell'assetto societario, fenomeni di underpricing ed un continuo giudizio da parte del mercato.

Per riassumere in maniera ordinata e coerente, la trattazione è iniziata con l'analisi tecnica del processo di IPO, quindi si è visto passo dopo passo i punti cruciali che formano l'intero processo. Si è analizzato prima il mercato borsistico, poi come si costituisce la struttura che risulta cruciale ai fini del successo dell'operazione, ossia il consorzio di collocamento, il prospetto informativo, ovvero il documento necessario per ottenere il lasciapassare della Consob, il fenomeno dell'underpricing che può risultare un ostacolo ad una raccolta dei capitali efficace, i due possibili modi in cui può avvenire l'IPO ed infine una possibile alternativa alla offerta pubblica iniziale, il collocamento privato.

L'obiettivo dello studio effettuato è quello, non solo di analizzare in modo accurato l'IPO, ma anche di coniugare l'aspetto teorico con l'aspetto pratico. Per questo motivo, la seconda parte si è concentrata sui lati più pratici e attinenti all'economia reale. Come precedentemente affermato, l'IPO rappresenta un'opportunità di crescita e sviluppo per le PMI, è obbligatorio ricordare che il tessuto economico italiano è ricco di piccole – medie realtà che svolgono business, sia artigianali che industriali, altamente redditizi e che occupano nicchie di mercato che offrono potenziali fonti di profitto. Nonostante la “biodiversità” di aziende offerte nel panorama economico italiano, la volontà di descrivere il settore del fashion e luxury è un ulteriore incentivo a coniugare teoria con la pratica. Infatti, le PMI che popolano tale settore sono aziende nate a conduzione familiare, che vedono nella famiglia lo zoccolo duro della stessa azienda e questo permette un going concern di lungo termine e non solo un focus sulla redditività di breve periodo. Nell'evoluzione di queste

aziende, si arriva un momento critico, ossia quello di approdare nell'oceano del mercato dei capitali o di continuare la gestione del business senza aprire al pubblico. Esempi lampanti a sostegno dell'impianto dell'elaborato è il caso di Alberta Ferretti e Brunello Cucinelli. Entrambe presentano un percorso evolutivo di incredibile successo analogo, che ha trovato nella quotazione un'ulteriore fonte di crescita e innovazione.

Il cuore dell'elaborato è il caso di Elisabetta Franchi, caratterizzato da un processo di quotazione non direttamente legato all'IPO ma che vede un passaggio intermedio: la quotazione di una SPAC, la Spactiv Spa. Quindi, la quotazione vede un ulteriore stage che influisce sul successo della quotazione. In sintesi, il processo è articolato in due fasi. La prima fase riguarda l'IPO della Spactiv Spa, e segue tutto il processo descritto nel primo capitolo, La seconda fase vede una business combination tra Betty Blue Spa e Spactiv Spa, la quale dovrebbe dare come risultato la nuova società Elisabetta Franchi Spa. In questo modo si possono evitare i costi ed i lunghi tempi che caratterizzano il processo di quotazione anche se il risultato è analogo: quotarsi con successo.

Il caso di Elisabetta Franchi non solo è stato scelto in quanto coerente con l'oggetto di analisi ma soprattutto perché è rappresentativo di come un contesto macroeconomico instabile ed incerto possa influire negativamente al successo della quotazione. Come risultato dello scoppio della pandemia e quindi all'avvio di una crisi prima sanitaria e poi economica che ha caratterizzato il 2020, il 2021 e che influirà anche sugli anni avvenire. Nei fatti, la quotazione è stata interrotta dal diritto di recesso esercitato dai soci, proprio a causa del contesto macroeconomico incerto.

Nelle parole della stilista bolognese, l'obiettivo della quotazione non è stato depennato dall'agenda del management, anzi è stata solo posticipata a tempi migliori. Secondo studi effettuati da società di consulenza, si assisterà ad una ripresa economica sostenuta dal cosiddetto fenomeno del revenge shopping, ossia i consumatori si riverseranno nelle boutique e negli shopping online per effettuare compere posticipate a causa delle restrizioni attuate per limitare la diffusione del Covid-19. Questo fenomeno è già stato osservato nel mercato orientale, ed i dati riportati presagiscono una ripresa forte e sostenuta.

L'azienda omonima della stilista bolognese, dovrà saper affrontare i temi posti per il 2021, come crescita, sostenibilità, ripresa ed espansione della presenza online, cruciali per aumentare la notorietà del brand e di entrare nel mercato dei capitali sotto la miglior veste possibile.

In conclusione, il caso Elisabetta Franchi coniuga tecnica, teoria ed economia reale, riesce a spiegare come questi ambiti, seppur alle volte distanti e non connessi, possano in realtà

coniugarsi ed intrecciarsi, risultando così variabili dipendenti tra di loro e di vitale importanza per spiegare il ciclo di vita di un'azienda.

Bibliografia

- Allen F. , Faulhaber Gerald R. (1989), “*Signaling by underpricing in the IPO market*”.
- Area Studio Mediobanca (2020), “*Report on large italian and European fashion companies*”, p. 14.
- Arlotta C., Bertoletti F., Negozio Elisabetta C. , Pesaro C., Venturini G. (2006), “*Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia*”, Commissione Finanza e Controllo di Gestione, SAF, n. 35, pp. 24, 72.
- Associazione Disiano Preite (2012), “*Il diritto delle società*”, Il Mulino, Bologna, pp. 61-64.
- Beaudreau Bernard C. (2020), “*Smoot-Hawley Tariff Act Revisited*”, Cambridge Scholaris Publis, p. 111.
- Bodie Z., Kane A., Marcus Alan J. (2016), “*Essential of investments*”, McGraw-Hill Education, p. 57.
- Banca d’Italia (2021), “*Bollettino economico 1/2021*”, p. 1, ss.
- Borsa Italiana (2009), “*Guida pratica ad AIM Italia- il mercato per fare impresa*”.
- Bove Antonello E. (2012), “*Strategic planning – Come definire, pianificare ed eseguire una strategia di business vincente*” , Hoepli, Milano, p. 230.
- Branzoli N. , Guazzarotti G. (2015), “*Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper) – Il mercato dei private placement per il finanziamento delle imprese*”, Banca d’Italia, Eurosystema, p. 5.
- Centro Studi Confindustria (2020), “*Un cambio di paradigma per l’economia italiana: gli scenari di politica economica*”.
- Ciappei C., Surchi M. (2011), “*La Mitopoiesi della Marca Moda – Strategia di brand building nelle imprese moda*”, Franco Angeli Edizioni, Roma, p. 270.
- Capriglione F. (a cura di Pellegrini M.) (2016), “*Saggi e monografie di diritto dell’economia - Corso di diritto pubblico dell’economia*”, Wolters Kluwer, Milano, n. 28, p. 258.
- Commissione M&A AIFI (2019), “*M&A per lo sviluppo. Gli interventi di minoranza, gli investitori, la governance*”, AIFI, p. 32.
- Corsi C., Migliori S. (2017), “*Le pmi italiane: governance, internazionalizzazione e struttura finanziaria*”, Franco Angeli Edizioni, Roma, p.72.

Crivelli G. (2012), *“Milano festeggia il debutto record di Cucinelli”*, Edizione del Sole24Ore, Italia, Milano.

Cucinelli B. (2018), *“Il sogno di Solomeo – La mia vita e la sfida del capitalismo umanistico”*, Massimo de Vico Fallani, p. 18.

Dalocchio M. , Salvi A. (2011), *“Finanza aziendale 2- Finanza straordinaria”*, Egea, Milano, pp. 111, 122, 124, 127.

Damodaran A., Ferri F. (2006), *“Finanza aziendale”* , Seconda edizione, Apogeo, Adria, pp. 312-313.

De Simone E. (2018), *“Storia economica – Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica”*, Franco Angeli Edizioni, Roma, p. 194.

Deloitte (2020), *“I bisogni delle PMI per la ripresa post-Covid”*, p. 8.

Fabrizi P. L. , Forestieri G. , Mottura P. (2003), *“Strumenti e servizi finanziari”*, Egea, Milano, p. 291.

Floreni J. , Polato M. (2012) , *“Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari. Profili operativi e regolamentari”*, G. Giappichelli Editore, Torino, p. 85.

Foglio A. (2007), *“Il marketing della moda. Politiche di e strategia di fashion marketing”*, Franco Angeli Edizioni, Roma, p. 94.

Forestieri G. (2020), *“Corporate & Investment Banking”*, Quinta edizione, Egea, Milano, pp. 220, 223, 231, 236, 238.

Fumagalli M. (2014), *“Lo sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia”*, Egea, Milano, p. 13.

Gatti Pavesi Bianchi (2016), *“Il Salto (Impossibile?) Dall’AIM Allo STAR”*, Mag by Legalcommunity.

Gilligan J. , Wright M. (2020) , *“Private Equity Demystified”*, Oxford University Press, p. 5.

Gounopoulos D. (a cura di Greg N. Gregoriou) (2008) , *“Encyclopedia of Alternative Investments”*, CRC Press, A Chapman & Hall Book, p.347.

Hull John C. (2006), *“Opzioni, futures e altri derivati”*, Sesta edizione, Pearson, Milano, p. 100.

Iosio C. (2011), *“IPO per le PMI italiana”*, IPSOA, Assago, pp. 33-34, 109-110, 130.

Karolyi Andrew J. (1998), *“Why Do Companies List Shares Abroad?”*, New York University Salomon Center.

- Lanzmann J. , Ripert P. (1992), “*Cent ans de prêt-à-porter*”, Éd. P.A.U.
- Lazzari V. , Geranio M. (2002), “*Il mercato delle initial public offering nell’Europa continentale*”, n.32, Quaderni Einaudi.
- Lombardo S. (2011), “*Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*”, Giuffrè Editore, Milano, p. 23.
- Maffei M. (2018) “*Il principio della continuità aziendale e il controllo della sua corretta applicazione*”, Giappichelli, Torino, p. 60.
- McKinsey & Company (2021), “*The State of Fashion 2021: In search of promise in perilous time*”.
- Melis A., Carta S., Gaia S. (2011), “*I compensi basati su azioni. Principi, teorie ed evidenze empiriche*” Giuffrè Editore, Milano, p. 94.
- Ministero della cultura – Direzione Generale Archivi (1992), “*Prêt-à-porter, la democrazia nell’Alta Moda*”, Archivi della moda del Novecento.
- Ministero della Cultura – Direzione Generali Archivi (1958), “*La Camera nazionale della Moda italiana sul prêt-à-porter*”.
- Onesti T. , Angiola N., Martini Silvio B. , Garzella S. , Muserra Anna L. (2012) , “*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie, analisi empiriche ed esperienze a confronto*”, Franco Angeli Edizioni, Roma, pp. 324-325.
- Pambianco (2013), “*Il primo showroom milanese per Elisabetta Franchi*”.
- Pambianco (2016), “*Le Quotabili 2016*”, p. 1, ss.
- Pambianco (2019), “*Le Quotabili 2019*”, p. 1, ss.
- Prometeia (2020), “*Effetto Covid-19: recessione globale ma tempi di recupero differenziati*”, p. 1, ss.
- Prospetto informativo AEFEE (2007), pp. 70, 260.
- Prospetto informativo Brunello Cucinelli Spa (2012), p. 296.
- Prospetto informativo Fusione per incorporazione di Betty Blue Spa in Spactiv Spa (2019), pp. 89, 91.
- Prospetto informativo Spactiv Spa (2017), p. 47.
- Rinaldi A., Taglianzuchi G. (2016), “*L’imprenditoria femminile in Italia. Le Cavaliere del Lavoro*”, Il Mulino, Bologna, p. 437.

Taleb Nassim N. (2015), *“Il Cigno nero – Come l’improbabile governa le nostre vite”*, Il Saggiatore, pp. 12-13.

Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, *“Questioni societarie IV parte, Note tecniche in materia di: sollecitazione all’investimentoW”*, Paragrafo: 4. Contenuto del prospetto informativo, p. 18.

Wang S. , Ma J. (2009) , *“Comparison of Bank – Oriented or Market – Oriented Financial System and Inspiration”*, Asian Social Science, p. 119.

Normativa

Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 di attuazione del D.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 concernente “La disciplina degli emittenti”.

Regolamento 6430 recante disposizioni concernenti la redazione dei prospetti informativi ed i modi in cui l'offerta deve essere resa pubblica relative ad operazioni di vendita o di sottoscrizione di valori mobiliari effettuate ai sensi dell'art. 18, sub art. 1, della L. 7 giugno 1974, n. 216, nonché disposizioni sul procedimento di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione dei valori mobiliari di cui all'art. 1 della L. 18 febbraio 1992, n. 149, Art. 5 comma 2, 7, 9.

D.L. 8 aprile 1974 n.95, convertito in legge dalla L. 7 giugno 1974 n.216, Art 3.

Direttiva 80/390/CEE del Consiglio del 17 marzo 1980, in materia di “Coordinamento delle condizioni di redazione, controllo e diffusione del prospetto da pubblicare per l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale di una borsa valori”.

Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, *“Questioni societarie IV parte, Note tecniche in materia di: sollecitazione all’investimentoW”*, Paragrafo: 4. Contenuto del prospetto informativo, p. 18.

Testo Unico della Finanza emanato col D. lgs. del 24 febbraio 1998 n.58, Art. 101.

Sitografia

<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>