

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

*Le operazioni di M&A nel settore del lusso e
l'incertezza generata dalla pandemia da Covid-19:
l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo
Louis Vuitton - Moët Hennessy*

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

CORRELATORE

Claudia Ashanty Baselice
Matr. 726801

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

INDICE

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1 – Le operazioni di M&A	8
<i>1.1 La fusione</i>	9
1.1.1 Il processo di fusione	10
1.1.2 Le finalità	12
1.1.3 Gli effetti	13
1.1.4 <i>Leveraged Buy-out</i>	15
<i>1.2 L'acquisizione</i>	16
1.2.1 Il processo di acquisizione	16
1.2.2 Le finalità	17
1.2.3 Gli effetti	18
<i>1.3 L'evoluzione storica</i>	20
1.3.1 Negli Stati Uniti	20
1.3.2 Negli altri paesi	24
<i>1.4 Il mercato M&A</i>	26
1.4.1 Il mercato M&A mondiale	28
1.4.2 Il <i>wave pattern</i>	30
<i>1.5 Le strategie di crescita</i>	31
1.5.1 La creazione di valore	32
1.5.2 La crescita esterna ed interna	34
1.5.3 L'alleanza strategica	35
<i>1.6 L'importanza della valutazione d'azienda</i>	35
Capitolo 2 – Le operazioni di M&A nel settore del lusso	40
<i>2.1 Il settore del lusso</i>	40
2.1.1 Evoluzione storica del concetto di lusso	41
2.1.2 L'industria del lusso	45
<i>2.2 Evoluzione storica del mercato M&A nel settore del lusso</i>	50
<i>2.3 Il mercato M&A nel settore del lusso</i>	55
2.3.1 I principali <i>players</i> del mercato	55
2.3.2 Il mercato oggi	58
<i>2.4 Le scelte strategiche nelle operazioni di M&A</i>	60
2.4.1 Le strategie di crescita	60
2.4.2 Le strategie di diversificazione	61
2.4.3 Le strategie di integrazione	62
<i>2.5 Gli effetti delle operazioni di M&A nel settore del lusso</i>	64
2.5.1 Gli effetti sul mercato dei capitali	64

2.5.2 Gli effetti sulla percezione del <i>brand</i> per le acquisizioni <i>cross-border</i>	68
2.6 La valutazione d'azienda nel settore del lusso	70
Capitolo 3 – L'incertezza nel mercato M&A generata dalla pandemia da Covid-19	73
3.1 <i>Gli effetti della pandemia sul mercato M&A globale</i>	73
3.1.1 Gli effetti sul mercato europeo	76
3.1.2 Gli effetti sul mercato italiano	78
3.1.3 Gli effetti sul mercato statunitense	79
3.1.4 Gli effetti in Asia-Pacifico	80
3.2 <i>Gli effetti della pandemia sul mercato M&A in relazione al mercato di capitali</i>	82
3.3 <i>In che modo diversi fattori hanno impattato il mercato M&A</i>	84
3.4 <i>L'impatto della pandemia sul settore del lusso</i>	86
3.4.1 Le previsioni iniziali	86
3.4.2 I cambiamenti che la pandemia ha generato nel settore	89
3.5 <i>Gli effetti della pandemia sul mercato M&A nel settore del lusso</i>	91
Capitolo 4 – Caso pratico: l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo LVMH	96
4.1 <i>La vicenda</i>	96
4.1.1 L'annuncio dell'accordo e gli obiettivi dell'operazione	97
4.1.2 L'impatto della pandemia e l'accordo "con lo sconto"	101
4.2 <i>Gli effetti della pandemia sui protagonisti dell'operazione</i>	104
4.2.1 Variabili e metodologia	105
4.2.2 L'analisi empirica su Tiffany & Co.	107
4.2.3 L'analisi empirica sul gruppo LVMH	121
CONCLUSIONI	126
BIBLIOGRAFIA	129
SITOGRAFIA	132
RIASSUNTO	133

INTRODUZIONE

“Il lusso è una necessità che inizia quando la necessità finisce”: questa è una delle tante definizioni di lusso proveniente dal mondo della moda, nello specifico da Coco Chanel. Il termine deriva dal latino *luxus*, ossia “abbondanza di vegetazione”, da cui deriva *luxuria*, “fasto, esuberanza”.

Il lusso ha una storia molto antica: fino al Medioevo era associato al concetto di splendore, nel XVII secolo veniva invece associato ad uno stile di vita particolarmente attento al dettaglio, mentre nel XIX secolo iniziava a diffondersi l’idea che il lusso fosse qualcosa di non necessario e superfluo. Di conseguenza, il lusso rappresenta ciò che è costoso e sontuoso, in grado di regalare emozioni e gratificazione ed utile a far valere la propria identità.

Oggigiorno l’industria del lusso è in rapida crescita, soprattutto grazie all’esercizio abituale di operazioni di fusione e acquisizione: storicamente, il settore era estremamente frammentato e competitivo, caratterizzato dalla presenza di piccole imprese private, ma l’industrializzazione e l’evoluzione delle comunicazioni, così come il maggior potere di spesa dei consumatori, hanno permesso il passaggio da un mercato frammentato ad un mercato dominato da grandi gruppi *multibrand* diversificati, ossia i *luxury conglomerates*. Questi ultimi rendono il settore particolarmente forte, stabile e resiliente, con la capacità di far fronte anche a dure crisi economiche, come quella provocata dalla pandemia da Covid-19.

Il presente elaborato ha lo scopo di introdurre le operazioni di M&A in ogni loro aspetto, nello specifico le operazioni che avvengono nel settore del lusso e i loro effetti. Successivamente, obbiettivo della tesi è quello di analizzare gli effetti che la pandemia da Covid-19 ha avuto sul mercato M&A del lusso, in particolare sulla trattativa tra l’azienda americana Tiffany & Co. ed il grande conglomerato francese Louis Vuitton - Moët Hennessy.

Il primo capitolo dell'elaborato tratterà le operazioni di M&A: in particolare, affronterà ogni aspetto di fusione e acquisizione, partendo dal processo fino ad arrivare alle ragioni alla base e agli effetti delle operazioni. Successivamente, tratterà l'evoluzione storica del mercato M&A negli Stati Uniti e nel resto del mondo e l'andamento del mercato oggi, rappresentandone le caratteristiche e analizzando il fenomeno del *wave pattern*, tipico del mercato di fusioni e acquisizioni. Infine, il capitolo approfondirà le strategie di crescita perseguibili con queste operazioni, tra cui la creazione di valore, la crescita interna ed esterna e l'alleanza strategica, e affronterà l'importanza della fase di valutazione d'azienda al momento di un'acquisizione.

Il secondo capitolo tratterà nello specifico il settore del lusso: esso partirà con un *excursus* storico sull'antico concetto di lusso, fino ad arrivare alla concezione e al mercato del lusso oggi. Successivamente, verrà analizzato il mercato M&A del settore partendo dagli anni '80, periodo in cui molte imprese iniziarono ad incrementare i loro investimenti in operazioni di fusione e acquisizione, fino ad arrivare alla definizione dei principali *players* attuali del mercato, ossia i grandi conglomerati del lusso ricchi di *brands* altamente diversificati, tra cui Louis Vuitton - Moët Hennessy, Kering e Richemont. Infine, dopo un'analisi del mercato M&A del lusso attuale, verranno definite le principali strategie perseguite dai grandi gruppi *multibrand*, tra cui strategie di crescita, diversificazione ed integrazione verticale o orizzontale, e gli effetti che tali operazioni hanno su un mercato così particolare, nello specifico sul mercato dei capitali e sulla percezione del *brand* da parte dei consumatori per le acquisizioni *cross-border*.

Il terzo capitolo rappresenta l'argomento centrale dell'elaborato, ossia la condizione di incertezza che la pandemia da Covid-19 ha generato nel mercato M&A. In particolare, il capitolo tratterà gli effetti che l'improvvisa pandemia ha avuto sulle transazioni nuove e già pattuite, tra cui il rallentamento delle trattative, il calo nei prezzi d'acquisto e l'abbandono di accordi rimasti in sospeso, e analizzerà l'andamento del mercato M&A per trimestri nel 2020 in Europa, in Italia, negli Stati Uniti e in Asia-Pacifico.

Successivamente, il capitolo analizzerà gli effetti della pandemia sul mercato M&A in relazione al mercato dei capitali e le principali conseguenze sulle trattative, tra cui gli effetti sulle scadenze degli accordi e i processi di *due-diligence* più lunghi e attenti. Infine, l'analisi di tali effetti si sposterà sul settore del lusso: in primo luogo, il capitolo tratterà le previsioni elaborate allo scoppio della pandemia, nello specifico a marzo 2020, successivamente affronterà i cambiamenti che essa ha generato nel settore a causa dello stop al turismo e al *retail*, spingendo quindi i grandi *brand* ad incrementare la loro attività di *marketing* e le vendite *online*, e infine riguarderà gli effetti della pandemia sul mercato M&A del lusso, svolgendo un'analisi per trimestri dal 2018 al 2020 sul mercato mondiale e italiano e mostrando come vi siano stati dei consistenti cali nel volume e nei valori dei *deals* soprattutto al secondo trimestre 2020, momento in cui l'OMS ha dichiarato lo stato di pandemia.

Il quarto ed ultimo capitolo riguarda il caso pratico dell'elaborato, ossia l'operazione di acquisizione della storica gioielleria statunitense Tiffany & Co. da parte del conglomerato del lusso francese Louis Vuitton - Moët Hennessy. Esso partirà con la rappresentazione della vicenda e degli obiettivi alla base dell'operazione fino ad arrivare all'avvento della pandemia e al raggiungimento di un accordo con un consistente sconto sul prezzo di vendita. Successivamente analizzerà l'impatto della pandemia sui due protagonisti dell'operazione, con lo scopo di mostrare i motivi alla base della condizione di incertezza che ha guidato la trattativa.

L'obiettivo del capitolo è quello di dimostrare l'effettivo impatto che la pandemia ha avuto sull'accordo, in quanto questo è stato raggiunto ad ottobre 2019 e ci si aspettava che l'acquisizione avrebbe avuto luogo a metà del 2020. Tuttavia, l'improvvisa pandemia da Covid-19 ha costretto il gruppo LVMH a tirarsi indietro a settembre 2020, per poi richiedere uno sconto a novembre 2020. Di conseguenza, l'acquisizione ha definitivamente avuto luogo a gennaio 2021.

Il capitolo svolgerà un'analisi sul rendiconto finanziario del gruppo LVMH al 2019 e al 2020 e una valutazione d'azienda di Tiffany & Co. al 2019 e al 2020 con il metodo

del *discounted cash-flow*, con lo scopo di dimostrare gli effetti della pandemia in termini economico-finanziari.

L'obiettivo è proprio quello di verificare come grandi *brands* operanti nel settore del lusso abbiano gestito lo stato di emergenza sanitaria e come lo stop al *retail* ed al turismo e le misure restrittive governative abbiano generato un notevole calo nelle vendite, ma soprattutto come la pandemia abbia influenzato le scelte dei protagonisti dell'operazione, spingendoli verso un maggior ricorso all'indebitamento, una minor tendenza all'investimento e una maggior preservazione della liquidità.

Capitolo 1

Le operazioni di M&A

Con l'espressione *Mergers & Acquisitions* si intende un insieme di operazioni di tipo strategico molto comuni nel mondo della finanza, le quali permettono di modificare l'assetto proprietario di una società e vengono intraprese per motivi di crescita in termini economici o di concorrenza.

Tali operazioni rientrano nel novero delle operazioni straordinarie, ovvero operazioni che si contraddistinguono per il carattere di "eccezionalità" rispetto alla gestione caratteristica della società, quali ad esempio: trasformazione, scissione, conferimento o affitto d'azienda.

In tutti i paesi industrializzati il fenomeno è molto diffuso: i manager dedicano molto tempo alla ricerca di imprese da acquisire e alle possibili minacce di acquisizione da parte di altre imprese¹.

Le ragioni che stanno alla base di tali operazioni possono essere di tipo strategico o finanziario.

Tra le ragioni di tipo strategico rientrano eventuali economie di scala o di scopo, lo sfruttamento di una particolare tecnologia, l'eliminazione di un valido concorrente e l'aumento della quota di mercato.

Tra le ragioni di tipo finanziario, invece, rientra la creazione valore e di benefici economici e fiscali per la società acquirente: è prevista la possibilità di accedere a finanziamenti in maniera meno onerosa, in quanto una struttura sotto forma di gruppo migliora la capacità di reperimento di capitale.

Altre logiche sottostanti sono la possibilità di quotazione in borsa, quale strumento di crescita e miglioramento dell'immagine della società, e di impiego di risorse in eccesso, per cui il ricorso all'operazione avviene a fini speculativi come alternativa rispetto alle tipiche modalità di investimento.

¹ R. A. Brealey – S. C. Myers – F. Allen – S. Sandri, "*Principi di finanza aziendale*", Connect, settima edizione

Le operazioni di M&A oggi sono un elemento chiave da considerare, in quanto fanno parte di strategie di sviluppo e sono tra le attività di business più complesse da intraprendere: esse generano numerosi vantaggi e oggi è possibile ridurre i rischi ad esse connessi tramite la disponibilità di dati e informazioni di mercato, in modo da ottimizzare ogni singola fase del processo e arrivare all'obiettivo primario di creazione di valore².

1.1 La fusione

Per *merger* si intende la **fusione** tra due o più società: essa rappresenta la forma di riorganizzazione e aggregazione aziendale più completa, in quanto comporta l'unificazione dei soggetti sia giuridica che economica: un'impresa assume tutte le passività e le attività di un'altra impresa e, per tale motivo, va approvata dalle assemblee straordinarie di entrambe le entità. Tale operazione, in qualsiasi modalità avvenga, comporta che le imprese partecipanti perdano la loro autonomia giuridica.

La fusione può avvenire “per unione” o “per incorporazione”: nel primo caso, le società partecipanti all'operazione si fondono estinguendosi e dando vita ad una società di nuova costituzione, la quale riceve l'intero patrimonio delle società “fuse”. Di conseguenza, le azioni o quote dei soci delle società estinte vengono annullate e sostituite da quote di partecipazione alla società di nuova costituzione, sulla base di un rapporto di cambio.

Nel caso della fusione “per incorporazione” accade che una prima società (detta incorporante), la quale invece mantiene la propria autonomia giuridica, incorpora una o più società (dette incorporate), le quali cessano di esistere ed entrano nel patrimonio della prima. Anche in questo caso, la società incorporante riceve l'intero patrimonio delle società incorporate e le azioni o quote dei soci delle società estinte vengono annullate e sostituite da quote di partecipazione alla società incorporante.

² Deloitte Report, “*Mergers & Acquisitions: a smart way to grow*”, 2019

La principale differenza tra le due tipologie di operazione è che nel caso della fusione per unione si ha la costituzione di una nuova società; infatti, per motivi di praticità, la fusione per incorporazione resta attualmente la modalità più diffusa.

Quando due società sono legate da un rapporto di controllo e l'incorporante detiene il 100% delle quote dell'incorporata, si applica una procedura semplificata: in questo caso, conseguentemente all'annullamento delle quote dell'incorporata, non saranno assegnate quote di partecipazione all'incorporante. Inoltre, nel progetto di fusione non si richiede l'indicazione del rapporto di cambio o del conguaglio in denaro, delle modalità di assegnazione delle quote e della data dalla quale tali quote partecipano agli utili. Non è richiesta nemmeno la Relazione degli amministratori e la Relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio.

Si ha fusione inversa, invece, quando la controllata incorpora la controllante: di solito accade quando quest'ultima si configura come *holding*, mentre la prima è una società operativa.

La fusione si configura anche come: omogenea, quando avviene tra società dello stesso tipo; eterogenea, nel caso di società di tipo diverso; altro tipo, tra società ed enti di tipo diverso.

Infine, si ha un ultimo tipo di fusione che prende il nome di *Leveraged Buy-out*, ovvero fusione a seguito di un'acquisizione con indebitamento, la quale verrà affrontata in maniera più approfondita nei successivi paragrafi.

1.1.1 Il processo di fusione

Il processo prende avvio con il progetto di fusione, il quale comprende tutti i documenti e le informazioni utili per soci e creditori, quali ad esempio la denominazione sociale, l'atto costitutivo, la modalità di assegnazione di azioni o quote e il trattamento riservato a particolari categorie di soci. La redazione di tale progetto spetta agli amministratori, i quali illustrano anche la Situazione patrimoniale e la Relazione, al fine di mostrare il rapporto di cambio stabilito (e l'eventuale conguaglio in denaro) e le ragioni alla base

dell'operazione. La documentazione deve essere accompagnata da una Relazione di esperti terzi e indipendenti sulla congruità del rapporto di cambio.

Il **rapporto di cambio** è un elemento fondamentale e parte dalla determinazione del valore economico dell'*equity* delle società: esso identifica il numero di quote dell'incorporante (o della società di nuova costituzione) da attribuire ai titolari di quote delle incorporate (o delle società partecipanti alla fusione), in cambio di quelle possedute in precedenza. Tale rapporto, quindi, rappresenta un quoziente di sostituzione delle azioni o quote delle società estinte con le azioni o quote della società risultante dall'operazione³. Esso è influenzato da varie grandezze, quali ad esempio: il tipo di azioni o quote scambiate, il loro valore nominale, il loro valore di borsa (se quotate), il capitale economico delle società partecipanti e l'ammontare del capitale sociale.

Nel caso della fusione per unione, si determina un rapporto di cambio per ogni società partecipante, in base al loro capitale economico W, pari a:

$$RC_{\alpha} = \frac{\frac{W_{\alpha}}{(W_{\alpha}+W_{\beta})} * n.\text{totale di azioni } \gamma}{n.\text{azioni } \alpha} \qquad RC_{\beta} = \frac{\frac{W_{\beta}}{(W_{\alpha}+W_{\beta})} * n.\text{totale di azioni } \gamma}{n.\text{azioni } \beta}$$

Dove α e β sono le società partecipanti all'operazione e γ la società risultante.

Nel caso della fusione per incorporazione, il rapporto di cambio è pari a:

$$\frac{W_{\beta}}{n.\text{azioni } \beta} = \frac{W_{\alpha}}{n.\text{azioni } \alpha}$$

Dove W corrisponde al capitale economico, β è la società incorporata e α è la società incorporante.

Il rapporto di cambio è molto utile soprattutto per permettere la valutazione della convenienza dell'operazione ai soci delle incorporate o delle fuse, in quanto le loro

³ N. Abriani – L. Calvosa – G. Ferri jr – G. Giannelli – E. Guerrera – G. Guizzi – C. Motti – M. Notari – A. Paciello – D. Regoli – G. A. Rescio – R. Rosapepe – M. Stella Richter jr – A. Toffoletto, “*Diritto delle società: manuale breve*”, Giuffrè editore, quinta edizione, 2012

quote verranno annullate, e ai soci delle incorporanti, in quanto, successivamente all'aumento della compagine sociale, vedranno una riduzione delle loro quote di partecipazione. Una volta determinato, esso rappresenta il prezzo delle quote delle società incorporate in termini di quote della società incorporante.

Dopo l'approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea dei soci delle società partecipanti, ha luogo la decisione di fusione e successivamente viene stipulato l'atto di fusione in forma pubblica.

Successivamente ha inizio la fusione, la quale produce i suoi effetti *erga omnes*: la società incorporante o la società risultante prosegue in tutti i rapporti delle società partecipanti, assumendo i loro diritti e obblighi anteriori all'operazione. Si tratta infatti di una successione a titolo universale.

Inoltre, per aversi l'attuazione dell'operazione è necessario il consenso dei creditori o il pagamento di coloro che non hanno dato il consenso o ancora il deposito di tali somme presso una banca.

Infine, per il divieto di assegnazione di azioni o quote, le azioni o quote appartenenti alle società incorporate e possedute sia da queste che dalla società incorporante, vanno annullate. Lo stesso accade anche nel caso di fusione per unione. Successivamente, nel caso in cui post operazione le azioni proprie eccedano il 20% del capitale sociale, quelle in eccedenza vanno annullate (con conseguente riduzione del capitale sociale) o alienate entro un anno.

1.1.2 Le finalità

L'obiettivo principale dell'operazione di fusione è quello di accrescere le dimensioni dell'impresa e di ottenere un beneficio economico, dato dal maggior valore del nuovo sistema rispetto alla somma dei valori delle singole entità.

Le ragioni che stanno alla base di tale operazione possono essere di natura finanziaria: ad esempio, nel caso in cui una delle due società fosse indebitata e l'altra avesse disponibilità di capitali da investire, si potrebbe verificare un miglioramento della

struttura finanziaria; accentrimento di liquidità, compensando le esposizioni passive; infine, un migliore sostegno per la quotazione in borsa.

Altre ragioni possono essere di natura commerciale: acquisire quote di mercato, ridurre la concorrenza oppure offrire nuovi prodotti e integrare la propria linea, rafforzando così la propria presenza sul mercato, come nel caso pratico affrontato nell'elaborato. Di conseguenza, si può ridurre un eventuale effetto di stagionalità delle vendite, grazie alla disponibilità di una maggiore gamma di prodotti⁴.

Ci sono poi motivi di carattere industriale: questi possono essere il miglioramento dell'efficienza produttiva, in termini di utilizzo degli impianti, raggiungendo economie di scala; l'integrazione di diverse potenzialità interne, riducendo i tempi e i costi di approvvigionamento e accentrando le singole funzioni; l'ottimizzazione della gestione delle risorse umane.

Possono esserci ulteriori ragioni di natura strettamente tecnologica, quali: l'ottenimento di brevetti e licenze, l'acquisizione di *know-how* e conoscenze tipiche delle società partecipanti.

Infine, possono esserci motivi di natura fiscale: la possibilità di ridurre l'imponibile fiscale deducendo le perdite della società incorporata.

1.1.3 Gli effetti

La fusione produce i suoi effetti dal giorno in cui l'atto di fusione è iscritto nel Registro delle imprese.

La principale conseguenza è che i patrimoni appartenenti alle società incorporate (o partecipanti alla fusione), i quali erano precedentemente separati, confluiscono in un'unica entità risultante, la quale riceve i beni a valori contabili. Solitamente, tale fase porta alle *differenze da fusione*: queste dipendono dalle cause che le hanno generate e possono essere differenze da concambio o differenze da annullamento.

⁴ G. Buffelli – M. Sirtoli – C. Rossi, “*Le operazioni straordinarie nelle società*”, Giuffrè Editore, 2018

La *differenza da concambio* si verifica a causa dell'aumento di capitale sociale, necessario per assegnare le nuove quote ai soci: è pari alla differenza tra l'aumento di capitale e la quota di patrimonio netto contabile delle società incorporate o fuse. Nel caso in cui tale differenza fosse positiva si parlerebbe di disavanzo, viceversa se fosse negativa si parlerebbe di avanzo. Infine, la differenza da concambio presuppone l'assenza di rapporti di partecipazione tra le società.

La *differenza da annullamento* , invece, si verifica solo in caso di fusione per incorporazione (diversamente dalla differenza da concambio, che può avvenire in caso di fusione sia per incorporazione che per unione) e nel caso in cui l'incorporante abbia una partecipazione nel capitale dell'incorporata. La causa generatrice di tale differenza è l'annullamento della partecipazione posseduta dall'incorporante nell'incorporata: è pari alla differenza tra il valore di tale partecipazione iscritto in bilancio dell'incorporante e la corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata. Anche in questo caso, se la differenza è positiva si parla di disavanzo, viceversa se è negativa si parla di avanzo.

Il disavanzo da annullamento può dipendere dalla rilevazione delle cosiddette “plusvalenze latenti” o di *intangibles*, ad esempio marchi o brevetti, e va imputato al riadeguamento dell'attivo e del passivo a valori correnti. Se successivamente residua un disavanzo, esso va imputato alla voce “avviamento” oppure a conto economico, come costo eccessivo pagato per la partecipazione rispetto al suo valore economico.

L'avanzo da annullamento, invece, può dipendere da: un sovradimensionamento del patrimonio netto dell'incorporata rispetto al suo valore effettivo e va in tal caso imputato ad un riadeguamento di attività e passività; da perdite attese, rappresentando un *badwill*, e viene allocato nelle passività in un fondo per rischi e perdite future; infine, da un valore della partecipazione inferiore al valore dell'incorporata mai riadeguato ai risultati positivi della partecipata e viene imputato tra le riserve di capitale.

1.1.4 *Leveraged Buy-out*

Una particolare operazione di fusione per incorporazione prende il nome di Leveraged Buy-out, ovvero “fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”, introdotta dalla riforma del diritto societario del 2003.

La struttura di tale operazione si compone di: una società veicolo di nuova costituzione (di seguito *newco*), una società *target* e un elevato sfruttamento della leva finanziaria. La *newco*, società con limitati mezzi propri, acquisisce la *target* mediante ricorso all’indebitamento e, con la successiva fusione per incorporazione, tale indebitamento diviene della *target*. Elemento fondamentale di tale modalità, oltre all’indebitamento della *newco*, è che il patrimonio della *target* funge da garanzia per il debito assunto dalla prima: in particolare, i flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa della *target* divengono necessari al rimborso del debito assunto dalla *newco* per l’acquisizione⁵.

Tale operazione deve essere giustificata da valide ragioni e deve garantire la tutela di soci e creditori, fornendo dati e informazioni necessarie ai fini di una corretta valutazione, soprattutto in chiave prospettica. Infatti, la norma prevede che il progetto indichi le risorse previste per le obbligazioni e che la relazione degli amministratori rappresenti le ragioni alla base di tale operazione, con un piano economico finanziario per indicare sia la fonte delle risorse finanziarie che gli obbiettivi che si intendono perseguire.

Una volta portata a termine l’operazione, si spera che la combinazione tra il debito che si converte in capitale proprio e la maggiore operatività delle prestazioni, possa aumentare il valore del business.

I rendimenti finanziari di un *LBO* vengono effettivamente realizzati solo nel momento in cui l’entità viene ceduta ed esistono diversi modi per farlo: vendita strategica, quando il business viene ceduto ad un acquirente strategico, ossia una società che potrebbe trarre vantaggio ottenendo il business; *Initial Public Offering (IPO)*, quindi

⁵ L. Bertoli – R. Perotta, “*Le operazioni straordinarie*”, Giuffrè Editore, 2015

l'impresa viene venduta su mercati pubblici; ricapitalizzazione dei dividendi, che nonostante non costituisca una vendita, è un modo per un fondo di ricevere liquidità dai suoi investimenti; sponsor finanziario, quindi il business viene ceduto ad una società di Private Equity che magari ha un diverso focus e può aiutare l'impresa ad arrivare ad un livello successivo⁶.

1.2 L'acquisizione

Secondo la disciplina civilistica, per “azienda” si intende il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa, mentre per “ramo d'azienda” si intende anche solo una parte dell'intero complesso aziendale, che sia però autonoma dal punto di vista funzionale.

Sulla base di questo, per *acquisition* si intende la vera e propria **acquisizione/cessione** d'azienda (o di ramo d'azienda) e questa si configura come il contratto attraverso il quale il soggetto cedente esercita il trasferimento a titolo oneroso di un'unità organizzativa autonoma, che possa quindi raggiungere uno scopo produttivo con i propri mezzi.

Esistono tre tipologie di acquisizione, ovvero: orizzontale, nel caso di integrazione tra due imprese che operano nella stessa linea di business; verticale, acquisendo il controllo “a monte” verso le materie prime o “a valle” verso i consumatori finali; conglomerale, nel caso di integrazione tra imprese che operano in settori non correlati tra loro. Ognuna di esse presenta delle specifiche finalità.

1.2.1 Il processo di acquisizione

Secondo la norma, il trasferimento deve avvenire con contratto scritto depositato al Registro delle imprese e, se in tale contratto non sono specificati i beni oggetto del trasferimento, vengono trasferiti tutti i beni considerati elementi aziendali funzionalmente utili all'esercizio dell'attività d'impresa.

⁶ P. Pignataro, “*Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity*”, 2014

Per la società cedente, l'operazione è un atto di amministrazione straordinaria, per tale motivo la competenza per la delibera spetta all'assemblea dei soci, i quali si riuniscono in sede straordinaria.

Prima dell'operazione, solitamente viene redatto un contratto preliminare, il quale contiene la premessa di acquistare/cedere l'impresa: questo ha come funzione essenziale quella di individuare il contenuto del contratto definitivo, che le parti stipulano in un secondo momento e che attua il vero e proprio trasferimento.

Per portare a termine l'operazione, una fase fondamentale è quella della valutazione del valore dell'impresa: l'obiettivo è quello di giungere alla definizione di un "valore equo" del complesso aziendale, prendendo in considerazione i tempi, le condizioni dell'impresa, l'oggetto dell'operazione, l'attività svolta e il settore di riferimento. Per fare ciò, esistono diversi metodi di valutazione, ognuno dei quali con specifici pregi e difetti, come il metodo patrimoniale, il metodo reddituale, il metodo misto e il metodo finanziario, ed è molto importante scegliere il giusto metodo al fine di arrivare ad una corretta stima del valore dell'entità e del suo corrispettivo⁷.

1.2.2 Le finalità

Le finalità dell'operazione sono molteplici e ciò dipende anche dal soggetto interessato.

Per l'acquirente, nel caso di un'acquisizione orizzontale, l'obiettivo primario è quello di sfruttare eventuali economie di scala, di crescere quindi di dimensione e incrementare la capacità produttiva, al fine di ridurre i costi di produzione. Nel caso di un'acquisizione verticale, l'obiettivo consiste nell'avere un maggiore controllo sul processo produttivo, incorporando singole fasi di lavorazione e commercializzazione, in modo da assorbire i margini di profitto che spetterebbero a fornitori e clienti. Un'altra ragione potrebbe essere quella di condurre una ricerca più attenta e puntuale circa la qualità dei prodotti e di monitorare personalmente sia il mercato di

⁷ L. De Rosa – M. Iori, "Operazioni straordinarie", Il Sole 24 Ore, 2013

approvvigionamento che di sbocco, oltre alla possibilità di acquisire risorse difficilmente reperibili. Nel caso di un'acquisizione conglomerale, l'acquirente avrebbe anche l'opportunità di ridurre il rischio complessivo d'impresa, in quanto può diversificare l'attività che svolge e i settori a cui si rivolge. L'acquirente, infine, ottiene il vantaggio di acquisire conoscenze, tecnologie e know-how, può eliminare un concorrente e impiegare risorse finanziarie in eccedenza.

Le finalità dell'alienante, invece, tendono ad essere opposte a quelle dell'acquirente. Innanzitutto, egli può intraprendere una cessione ai fini del superamento di uno stato di crisi, oppure gli si può presentare una "offerta non rifiutabile", ossia ad un prezzo superiore rispetto al reddito o flussi di cassa generati dall'imprenditore. Altre motivazioni possono essere l'eliminazione di inefficienze, dovute ad una cattiva gestione, oppure motivi soggettivi, nel caso in cui l'imprenditore desideri lasciare il business e non abbia successori. Infine, l'alienante è spinto ad esercitare la cessione anche in forma di scelta strategica, monetizzando e valorizzando il business gestito e realizzando così un avviamento.

1.2.3 Gli effetti

Una volta terminata l'operazione, la conseguenza primaria è il beneficio economico generato. Tale beneficio economico può rivedersi in un *goodwill*, ossia avviamento, ma talvolta anche in un *badwill*, avviamento negativo. Per comprendere tale aspetto, è necessario calcolare la differenza tra il prezzo pagato per l'*equity* dell'entità acquisita e il valore dell'*equity* espresso a valori correnti: se questa differenza è positiva, si rileva un avviamento, se è negativa, un *badwill*. Talvolta, l'azienda viene acquisita ad un prezzo inferiore rispetto al patrimonio a valori correnti perché vengono considerate in via preventiva le perdite che l'entità genererà successivamente all'acquisizione. Motivo per cui si esercita uno "sconto" sul prezzo d'acquisto. Dall'altro lato, si genera un avviamento quando l'azienda viene acquisita ad un prezzo superiore rispetto all'*equity* perché si considerano i benefici futuri derivanti dall'attività, per cui si attribuisce un maggior valore al complesso aziendale, rispetto al suo valore contabile.

In sintesi, mentre il *goodwill* rappresenta l'attualizzazione dei risultati positivi attesi, il *badwill* rappresenta l'attualizzazione delle perdite future.

L'avviamento generato internamente è rilevabile solo successivamente ad una *business combination*, ovvero un'aggregazione aziendale, disciplinata dall'IFRS 3: tutte le aggregazioni aziendali possono essere viste come operazioni di acquisizione dove è sempre possibile identificare un acquirente⁸. La contabilizzazione avviene attraverso il **metodo dell'acquisto**, secondo cui: si identifica l'acquirente e la data di acquisizione; si determinano il corrispettivo, le attività e le passività assunte e le partecipazioni di minoranza nell'acquisita, da iscrivere nel bilancio dell'acquirente a valori correnti; infine, si rileva in bilancio l'avviamento, pari appunto alla differenza tra il *fair value* del corrispettivo pagato (sommato alla quota di interessi delle minoranze) e il *fair value* delle attività e passività acquisite e separatamente identificabili.

Infine, si verificano anche degli eventuali effetti fiscali, che derivano dalla differenza tra il valore corrente e il valore riconosciuto a fini fiscali per le stesse attività e passività.

Successivamente all'avvenimento dell'operazione, vige il divieto di non concorrenza, secondo cui il cedente, per un periodo di cinque anni, non può iniziare una nuova attività d'impresa che possa sviare la clientela dell'azienda ceduta.

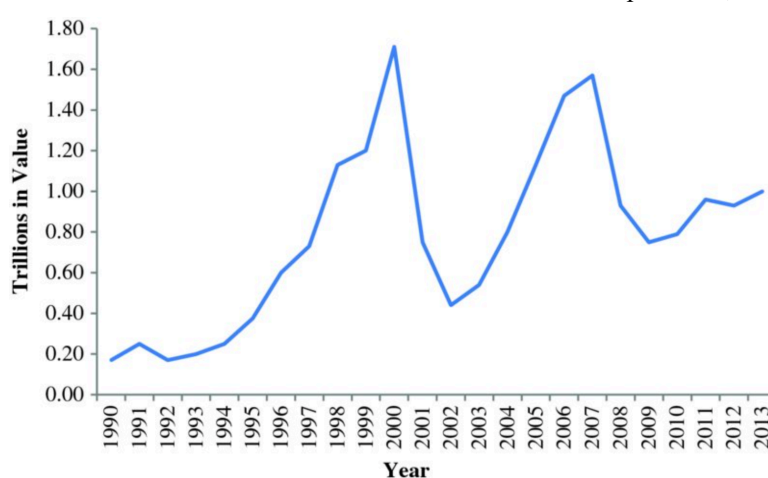
Inoltre, l'acquirente subentra in tutti i contratti del cedente, tranne per quelli a carattere personale, e ad egli sono ceduti anche tutti i crediti, mentre per i debiti è necessario il consenso dei creditori ceduti. In ogni caso, l'acquirente risponde per i debiti precedenti all'operazione che risultino dai libri contabili obbligatori, mentre per quanto riguarda i debiti da lavoro dipendente, cedente e cessionario sono solidalmente responsabili.

⁸ F. Di Lazzaro - T. Fabi - M. Tezzon, "Principi contabili internazionali: temi e applicazioni", G. Giappichelli Editore

1.3 L'evoluzione storica

Le operazioni di M&A hanno mostrato un trend in forte crescita negli ultimi venti anni, tuttavia intervallato da periodi di inattività, a causa dell'alternarsi di boom economici e crisi finanziarie. In particolare, il volume è aumentato negli anni di Internet (1998-1999) e del boom del *private equity* (2006-2007), per poi diminuire e riprendersi successivamente, come mostrato in figura:

Attività nel mercato statunitense M&A in termini di valore delle operazioni, 1990 - 2013



Fonte: Bloomberg & Reuters

Per tale motivo, il mercato M&A si può definire come un “business ciclico”, la cui attività dipende da numerose variabili, quali le valutazioni del mercato azionario, le disponibilità di finanziamento e le visioni ottimistiche dell'economia⁹.

1.3.1 Negli Stati Uniti

Proprio per la definizione di business ciclico, il mercato M&A statunitense è caratterizzato da numerose ondate e ha forse la più lunga storia di attività, che risale al 1880: i principali picchi sono dovuti a fusione per monopolio (1890-1905), fusione per oligopolio (1920) e fusione per scopo di crescita (anni '60). Inoltre, negli anni il mercato americano ha sempre presentato delle differenze rispetto agli altri paesi.

⁹ J.C. Hooke, “*M&A – A practical guide to doing the deal*”, 2014, Wiley

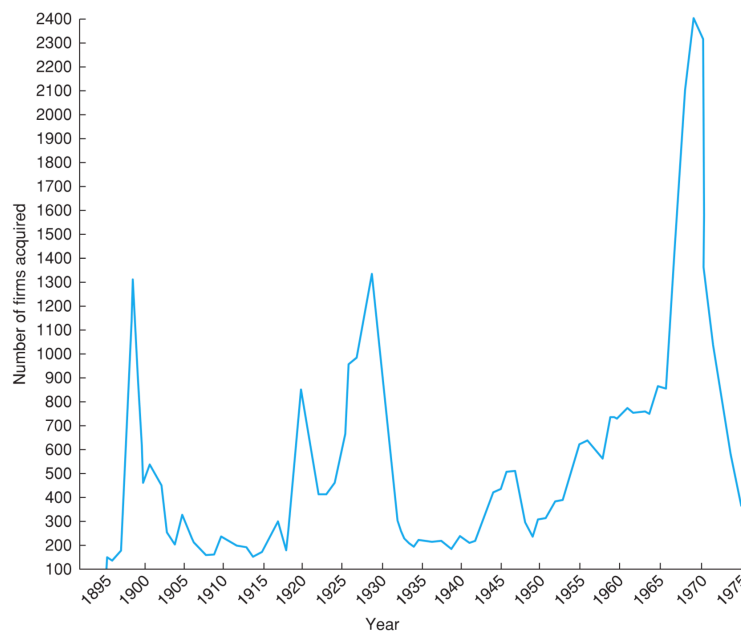
La prima ondata di operazioni è avvenuta tra il 1895 ed il 1907, caratterizzata da un boom orizzontale di fusioni e acquisizioni, in quanto le imprese più grandi tendevano ad acquisire i concorrenti più piccoli. Ciò ha portato alla dominanza di alcune imprese, quali ad esempio la *US Steel* e la *Standard Oil*. Questo primo picco è avvenuto in un periodo di espansione economica, in cui la produzione industriale è cresciuta del 100%: infatti, molti colossi del mondo aziendale statunitense sono nati proprio durante la prima ondata, quali *General Electric*, *Eastman Kodak* e *American Tobacco*.

La seconda ondata è iniziata nel 1920 e finita nel 1929: in questo caso, hanno acquisito popolarità le fusioni verticali, in quanto le imprese avevano l'obiettivo di acquisire fonti di approvvigionamento o i propri clienti. Questo decennio in particolare è stato periodo di prosperità economica e ha visto la nascita di nuove tecnologie: di conseguenza, l'aumento del prezzo delle azioni ha portato all'aumento di operazioni di fusione e acquisizione. Tuttavia, questa è stata un'ondata più contenuta, in quanto ha coinvolto meno del 10% degli *asset* dell'economia, rispetto al 15% dell'ondata precedente. Inoltre, nel 1911 la Corte Suprema degli Stati Uniti ordinò lo scioglimento della *Standard Oil*, formatasi durante la prima ondata, e i monopoli di mercato furono definiti come illegali. Tale ondata terminò poi con il crollo della borsa di *Wall Street* del 1929.

La terza ondata inizia nel 1960 e termina nel 1973: successivamente alla Seconda Guerra Mondiale, c'è stato un costante aumento di operazioni di M&A. In particolare, con l'introduzione della teoria del portafoglio negli anni '50, le grandi società decisero di aumentare il valore del loro capitale e ridurre il rischio al minimo, unendosi ad altre imprese operanti sul mercato. In questa ondata, infatti, la maggior parte delle operazioni di fusione e acquisizione erano indipendenti e finalizzate all'obiettivo primario di crescita e diversificazione.

Nuovamente, un crollo del mercato azionario, provocato dalla crisi petrolifera del 1973 indotta dall'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio (OPEC), ha posto fine alla terza ondata.

Prime tre ondate nel mercato M&A statunitense, 1895 - 1975



Fonte: M.S. Salter – W.A. Weinhold, *Diversification Through Acquisitions*, The Free Press, 1979

La quarta ondata di operazioni è avvenuta tra il 1982 e il 1989: questa è una delle più significative per il mercato, perché è caratterizzata dalla scelta di *Corporate America* di utilizzare le operazioni di M&A come mezzo per aumentare i propri ricavi e guadagni. In questo periodo, alcuni dirigenti aziendali avevano pregiudizi sulle operazioni di M&A, perché le reputavano come un'ammissione da parte degli acquirenti che il loro *business* era debole. Allo stesso tempo, il fenomeno ha continuato a crescere grazie alle ristrutturazioni aziendali ed alle acquisizioni ostili, finanziate spesso tramite “obbligazioni spazzatura”. In particolare, questa ondata era caratterizzata da acquisizioni e disinvestimenti: molte società si sono impegnate ad espandere le attività che offrivano un maggior vantaggio competitivo e a disinvestire da quelle che avevano basse possibilità di offrirlo. Le caratteristiche principali di questo periodo sono: l'emergere di offerte pubbliche ostili; un elevato livello di disinvestimenti, per quelle imprese che perseguivano una strategia di concentrazione sulle attività principali; un regime antitrust più favorevole; lo sviluppo di società di *private equity*.

L'ondata viene poi fermata dal crollo del *Black Monday* del 1987, quando il mercato azionario statunitense scese del 22%, e dal mancato accordo da oltre 7 miliardi di dollari per la *United Airlines* del 1989.

Nella quinta ondata, tra il 1992 e il 2000, il mercato azionario e l'economia statunitensi hanno trascorso un periodo di espansione, grazie anche al boom di internet ed ai prezzi elevati delle azioni high-tech: la presenza di valutazioni di azioni molto elevate ha portato ad un conseguente aumento di operazioni di M&A. Infatti, la quinta ondata resta la più importante e con le percentuali più elevate: con un picco nel 1998, il valore delle operazioni era di 1.6 trilioni di dollari, rispetto al precedente picco di 343 miliardi di dollari del 1988. Questa ondata è stata caratterizzata da: globalizzazione dei prodotti; nuovi sbocchi commerciali internazionali; deregolamentazione di banche e industrie automobilistiche.

Tuttavia, verso la fine del 2000, l'indice S&P ha perso il 50% del suo valore e le ondate di operazioni sono diminuite.

La sesta ondata, infine, va dal 2004 al 2007: successivamente al crollo del 2000-2002, le società e gli investitori ripresero con le operazioni di fusione e acquisizione; infatti questa ondata ha presentato una percentuale di accordi molto più elevata ed in particolare le *LBOs* hanno avuto un ruolo di rilievo. In questo caso, le caratteristiche fondamentali sono state l'emersione degli *hedge funds* e l'attivismo degli azionisti.

Un altro fattore chiave è stato l'approvazione del *Sarbanes-Oxley Act* nel 2002, come reazione agli scandali finanziari che hanno coinvolto società come *Enron* e *Tyco*: tale legge ha aumentato le responsabilità di monitoraggio da parte del consiglio di amministrazione.

Successivamente, si è avuta la crisi finanziaria globale del 2007-2008, dalla quale il mercato M&A si è ripreso molto lentamente.

Durante queste ondate, un gruppo di professionisti americani ha creato una vera e propria industria dell'M&A e vi ha impiegato decine di migliaia di persone, la cui funzione è quella di fornire servizi di consulenza, al fine di completare con successo le operazioni messe in atto da imprese operative, fondi di *private equity* e altre entità.

1.3.2 Negli altri paesi

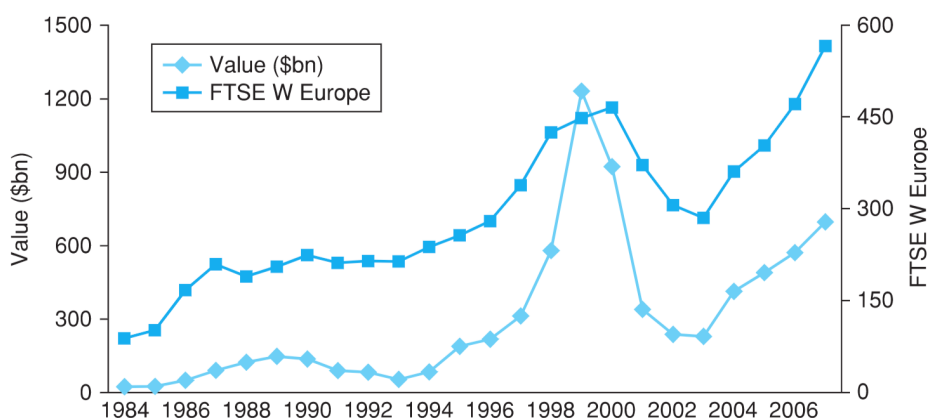
Come gli Stati Uniti, molti altri paesi hanno registrato periodi di intensa attività di fusioni e acquisizioni, seguiti da successivi crolli.

Nello specifico, i paesi appartenenti all'Unione Europea hanno registrato un aumento di operazioni di M&A a partire dal 1984: ci sono state due principali ondate, la prima che va dal 1986 al 1992, la seconda dal 1996 al 2002.

Nella prima ondata, di minore entità, il valore delle fusioni è passato da 50 miliardi di dollari nel 1986 a 147 miliardi di dollari nel 1989, per poi scendere a 52 miliardi di dollari nel 1993.

Nella seconda ondata, il valore è salito a 1231 miliardi di dollari nel 1999, per poi calare a 237 miliardi nel 2002.

Ondate M&A nel mercato europeo in termini di valore e andamento del mercato azionario, 1984 – 2007



Fonte: Thomson Reuters

La figura, oltre a mostrare l'andamento del valore delle operazioni di M&A, mostra anche il livello del mercato azionario europeo definito dal *Financial Times Stock Exchange Western European Index (FTSEWE)* tra il 1984 e il 2007: esiste un sorprendente parallelismo tra l'andamento del mercato azionario e le ondate di fusioni e acquisizioni in termini di valore degli accordi.

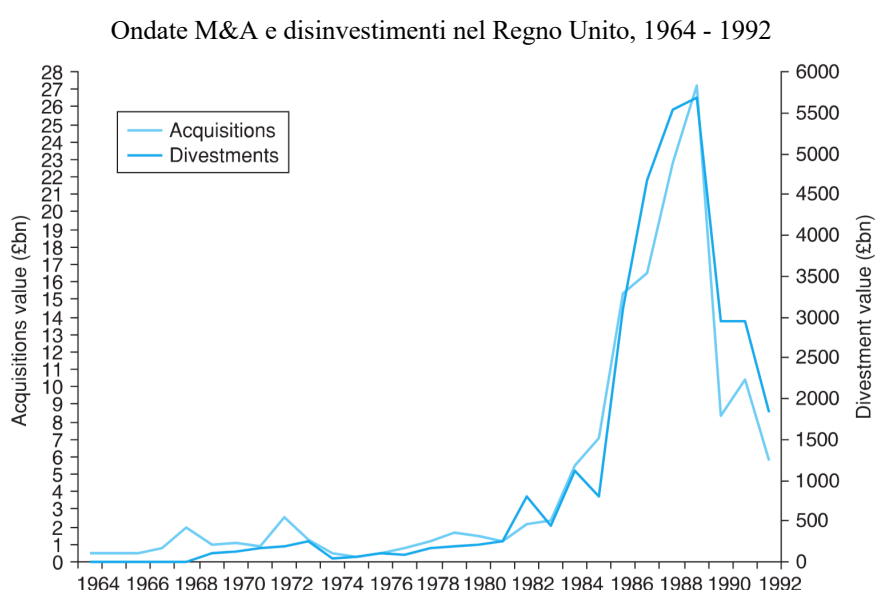
A partire dagli anni 2003-2004 si ha una forte ripresa nel settore delle acquisizioni, fino al 2007: in particolare, le fusioni di imprese provenienti dagli stati membri dell'Unione Europea rappresentano una porzione stabile del 12-19%. Allo stesso

tempo, mentre le acquisizioni di imprese europee da parte di imprese non europee si presenta anch'essa stabile (10-16%), le acquisizioni di imprese non europee da parte di imprese europee è aumentata dall'8% al 17%. Questo dimostra il grande livello di globalizzazione, ma anche una maggiore spinta strategica verso l'esterno da parte delle imprese europee.

Tradizionalmente, il Regno Unito si è distinto tra tutti i paesi europei, tanto da essere definito il secondo mercato M&A al mondo, dopo gli Stati Uniti: nel periodo tra il 1991 e il 2001 esso ha rappresentato il 31% dell'attività di M&A dell'Unione Europea, mentre Germania, Francia, Italia e Spagna solo una piccola percentuale.

L'Italia e i Paesi Bassi hanno sperimentato fusioni con alcune grandi società nel settore dei servizi finanziari, ad esempio la fusione da 88 miliardi di dollari di Intesa e San Paolo del 2007 o l'acquisizione da 30 miliardi di dollari di Capitalia da Unicredit del 2007.

Il Regno Unito condivide molte somiglianze con gli Stati Uniti, anche in termini di flessibilità normativa nei confronti di fusioni e acquisizioni: l'attività parte nel 1960, con picchi nel 1968, 1972 e 1989. Il valore nominale delle fusioni nel 1968 era di circa 1.95 miliardi di sterline, aumentato a 2.5 miliardi nel 1972, fino ad arrivare ad un picco più elevato di 27 miliardi nel 1989.



Fonte: "Acquisitions and mergers in the UK", Central Statistical Office Bulletin, London, 1993

La prima ondata è caratterizzata per la maggior parte da operazioni orizzontali, mentre la seconda ondata da operazioni conglomerali, portando così ad una tendenza verso la diversificazione.

La terza ondata ha realizzato una ristrutturazione non solo delle industrie manifatturiere, ma anche dei servizi finanziari: in questo periodo, le banche statunitensi hanno portato le loro competenze in consulenza sulle fusioni e acquisizioni, così come ulteriori tecniche di acquisizioni con finanziamento (*LBOs*).

Negli anni '90, il Regno Unito sperimenta la quarta ondata: molti settori vengono privatizzati, come l'acqua, il gas e l'elettricità, e si assiste alla deregolamentazione delle telecomunicazioni. Molte imprese hanno così intrapreso operazioni di M&A, come Zeneca, la quale si è fusa con l'azienda farmaceutica svedese per formare *AstraZeneca*, oppure Vodafone, che è diventata la più grande compagnia di telefonia mobile al mondo dopo aver acquisito *Airtouch* negli Stati Uniti e *Mannesmann* in Germania.

Infine, anche nel Regno Unito si vede una ripresa del mercato M&A dal crollo del 2001, ma l'ondata degli anni '90 risulta ancora essere la più grande della storia.

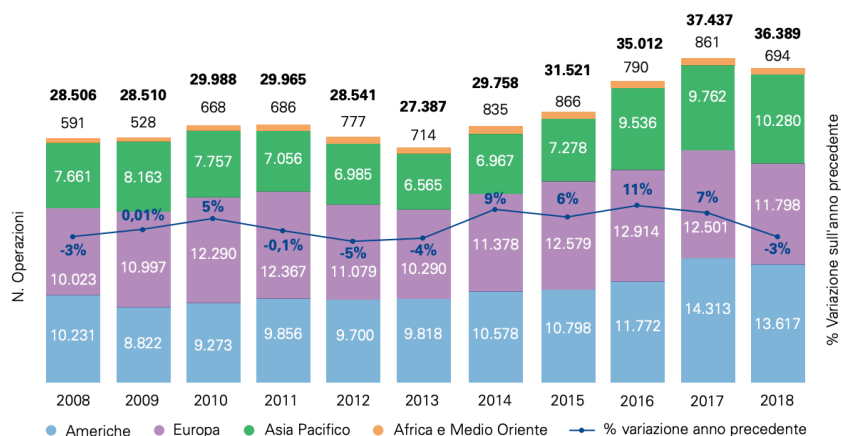
1.4 Il mercato M&A

Le operazioni di M&A rappresentano un'attività economica sempre più diffusa e il mercato in cui avvengono è in continua espansione: basti pensare che le fusioni e acquisizioni annunciate nel 2013, secondo Thomson Reuters, ammontano ad un valore totale di 2.4 trilioni di dollari, fino ad arrivare ad un valore di oltre 3.1 trilioni nel 2019¹⁰.

Mentre la figura, riportata nel report KPMG “M&A: i mega *deal* infiammano il mercato” del 2018, mostra il mercato mondiale M&A dal 2008 al 2018, in particolare il numero di operazioni completate per area geografica.

¹⁰ KPMG Report, “*Report M&A: record di operazioni in Italia*”, 2020

Mercato mondiale M&A 2008 – 2018: numero operazioni completate per area geografica del target



Fonte: elaborazioni KPMG *Corporate Finance* su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

I numeri sono molto elevati, soprattutto se si considera che non tutte le operazioni generano valore per gli offerenti. Per cui, sono nate molte teorie che spiegano quali sono gli incentivi che spingono gli acquirenti a concludere ugualmente la transazione: alcuni di questi sono il potere di mercato, il miglioramento dell'efficienza produttiva e la complementarità degli *asset*.

Un ulteriore elemento è la formazione di sinergie: secondo Burney, la parola “sinergia” deriva dal greco e significa “lavorare insieme”, ciò indica che se due imprese si fondono, il valore dell'impresa che emerge è maggiore della somma dei valori delle singole imprese. Ci sono molti studi empirici che dimostrano questo e ne parlano anche le più grandi società di consulenza: infatti, KPMG sostiene che “senza sinergie, è improbabile che un'operazione di M&A realizzi un aumento di valore per gli azionisti”¹¹.

In particolare, è stato dimostrato come anche la posizione geografica di un'impresa influisca sulla maggiore possibilità di esercitare un'operazione di fusione o acquisizione sul mercato, perché gli accordi implicano la necessità di trasmissione delle informazioni, dunque una migliore comunicazione può aiutare l'acquirente e il destinatario a creare valori più elevati per entrambe le parti¹².

¹¹ KPMG, “*Synergies: A business guide report*”, 2011

¹² C. Ye – T. Xuan, “*Location, Proximity and M&A Transactions*”, 2016

In genere, nel mercato possono esserci transazioni piccole o grandi: oggi, le grandi transazioni, che coinvolgono le società quotate in borsa, raccolgono maggior attenzione da parte dei media, in quanto rappresentano il 60% del volume in dollari, con circa 35.000 accordi globali l'anno. Tuttavia, la maggior parte delle transazioni riguarda società private o divisioni di società quotate in borsa, con entrate annuali inferiori ai 100 milioni di dollari¹³.

In un mercato M&A in continua evoluzione è stata inevitabile la formazione di grandi gruppi di società, indipendenti dal punto di vista legale ma unite dal punto di vista economico: essi si sono diffusi principalmente in Giappone, negli Stati Uniti, in Francia e nella maggior parte dei “mercati emergenti”¹⁴.

1.4.1 Il mercato M&A mondiale

Gli Stati Uniti e il Canada attualmente rappresentano i paesi in cui avvengono maggiormente operazioni di fusione e acquisizione, in quanto la normativa è molto favorevole.

I paesi definiti come “altamente industrializzati”, invece, rientrano in Europa Occidentale, Giappone e Australia, i quali, rispetto agli Stati Uniti, hanno una minore percentuale di operazioni di M&A sul reddito nazionale.

Volume delle operazioni M&A per valore, Dicembre 2013

Region	%
United States and Canada	44
Western Europe	21
Japan/Australia	12
Emerging Markets	18
	100

Fonte: Bloomberg

¹³ Bloomberg, “Global Financial Advisory – Mergers & Acquisitions Ranking”, 2013

¹⁴ Nabyla Daidj, “Strategy, Structure and Corporate Governance - Expressing inter-firm networks and group-affiliated companies”, Taylor and Francis, 2016

Nello specifico, sono le società quotate che spesso ricorrono a tali operazioni perché, rispetto alle piccole imprese private e a conduzione familiare, sono sottoposte ad una maggiore pressione per la crescita dei ricavi. Ma c'è una grande disparità, in quanto, rispetto alla situazione degli Stati Uniti, non solo le società quotate negli altri paesi sono meno presenti, ma vige anche una politica di regolamentazioni che interviene più frequentemente nel mercato M&A, ritardando un gran numero di accordi.

Il mercato italiano, in particolare, si contraddistingue per un numero di operazioni di *middle market* contenuto e un obiettivo principale di consolidamento industriale, soprattutto nel mondo delle PMI, dove la crescita rimane la priorità strategica. Inoltre, nel tempo si è notato come in questo mercato le imprese tendono ad essere orientate a *target* al di fuori del territorio nazionale: ciò prende il nome di attività *cross-border*, ovvero operazioni di fusione o acquisizione tra società operanti in mercati geografici distinti. Tale fenomeno di internazionalizzazione tramite le M&A dimostra il grado di integrazione con il resto del mondo, rappresentando un progressivo allargamento del mercato per le aziende italiane.

Un caso particolare è quello del Giappone, terza economia più grande al mondo: il Giappone non ha mai accettato l'idea di M&A in stile americano e ha permesso il formarsi di grandi gruppi con acquisizioni sia verticali che orizzontali, chiamati *keiretsu*, resistendo con successo al concetto di competenze chiave che portano alla crescita di *mergers and acquisitions* nelle altre nazioni.

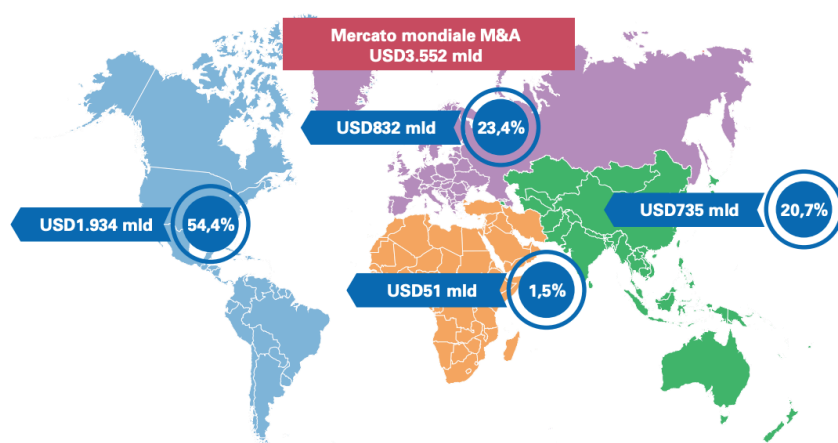
In Australia, invece, le aziende rappresentano delle ottime opportunità per acquisire importanti risorse tecnologiche e per fare ottimi affari a prezzi competitivi: in particolare, secondo un'analisi di *Pitcher Partners*, le opportunità di trovare accordi nel mercato australiano sono più elevate rispetto alle regioni asiatiche.

Per quanto riguarda la categoria dei “mercati emergenti” nel mondo delle M&A, ovvero paesi poveri con un reddito pro capite al di sotto di 9.000 dollari, la loro influenza nel mercato è sopravvalutata, in quanto questi rappresentano solo il 35% del PIL globale. La maggior parte di aziende appartenenti a questi paesi ricorrono al modello di impresa familiare, fattore che limita l'acquisizione, ma alcune, avendo

superato i mercati interni, cercano ugualmente opportunità di espansione all'estero. Infatti, negli ultimi dieci anni, i gruppi di società hanno rappresentato il 90% delle 50 maggiori compagnie per ricavi in India ed il 40% in Cina¹⁵.

Nel caso della Cina, inoltre, il mercato M&A è fortemente regolamentato dal governo, il quale teme l'avvio di bolle speculative, e molte aziende tendono ad essere controllate dallo Stato. Lo stesso vale per molte imprese della Russia, le quali affrontano ostacoli normativi: sono infatti previste delle specifiche restrizioni per quelle imprese locali che acquisiscono al di fuori del territorio russo.

Mercato mondiale M&A 2018: controvalore per area geografica del target e incidenza % sul mercato complessivo



Fonte: elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters (M&A completed, target)

La figura, riportata in un report KPMG, mostra il controvalore delle operazioni per area geografica e l'incidenza in percentuale sul mercato complessivo nel 2018: ciò dimostra come l'America rimanga la prima *contributor* del mercato M&A mondiale, mentre l'Europa e l'Asia Pacifico contribuiscono in percentuali minori.

1.4.2 Il *wave pattern*

Una delle caratteristiche fondamentali del mercato di fusioni e acquisizioni è il “*wave pattern*”, ossia il fatto che esse alternano periodi in cui si verificano e periodi di inattività. Tale caratteristica è stata osservata negli Stati Uniti oltre un secolo fa, nel

¹⁵ Fonte: McKinsey, 2015

Regno Unito all'inizio degli anni '60 e in Europa più recentemente, e potrebbe essere dovuta a diversi fattori: shock economici e successiva ripresa oppure semplicemente innovazioni tecnologiche o cambiamenti politici, sociali e demografici.

Negli ultimi anni sono emerse diverse teorie per fornire una spiegazione a tale fenomeno e sono state sottoposte a diversi test empirici. Queste possono essere distinte in teorie economiche razionali e teorie economiche comportamentali. Le teorie razionali, chiamate anche “neoclassiche”, dimostrano che queste ondate di fusioni e acquisizioni si verificano a causa di sconvolgimenti economici che causano differenze, in termini di valutazione, tra le realtà aziendali: i manager, nello svolgere tali operazioni, sono spinti dall'obiettivo di massimizzare il valore dell'azienda nel lungo periodo. Mentre le teorie comportamentali dimostrano che le ondate sono dovute a periodi di valutazione errata o irrazionale da parte dei mercati e che ci sia una sorta di opportunismo da parte dei manager degli acquirenti: essi approfittano della sopravvalutazione del titolo e ne traggono così vantaggio, impegnandosi a portare a termine l'operazione.

Oggi non è ancora chiara la ragione che ha comportato una tale caratteristica del mercato M&A, ma certamente sono molte le variabili che influiscono sulla frequenza di queste operazioni. Una di queste, ad esempio, rimane l'andamento del mercato azionario, in quanto i coefficienti di correlazione tra il livello del mercato e il valore delle acquisizioni sono molto alti: 0,94 per gli Stati Uniti, 0,92 per l'Europa e 0,81 per il Regno Unito¹⁶. Di conseguenza, è appurato che una valutazione elevata delle azioni può facilmente indurre una società ad utilizzarle come corrispettivo per acquisire una società *target*.

1.5 Le strategie di crescita

La spinta primaria delle operazioni di M&A è l'obiettivo di crescita: la struttura del mercato e la sua competitività orientano le imprese alla riorganizzazione verso nuovi obiettivi, come lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, l'introduzione di logiche

¹⁶ S. Sudarsanam, “*Creating value from mergers and acquisitions*”, Pearson, 2011

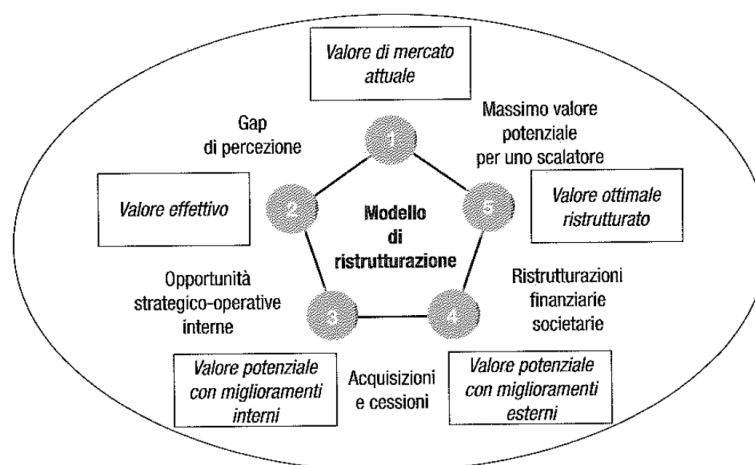
distributive alternative e l'ampliamento del mercato di sbocco. Inoltre, talvolta proprio le grandi e affermate imprese riescono a superare momenti di crisi e difficoltà, rispetto alle più piccole. È evidente quindi, che l'obiettivo primario di ogni entità che esercita un'operazione di M&A sia quello di crescere: nello specifico, le principali metodologie di crescita sono la creazione di valore, la crescita esterna e la crescita interna.

1.5.1 La creazione di valore

La creazione di valore è alla base della crescita aziendale e, per comprenderla, ci si può ricondurre al modello delle “leve di valore”¹⁷, il quale si presenta molto articolato e individua sei aree di intervento come possibili modi per creare valore, tra le quali vi è anche l'opzione di acquisizione. In relazione a tale modello, le imprese devono essere in grado di valutare quale leva le fornisca ampia possibilità di manovra, il più alto livello di risultato e i minori tempi di risposta.

Esistono anche altri modelli, meno articolati, ma più sintetici e chiari, come quelli proposti da grandi società di consulenza, ossia McKinsey e PriceWaterhouseCoopers. Nel modello di McKinsey, è stata data attenzione al concetto di differenziale progressivo di valore, in modo da giungere al massimo valore potenziale per l'impresa.

Modello di McKinsey per la valutazione delle opportunità di creare valore



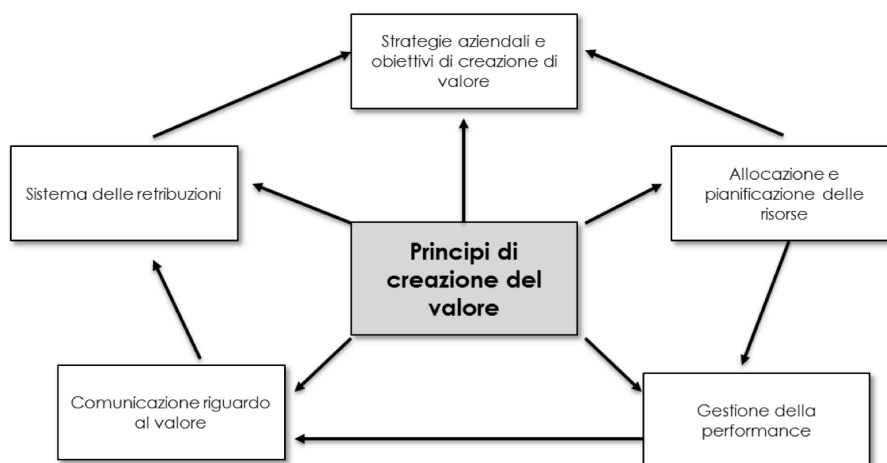
Fonte: T. Copeland – T. Koller – J. Murrin, *Valuation: measuring and managing the Value of Companies*, New York, Wiley, 1990

¹⁷ Brugger, “L’analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese”, 1994

Secondo tale modello, è importante che essa percepisca la presenza di ulteriori spazi di miglioramento e che intervenga di conseguenza. Infatti, nel passaggio da una fase all'altra, l'impresa deve identificare il "gap di valore" e colmarlo.

Il modello di Pwc, invece, si basa su un'ottica principalmente strategica e organizzativa: ci sono alcune leve diverse dal modello precedente, ad esempio l'allocazione e la pianificazione delle risorse, mentre altre rappresentano la presenza di un parallelismo.

I cinque passaggi chiave secondo il modello PriceWaterhouseCoopers



Fonte: Pwc, materiale interno

Un ultimo metodo è quello dell'*Economic Value Added (EVA)*: con risultati simili al DCF, esso è utilizzato per la valutazione dei progetti di investimento e anche in ambito di valutazione aziendale, per quantificare la creazione di valore. Questo metodo mette in relazione il capitale investito con il ROIC¹⁸ e con il costo medio ponderato del capitale (WACC). Si riesce quindi a percepire la creazione di valore in quanto da un lato è collegata all'efficienza finanziaria, dall'altro all'efficienza operativa.

¹⁸ *Return on Invested Capital (ROIC)*: indice di redditività che indica il rendimento percentuale sul capitale investito, pari al rapporto tra il Reddito Operativo e il Capitale Investito Netto

1.5.2 La crescita esterna ed interna

La crescita esterna si pone spesso in contrasto con la crescita interna, motivo per cui vanno svolte analisi di fattibilità, che mettano a confronto i pro e i contro delle due alternative. Per fare ciò, vanno considerati diversi aspetti, come il profilo di rischio, la numerosità delle variabili e delle alternative e l'estensione dei loro effetti.

Rispetto alla crescita esterna, la crescita interna offre una grande quantità di alternative perseguibili, quindi il processo di scelta risulta più semplice. Mentre diventa difficile confrontare le due alternative in relazione al grado di rischio, il quale si presenta molto differente tra la crescita esterna e la crescita interna.

Un'altra caratteristica particolare è che la crescita interna è reversibile e ha costi di uscita sopportabili, mentre l'esterna è a tutti gli effetti un'iniziativa irreversibile e con costi di uscita molto elevati.

Per evitare che le scelte di *make or buy* non riescano a giungere ad una conclusione corretta, sono stati definiti dei fattori che orientano la scelta: per la crescita interna questi sono l'efficienza localizzativa, il corretto dimensionamento degli investimenti e il processo decisionale agevole; per la crescita esterna sono il superamento di barriere all'ingresso, ampie potenzialità sinergiche e la possibilità di acquisire risorse scarse.

La crescita interna presenta maggiori vantaggi, per la sua flessibilità e per le possibilità di scegliere il livello di tecnologia più funzionale, di programmare e prevedere facilmente effetti e di realizzare economie nei costi e nei tempi di transazione.

Dall'altro lato, è evidente che la crescita esterna sia poco flessibile, in quanto genera problemi di riorganizzazione produttiva, il percorso decisionale è complesso e può aversi il caso in cui l'acquirente si ritrovi in possesso di attività e beni non funzionali, dai quali non si può prescindere per via di vincoli contrattuali, e questa limitazione ha un'influenza anche sul prezzo.

Esiste anche una terza opzione, la “crescita contrattuale”, ossia una via intermedia tra la crescita interna ed esterna, la quale accomuna le loro caratteristiche tipiche: questa è conosciuta anche come “alleanza strategica”¹⁹.

1.5.3 L'alleanza strategica

Con l'alleanza strategica si investono risorse in una terza società controllata insieme ad altri *partner* a fini strategici.

Sempre più frequentemente, l'alleanza strategica è stata considerata come una soluzione anticipativa di una successiva acquisizione, per verificarne preventivamente la bontà de presupposti. Infatti, per molti manager, l'alleanza strategica è il primo passo per diminuire il rischio di insuccesso di un'acquisizione, oltre ad essere molto flessibile e facilmente reversibile.

In una ricerca sulle M&A di Colombo e Conca del 2002, si dimostra come l'alleanza strategica produca effetti molto positivi nei primi anni post-acquisizione e come questi aumentino nel tempo, rispetto alle operazioni esercitate senza una preventiva alleanza. Un'ulteriore ricerca svolta dall'Osservatorio M&A dell'Università Bocconi ha dimostrato che su un campione di 368 imprese italiane che hanno stretto delle alleanze strategiche, un terzo di esse ha proseguito con un'acquisizione, mentre solo il 7% è arrivato alla rottura del rapporto.

Alla luce di tali dati, si può concludere che le alleanze strategiche non solo spingono a favore dell'acquisizione, ma migliorano anche i rapporti tra i contraenti, influenzando positivamente sulle *performance* aziendali.

1.6 L'importanza della valutazione d'azienda

Uno dei primi passi nell'esercitare un'operazione di fusione o acquisizione per l'acquirente è di valutare attentamente il contributo che una tale operazione può fornirgli e di dimostrare perché due entità starebbero meglio insieme che separate.

¹⁹ V. Conca, “Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita”, 2010

Quindi è sempre necessario che l'acquirente proceda ad un'attenta valutazione preventiva dell'azienda *target*, al fine di fare una giusta stima del prezzo e una scelta di investimento consapevole, che gli permetta di conseguire grandi vantaggi.

Inizialmente, l'obiettivo è quello di definire un profilo ideale di riferimento dell'impresa da acquisire, in modo tale da identificare rapidamente le entità che rispondono ai requisiti predefiniti.

Il processo parte poi da un'analisi storica della *performance* dell'azienda target: ciò permette all'acquirente di acquisire una conoscenza di base dell'entità, in modo da avere una maggiore sicurezza sui suoi risultati operativi. Questa analisi si concentra sui risultati storici, poiché il 95% delle proiezioni future si basa sulle esperienze passate ed è per questo motivo che l'analisi finanziaria storica è una parte fondamentale della fase iniziale.

Le materie prime da cui un acquirente parte per svolgere la sua analisi storica sono il conto economico, lo stato patrimoniale e la nota integrativa. Di conseguenza, l'analisi permette di ottenere degli strumenti utili per la valutazione delle prestazioni aziendali, ovvero: il livello delle vendite, le variazioni degli importi, le variazioni percentuali di crescita e i *ratios* finanziari, i quali possono essere di profittabilità, di credito e di crescita. In genere, questi elementi vengono utilizzati per un orizzonte temporale di cinque anni.

Tuttavia, ogni situazione è unica: bisogna selezionare specifici dati, in quanto ogni impresa ha dei *ratios* più significativi, un settore di riferimento e degli specifici *trend*. Per questi motivi, “molti degli strumenti utilizzati per valutare le performance di un'azienda sono confrontati con gli stessi dati per altre compagnie operanti nello stesso settore”²⁰ e uno di questi può essere ad esempio la dimensione dell'impresa.

Ma bisogna considerare anche potenziali cambiamenti nell'offerta dei prodotti, nei prezzi e nelle tecnologie. Questo in quanto “anche quando le imprese operano nello stesso settore, possono avere delle caratteristiche uniche che le contraddistinguono”²¹.

²⁰ Intervista a Jennifer Cameron, Presidente di *Verdant Analysis Inc.*, società di Analisi Fondamentale

²¹ Bob Carlin, CEO *Diabetes America*, 2013

Raccogliere i dati prendendo in considerazione questi ulteriori fattori permette all'acquirente di risparmiare molto tempo e di avere una valutazione più coerente, poiché l'interpretazione dei risultati di un'azienda va oltre le informazioni contenute nel bilancio.

Dopo un'attenta analisi storica, si realizza una previsione di 5 o 10 anni: prendendo in considerazione anche come la *target* finanzia le sue operazioni, l'acquirente arriva a stimarne l'*equity*. Inoltre, è molto comune nel mercato M&A che l'acquirente valuti anche diversi scenari, come un caso ottimistico e uno pessimistico, il primo caratterizzato dall'assenza di recessione e una concorrenza moderata, e il secondo caratterizzato da recessione e competizione sui prezzi.

Il mercato M&A, per arrivare a queste stime, solitamente utilizza quattro diverse metodologie finanziarie di valutazione, ossia: il *discounted cash-flow*, *comparable public companies*, *comparable acquisitions* e *Leveraged Buyouts*, ognuno dei quali con i suoi pro e contro. Oltre ai metodi di valutazione finanziari, ci sono anche metodi reddituali, patrimoniali e misti.

Data la complessità della valutazione e la specificità dei casi, è importante che l'acquirente scelga il giusto metodo: tuttavia, spesso accade che egli li utilizzi tutti e quattro, in modo da giungere ad una corretta scelta di investimento.

La ponderazione che i professionisti di M&A attribuiscono ai quattro metodi è la seguente:

Tipica ponderazione per i quattro metodi di valutazione attribuita dagli analisti

Valuation Methodologies	M&A Industry Weighting
Discounted cash flow	20%
Comparable public companies	20
Comparable acquisitions	50
Leveraged Buyout	10
	100%

Fonte: J. C. Hooke, "*M&A: a practical guide to doing the deal*", Wiley, 2014

L'acquirente, successivamente alla valutazione dell'*equity* della target, non può prescindere dalla valutazione delle sinergie, quale punto focale del processo e che suscita interesse specialmente per gli acquirenti industriali. L'acquirente individua le sinergie realizzabili, i tempi e gli effetti sul piano economico, un *payback period* e il grado di rischio associato. Successivamente, redige un piano di lavoro di medio-lungo termine, che possa prevedere le modalità di sfruttamento delle competenze e di integrazione delle due strutture.

In conclusione, è evidente che il valore dell'azienda dipenda tanto da elementi oggettivi quanto da elementi soggettivi e che sia necessario prenderli entrambi in considerazione in fase di valutazione. Dopodiché, si può giungere alla definizione di un prezzo di vendita: esso è frutto di un processo lungo e articolato, influenzato da numerosi aspetti, ad esempio fattori finanziari, strategici e fiscali, ma ancora più importanti sono il potere negoziale dei contraenti e il loro atteggiamento.

In definitiva, il prezzo si colloca tra il valore dell'azienda come realtà a sé stante e la somma tra questo ed il valore dei benefici per l'acquirente:

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Valore dell'azienda} \\ \text{come realtà a se} \\ \text{stante} \end{array}} \leq \boxed{\text{Prezzo di} \\ \text{vendita finale}} \leq \boxed{\begin{array}{c} \text{Valore} \\ \text{dell'azienda come} \\ \text{realtà a se stante} \end{array}} + \boxed{\begin{array}{c} \text{Valore dei benefici} \\ \text{per l'acquirente} \end{array}}$$

Come detto in precedenza, ciò può dipendere anche dal potere contrattuale, in quanto il prezzo tende verso la controparte che ha maggior forza contrattuale: ad esempio, il venditore ha un elevato potere contrattuale quando la sua azienda sia dotata di caratteristiche difficilmente reperibili sul mercato, mentre ne ha di meno quando ha la necessità di vendere in tempi rapidi per ragioni finanziarie, oppure quando il contesto competitivo genera per lui una condizione di svantaggio²².

²² AIFI Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital – M. Tanzi Marlotti, “Guida M&A – Come valutare, acquistare e cedere un'azienda”, 2012

È evidente come le operazioni di M&A siano aumentate notevolmente negli anni, ma è stato dimostrato che, anche un'operazione condotta bene dal punto di vista negoziale, possa impedire agli azionisti di trarne i benefici previsti. Questo perché fusioni e acquisizioni sono operazioni complesse, ricche di passaggi dall'inizio fino alla fase di post-acquisizione. Sono necessarie molteplici competenze in ambito strategico, legale, finanziario e organizzativo, e c'è una grande varietà negli obiettivi dei contraenti.

L'esperienza manageriale, una corretta pianificazione e l'integrazione delle due realtà consentirebbero di conciliare la crescita e la creazione di valore nelle operazioni di M&A, quali obiettivi primari, e di trarne tutti i benefici: il successo della fusione/acquisizione dipende dalla capacità di gestire ogni singola fase del processo, implementato e comunicato ad ogni livello gerarchico.

Nonostante ciò, oggi le operazioni in questione continuano a diventare sempre più frequenti, in quanto rappresentano il modo in cui le imprese decidono di crescere e di aumentare il loro potere sul mercato: esse sono in continuo aumento, infatti, grazie ad analisi annuali svolte sul mercato M&A, è emerso che le aziende che hanno registrato tassi di crescita elevati negli ultimi 20 anni hanno realizzato tali operazioni in maniera continuativa²³.

Nonostante, quindi, le difficoltà procedurali o eventuali periodi di shock economico, ci sono alcuni specifici settori che sono ricchi di liquidità e riescono ugualmente a portare a termine operazioni di tale importanza, come il settore energetico, tecnologico e appunto il *fashion & luxury*²⁴.

²³ KPMG Report, “*M&A e crescita dimensionale*”, 2018

²⁴ EY Report, “*M&A in Italia – Review 2020 e preview 2021*”, 2021

Capitolo 2

Le operazioni di M&A nel settore del lusso

Il settore del lusso è un settore tradizionalmente molto frammentato e competitivo, che ha visto una crescita esponenziale nell'ultimo secolo e un passaggio da piccole imprese a conduzione familiare a grandi gruppi *multibrand*.

I marchi di lusso sono considerati come alcuni dei più redditizi e in rapida crescita: negli ultimi anni, il mercato dei beni di lusso è più che triplicato, passando da 73 miliardi di euro nel 1994 a 281 miliardi di euro nel 2019²⁵.

Data la competitività del settore e i cambiamenti che esso ha dovuto affrontare, come la globalizzazione, l'industrializzazione e l'evoluzione delle comunicazioni, è molto importante per le aziende operanti nell'industria del lusso stare al passo con i propri *competitors* ed elaborare le giuste strategie di crescita. Una delle più diffuse è appunto il ricorso ad operazioni di fusione e acquisizione fino alla creazione di grandi gruppi diversificati, nati all'inizio degli anni '90 e che oggi dominano il mercato. Inizialmente essi operavano in un unico settore, come nel caso di *Swatch*, successivamente si sono espansi ad altri settori, come i grandi colossi del lusso LVMH e Kering.

Nello scenario globale M&A, il settore del lusso è uno dei più importanti da considerare, non solo per numero di accordi, ma anche per l'importanza strategica che questi *brand* danno a tali operazioni: dal 1999 al 2014 i gruppi di lusso che hanno esercitato operazioni di fusione o acquisizione in serie rappresentano il 71% del valore di operazioni di M&A²⁶.

2.1 Il settore del lusso

Il lusso ha una storia molto lunga e affascinante: essa parte dal grande sfarzo degli egiziani tra il 1500 e il 1070 a.C., passando per il Rinascimento italiano, periodo in cui

²⁵ Bain & Company – Altagamma, “*Worldwide Luxury Market Monitor*”, 2019

²⁶ E. Rigaud-Lacresse – F. Pini, “*New luxury management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*”, 2017

nacquero molteplici pittori e architetti, fino ad arrivare all'arrivo di Charles Frederick Worth a Parigi (1825–1895), il quale inventò il concetto di *haute couture*.

Il termine “beni di lusso” è stato reso popolare dagli analisti di *Wall Street*, i quali necessitavano di un termine per descrivere aziende come LVMH, Richemont e Gucci, le quali erano diventate società quotate ed erano precedentemente conosciute per la reputazione che si erano guadagnate sul mercato.

Il *Boston Consulting Group* definisce i beni di lusso come “articoli, prodotti e servizi che offrono livelli di qualità, gusto e aspirazione più elevati rispetto a quelli convenzionali”. Ma il lusso riguarda anche il *brand*: secondo Bernard Arnault (2001) “i marchi famosi dovrebbero essere senza tempo, moderni, in rapida crescita e altamente redditizi. Ci sono meno di dieci marchi famosi nel mondo del lusso, questo perché è difficile bilanciare queste quattro caratteristiche contemporaneamente – dopo tutto, la rapida crescita è spesso in contrasto con l'alta redditività – ma questo è ciò che li rende famosi. Se hai un *brand* di lusso, puoi essere certo di aver padroneggiato un paradosso²⁷”.

Il lusso è una cultura che oggi ha le sue peculiarità e il suo modello di *business*, ma per poterlo comprendere è necessario prima conoscerne le dinamiche interiori rivelate dalla sua storia, in modo da far emergere evidenze empiriche su come questo settore sia stato così resistente nel tempo.

2.1.1 Evoluzione storica del concetto di lusso

Il termine “lusso” è stato coniato a Roma e in ogni epoca esso ha significato “vendere un sogno”: il sogno di essere speciale o di appartenere ad una speciale categoria di persone.

Nell'antica Roma, i bagni romani erano esclusivi e solo l'*élite* vi era ammessa, così come solo essa poteva indossare particolari materiali o partecipare a determinati eventi.

²⁷ S. Ashok, “*The Road to Luxury: the evolution, markets and strategies of luxury brand management*”, 2015

Inoltre, agli uomini era vietato indossare la seta e persino il numero di strisce sulla tunica era basato sul rango sociale di appartenenza²⁸.

Uno degli aspetti fondamentali delle più antiche civiltà è l'attenzione che essi davano al concetto di vita dopo la morte, quale vera essenza del lusso e garanzia di immortalità. L'Egitto in particolare praticava tutti i codici del lusso e inventò anche nuove tecniche, come quella del vetro per proteggere i profumi, i quali erano riservati agli dèi, al Faraone e al Sommo Sacerdote. Inoltre, soprattutto i metalli, le pietre preziose e le stoffe erano considerati da loro beni di lusso. Ma dopo la morte tutto diventava più importante: gli egiziani costruivano le piramidi con i mezzi più sofisticati, sia artisticamente che tecnicamente, e seppellivano i loro Re insieme ad una grande quantità di beni preziosi per garantire che sfarzo e splendore continuassero nell'aldilà. Nell'Italia classica, da un lato vi erano i sostenitori della Repubblica e della sua austerità e fede e dall'altro lato i sostenitori di una Repubblica più elegante e sofisticata. Quest'ultimo gruppo riuscì ad emergere e la Roma imperiale è ricordata tutt'oggi per la sua raffinatezza e lusso. Tale conflitto è in corso da sempre e continua tutt'ora nelle società occidentali, soprattutto in Francia: il lusso è ed è sempre stato un problema sociologico, perché ha a che fare con la stratificazione sociale, la nozione di utilità e la distribuzione della ricchezza, per cui non è un concetto socialmente neutro²⁹.

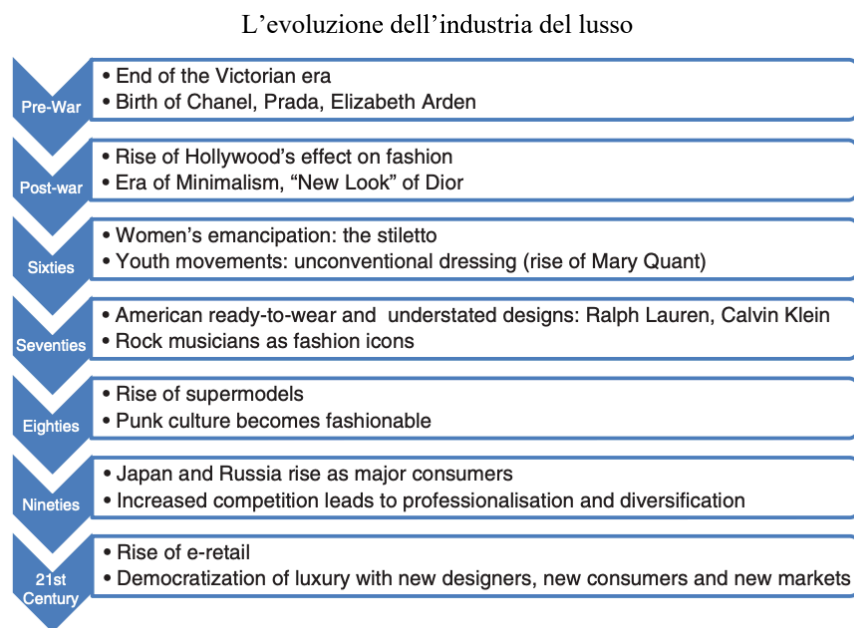
Tradizionalmente l'Europa ha sempre fatto riferimento all'Oriente per gemme, spezie e seta, dove i commercianti trasportavano la merce attraverso la Via della Seta. Tale via è nata in quanto i cinesi commerciavano la seta solo internamente al loro impero, fino ai margini occidentali della regione, e le piccole tribù dell'Asia centrale attaccavano le carovane con la speranza di catturare le pietre preziose dei commercianti. Di conseguenza, la dinastia Han estese le difese militari nell'Asia centrale, fin quando un viaggiatore cinese entrò in contatto con le piccole tribù ed ebbe l'idea di estendere il commercio di seta e di stringere alleanze anche con esse. La seta, commerciata grazie a relazioni tra cinesi e indiani, arrivava fino all'Impero Romano ed era per esso un bene molto costoso.

²⁸ Columbia Encyclopedia, "*Silk History*"

²⁹ J. Kapferer, "*The luxury strategy: break the rules of marketing to build luxury brands*", 2012

Questo è uno dei primi esempi di globalizzazione del lusso, in quanto vi era uno schema integrato e complesso, ma vi erano ampia commercializzazione e scambi culturali.

Ciò che rendeva la seta un lusso è che non faceva parte della vita quotidiana e non era un bene di cui le persone avessero effettivamente bisogno, ma lo desideravano lo stesso ed è questa la vera essenza del lusso: la domanda di qualcosa di cui non si ha bisogno, ma spinta dal semplice desiderio di averla.



Fonte: S. Ashok, "*The Road to Luxury: the evolution, markets and strategies of luxury brand management*", 2015

Nel passaggio tra il diciannovesimo e il ventesimo secolo sono nate le prime imprese di lusso francese contemporanee, quali Louis Vuitton, Cartier ed Hermès, mentre nel periodo tra le due guerre si è sviluppata la profumeria, con Chanel n. 5. Ma è stato nel secondo dopoguerra che il business del lusso è davvero decollato ed è diventato un settore a sé stante. Infatti, nella seconda metà del secolo esso è cresciuto fino a diventare un'importante contribuente per l'economia globale, sia in termini di livello di produzione che di espansione geografica: durante questo periodo, *designers* come Christian Dior, Yves Saint Laurent e Guccio Gucci hanno disegnato abiti e articoli in pelle esclusivamente per la nobiltà della società. Il loro lavoro era una vera e propria forma d'arte che richiedeva mesi per essere realizzato e faceva parte dell'esperienza definita "*luxury and prestige*".

Sebbene molti marchi di lusso fossero già affermati prima del 1900, il ventesimo secolo li ha visti acquisire un'identità distinta, che ancora posseggono tutt'oggi: da tale momento, il lusso cessa di essere un mondo a parte e sempre più persone iniziano ad accedervi. Inoltre, il termine lusso acquisisce un nuovo significato, relativo al piacere di godere di qualcosa che è eccellente e costoso, anziché strettamente necessario³⁰.

I principali *drivers* nel cambiamento del lusso sono stati l'emancipazione femminile, la democratizzazione, la globalizzazione e l'aumento nel potere d'acquisto. Infatti, mentre all'inizio i consumatori del lusso erano un piccolo segmento di popolazione, tutti simili e benestanti, nel ventunesimo secolo la storia cambia: in primo luogo, è stata accumulata una grande ricchezza grazie a sviluppi sociali, economici e tecnologici, permettendo alla classe benestante di espandersi in tutto il mondo; in secondo luogo, è emersa una grande quantità di marchi di lusso, generando effetti sulle alte barriere all'ingresso che l'industria ha custodito per secoli; in terzo luogo, la rapida crescita di informazioni digitali e comunicazione ha fornito ai consumatori una maggiore varietà nell'offerta di prodotti e una maggiore accessibilità alle scelte. Di conseguenza, il mercato non era più riservato all'*élite*, ma ha espanso i suoi confini.

Questo fenomeno è conosciuto come “*trading-up*” e “*trading-down*”: la nuova classe benestante che ora ha la possibilità di acquistare prodotti di lusso pratica il “*trading-up*”; la pratica di unire l'uso di articoli di lusso con i *brand* di moda prende il nome di “*trading-down*”. Tutto ciò è definito come “democratizzazione del lusso”, per cui non è più così sorprendente vedere una persona benestante indossare contemporaneamente capi di H&M o Zara e accessori Chanel o Louis Vuitton.

La vera evoluzione si è avuta nel modo in cui il lusso è cambiato durante gli anni: il fattore sogno o desiderio nel concetto di lusso c'è sempre stato e, finché i consumatori aspirano ad avere cose rare o ambite che non possono permettersi, rimarrà sempre.

³⁰ Brun – Castelli, “*The nature of luxury: a consumer perspective*”, 2013

2.1.2 L'industria del lusso

Il *business* dei beni di lusso è ricco di tradizione e si fonda principalmente sull'artigianato. Da decenni opera in molti paesi europei, in particolare in Francia, la quale si contraddistingue per la tradizionalità nel modo di operare e che ha poi introdotto travolgenti cambiamenti verso la fine degli anni Ottanta, come l'industrializzazione della produzione e l'ampliamento della gamma di prodotti.

Sono poi emersi grandi gruppi di società diversificati, seguiti da cambiamenti in comunicazione e distribuzione, grazie anche alle opportunità fornite da Internet. Il settore ha poi tratto beneficio dall'intensificarsi del turismo, soprattutto nei principali “*shopping districts*” del mondo³¹.

Tutti questi progressi hanno rappresentato nuove sfide per l'industria del lusso, per cui sono richieste molte esperienze oltre al *marketing* per poter stare al passo con i cambiamenti.

I *brand* di lusso competono tra di loro sulla base di uno stretto rapporto con i clienti e con il loro desiderio di “piacere ed indulgenza attraverso oggetti o esperienze che sono più appariscenti del necessario³²”, per cui è fondamentale capire quali siano i valori e i bisogni che il consumatore considera importanti secondo la sua prospettiva. Sulla base di questo, i beni di lusso devono fornire un valore sufficiente come compensazione dell'alto prezzo pagato³³. Infatti, il fattore chiave per il successo di un marchio di lusso e per la creazione e conservazione di un più alto valore è strettamente correlato alla soddisfazione e alla fiducia del cliente.

Come riportato nel paragrafo precedente, negli anni si è ridotta la stratificazione sociale e di conseguenza è nato il cosiddetto “*neo-luxury*”, ossia l'offerta di prodotti e servizi di alta qualità ad un prezzo più accessibile ai consumatori della classe media: Starbucks, Diesel e BMW sono solo alcune delle aziende che hanno realizzato il concetto di “lusso accessibile”. A differenza dei beni di lusso tradizionali, come

³¹ I. Coste – Manière – K. Panchout – J. Molas, “*The Evolution of the Luxury Market: Stairway to Heaven?*”, 2012

³² U. Okonkwo, “*Luxury Online: Styles, Systems, Strategies*”, 2010

³³ Dubois - Duquesne, “*The Market for Luxury Goods: Income versus Culture*”, 1993

Chanel, Rolls Royce e Cartier, il cui prezzo li limita ai consumatori d'*élite*, i beni del neo-lusso possono generare dei volumi di vendita molto più elevati, nonostante abbiano comunque un prezzo alto, in quanto sono alla portata di molti più consumatori. La competitività e il posizionamento sul mercato dei *brand* richiede una grande capacità di comprendere tali dinamiche di mercato, in modo da fornire una risposta adeguata: Prada, Pirelli PZero e Balenciaga sono esempi di aziende che hanno colto questa sfida e hanno aggiornato il loro concetto di lusso per renderlo più pratico e all'avanguardia; anche Gucci infrange la compatta e aristocratica immagine del *brand* stesso per mostrarsi più moderno e audace³⁴.

All'interno del complesso mondo del lusso, Allérès (1990) ha diviso il mercato in tre categorie principali, come mostrato in figura:



Fonte: Ward – Chiari, "Keeping Luxury Inaccessible", 2008

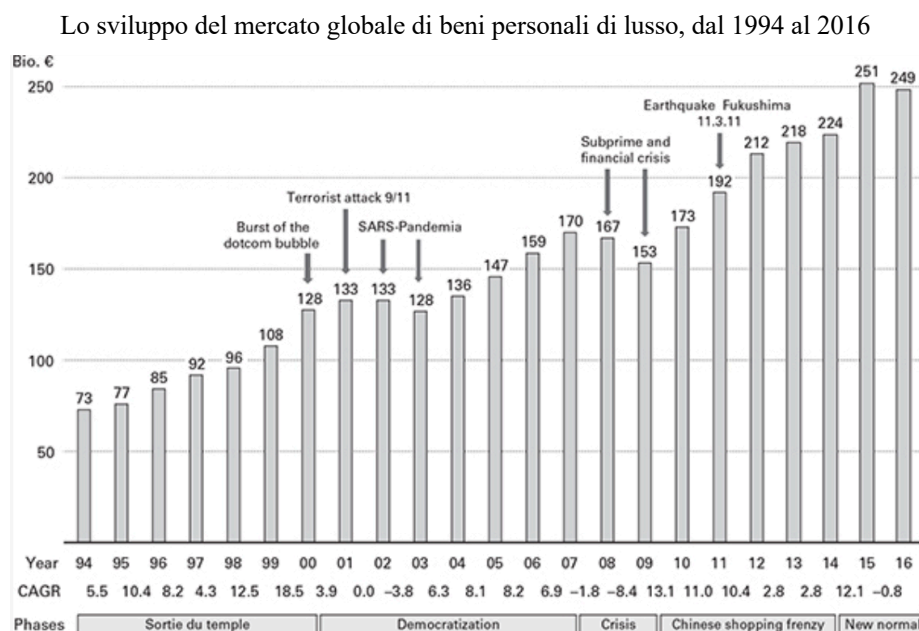
La prima fase è quella del lusso inaccessibile, caratterizzato da prodotti su misura realizzati in numero limitato, distribuiti attraverso una rete altamente selettiva e con un prezzo molto elevato, i quali sono associati a collezioni di alta moda; la seconda è quella del lusso intermedio, i cui beni hanno un grado di unicità inferiore, sono prodotti in piccole quantità, distribuiti attraverso canali di vendita selezionati e venduti a prezzi elevati ma non agli stessi livelli dei beni di lusso inaccessibile, per cui comprende collezioni *prêt-à-porter* che meglio si adattano al concetto di *neo-luxury*; la terza e

³⁴ A. Cabigiosu, "Digitalization in the Luxury Fashion Industry", 2020

ultima categoria è quella del lusso accessibile, la quale comprende prodotti che consentono ad una più ampia gamma di consumatori di accedere all'esperienza dell'acquisto di beni di lusso. Un esempio di tale ultima categoria è l'estensione dei marchi di lusso a settori come profumeria, ottica e cosmetica, permettendo anche a chi non può permettersi di spendere somme elevate di entrare nel mondo del lusso.

Questo perché il lusso è diventato nel tempo un vero e proprio stile di vita, dimostrando anche come sia sempre di più associato ai gusti e piaceri personali, anziché alla ricchezza, e per questo motivo i *brands* vengono realizzati attraverso delle attente strategie di *marketing* e costruzione del marchio, lasciando il segno nel subconscio del consumatore. Infatti, quando si paga una grande somma per i marchi di lusso, non necessariamente si compra la perfezione, perché ciò che li definisce sono i creatori e non i consumatori.

L'industria del lusso è cresciuta dal 1994 al 2016 con un tasso annuale di crescita del 5.74% e, nonostante sembri che il lusso si sia sempre contraddistinto per un alto livello di domanda, non è un mercato privo di rischi:



Fonte: Bain & Company, Fondazione Altagamma

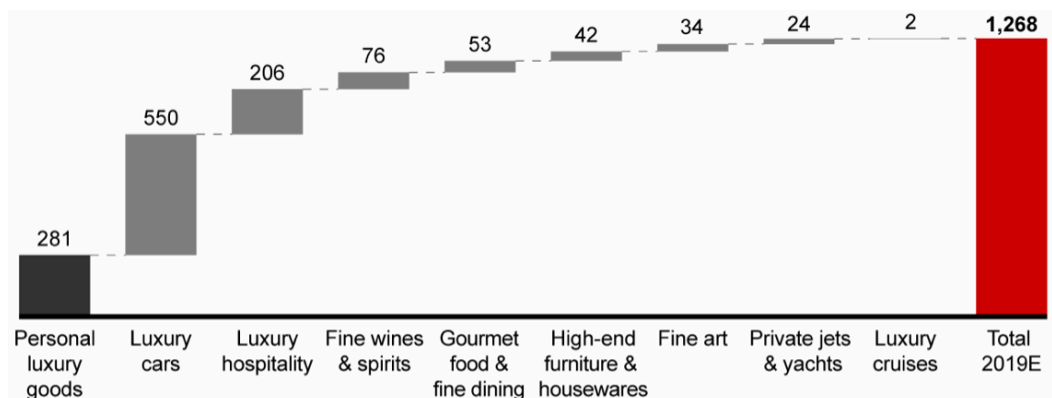
Il grafico mostra la capacità di tale mercato di recuperare in fretta dopo situazioni di crisi, come in caso di pandemia, disastri naturali e crisi finanziarie: nello specifico, la

più grande crescita dal 2009 al 2015 è avvenuta in seguito alla crisi dei mutui *subprime* del 2008. Molte aziende sono riuscite non solo ad aumentare i volumi di vendita, ma anche ad incrementare considerevolmente il loro *EBIT margin*, rendendo così il settore particolarmente resiliente.

Chevalier & Mazzalovo (2008) hanno dimostrato che esistono tre principali fattori chiave necessari per competere nel settore del lusso: il primo è il potere del nome del *brand*, in quanto l'immagine che esso dà deve essere forte a sufficienza per trasmettere i suoi valori, come esclusività, qualità e il suo tradizionale *know-how*. Infatti, è molto comune che un *brand* di lusso prenda il nome del suo *designer*, come nel caso di Coco Chanel e Salvatore Ferragamo. Il secondo elemento chiave è la forte identificabilità del *brand*: quando i consumatori acquistano beni di lusso, si aspettano di vivere una straordinaria esperienza e di essere serviti con prodotti di qualità. Motivo per cui i prodotti dovrebbero avere i propri “codici estetici”, coerenti tra tutte le linee di produzione, che rendano riconoscibile il prodotto sul mercato. Questo spiega perché il *design* sia così fondamentale: ad esempio, quando Guerlain produce un profumo, non cura solo il prodotto in sé, ma presta attenzione anche al *design* della bottiglia. Il terzo e ultimo fattore chiave è la capacità di adattamento all'ambiente: siccome il concetto di lusso dipende altamente da come lo percepisce la società, è importante per le singole aziende mantenere le loro capacità man mano che l'ambiente sociale e culturale esterno evolve.

I dati sui volumi del mercato mondiale del lusso variano considerevolmente: secondo i report aziendali, l'industria di beni di lusso vale intorno ai 1.268 trilioni di euro e i “beni di lusso personali” hanno formato il nucleo di questo mercato con un fatturato di 281 miliardi di euro nel 2019. Nello specifico, l'industria del *fashion-luxury* ha registrato una crescita del 4% rispetto all'anno precedente, mentre i settori che hanno registrato il maggior incremento sono quello relativo alle auto di lusso e ai *jet* e *yacht* privati. In particolare, secondo il *report* di Bain & Company, nel 2019 i consumatori cinesi hanno rappresentato gran parte della crescita del mercato del lusso.

Il mercato globale dei beni di lusso in miliardi di euro, 2019



Fonte: C. D'Arpizio - F. Levato - F. Prete – J. de Montgolfier, Bain & Company, “*Luxury Goods Worldwide Market Study*”, 2019

Le aziende del lusso sono situate primariamente in Asia, Stati Uniti ed Europa: infatti, il grande mercato mondiale è composto per il 32% da consumatori cinesi e per il 22% da americani, mentre l'Europa rappresenta circa il 17% delle vendite e gli altri paesi asiatici l'11%, seguiti dal Giappone (10%)³⁵.

L'Italia rappresenta il maggior numero di marchi di lusso della classifica *Interbrand*, mentre la Cina negli ultimi dieci anni ha rappresentato il 70% dell'espansione del segmento della moda e del lusso e questa posizione dominante dovrebbe continuare fino al 2025. Esempi di marchi che hanno avuto molto successo in Cina sono LVMH, Gucci e Lululemon, ultimo dei quali ha aumentato i propri ricavi in Cina del 68% nel secondo trimestre del 2019.

India, Filippine e Indonesia sono tra i principali paesi in rapida crescita, mentre la Russia è il nono mercato di lusso al mondo, dove *brand* come LVMH e Dior riportano i più ampi volumi di vendite dal 2014. Inoltre, anche il Medio Oriente è un mercato affermato, grazie alla propensione dei clienti a spendere importi molto consistenti: infatti, negli Emirati Arabi Uniti gli acquirenti spendono oltre sei volte di più degli acquirenti cinesi³⁶.

Queste grandi *performance* sono dovute principalmente al consolidamento dei principali *drivers* di crescita degli ultimi anni, ossia l'aumento del consumo da parte

³⁵ Kering Financial Document, 2019

³⁶ BOF e McKinsey, 2020

del popolo cinese, la maggiore spesa delle nuove generazioni e l'aumento dei canali di vendita online³⁷. Di conseguenza, per rimanere competitive in un panorama in continua evoluzione, tali aziende hanno bisogno di acquisire sempre più competenze e risorse: infatti, si stima che la dimensione minima richiesta per sopravvivere in questo settore come impresa di lusso individuale sia di un miliardo di euro.

Pertanto, dal 2000 in poi è stato osservato un numero crescente di operazioni di fusione e acquisizione, tramite le quali grandi gruppi come LVMH e Kering stanno man mano acquisendo altre aziende, aumentando così il livello di concentrazione nel settore, mentre le più piccole imprese a conduzione familiare tentano di sopravvivere in un mercato sempre più competitivo.

2.2 Evoluzione storica del mercato M&A nel settore del lusso

Tradizionalmente, il settore del lusso era molto frammentato, caratterizzato dalla presenza di molte piccole o medie imprese a conduzione familiare, soprattutto in Europa. Ma a partire dal 1980, molte aziende operanti nell'industria del lusso hanno iniziato ad incrementare i loro investimenti in operazioni di M&A, esercitando prevalentemente acquisizioni orizzontali e aumentando così il livello di concentrazione sul mercato: in questo modo, hanno favorito il fenomeno dei grandi conglomerati, in quanto sono nati gruppi di lusso *multibrand*, mentre alcuni *brand* di nicchia sono sopravvissuti come imprese individuali, ad esempio *Goyard*, le quali restano comunque in pericolo di essere acquisite.

Data la particolarità del settore del lusso e il modo in cui questo viene percepito dai suoi consumatori, la storia di fusioni e acquisizioni è iniziata molto prima: un esempio è già la semplice alleanza stretta tra l'impero cinese e le piccole tribù dell'Asia centrale spiegata nel paragrafo precedente, ai fini dell'estensione del commercio di seta oltre la Via della Seta.

In particolare, è la creatività, storicamente radicata nell'artigianato, uno dei componenti che da sempre attrae di più l'acquirente, così come lo sfruttamento di

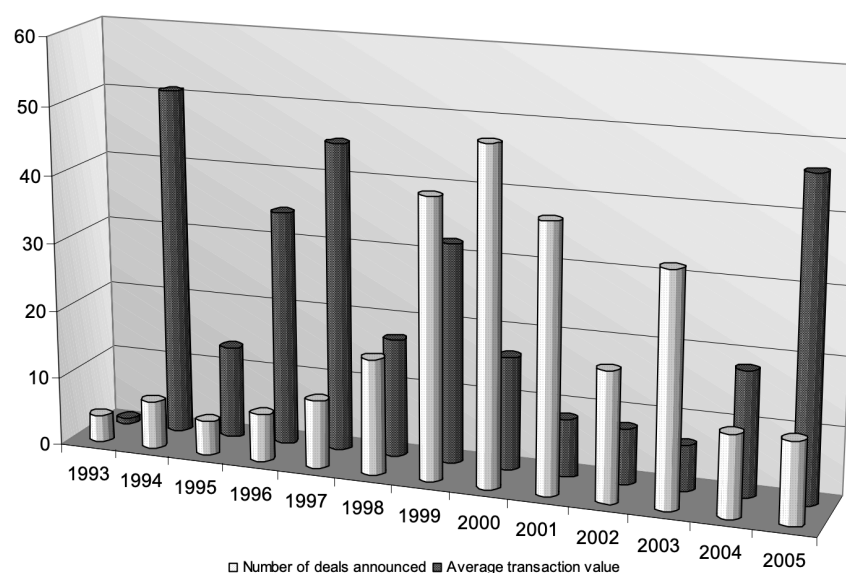
³⁷ Osservatorio Altagamma, 2019

sinergie, economie di scala e di scopo e la creazione di reti di produzione e distribuzione comuni. Quest'ultimo periodo è dunque caratterizzato dall'aumento delle acquisizioni ai fini di crescere, aumentare il proprio controllo sul mercato e la propria competitività e ricercare possibilità di integrazioni verticali per controllare la propria *supply chain*, come nel caso del gruppo LVMH o di Hermès.

A partire dagli anni '90, gli operatori del mercato hanno raggiunto maggiore consapevolezza sull'elevato grado di competitività del segmento industriale del lusso, spingendo così verso l'attività di consolidamento, la quale ha raggiunto il picco nel 2000.

Anke Königs e Dirk Schiereck in un loro studio hanno definito un campione di 42 aziende operanti nel settore del lusso quotate in borsa, di cui 31 sono state coinvolte in almeno un'operazione di fusione o acquisizione³⁸. Nel periodo che va dal 1993 al 2005, il numero di transazioni equivale a 196, con un valore medio di circa 467 milioni di dollari.

Numero e valore medio delle operazioni M&A, 1993-2005



Fonte: A. Königs – D. Schiereck, “*Wealth Creation by M&A Activities*”, 2006

Negli ultimi anni in particolare, le operazioni hanno raggiunto numeri considerevoli e l'attività di M&A è stata esercitata prevalentemente dai tre grandi conglomerati del

³⁸ Reuters company information database

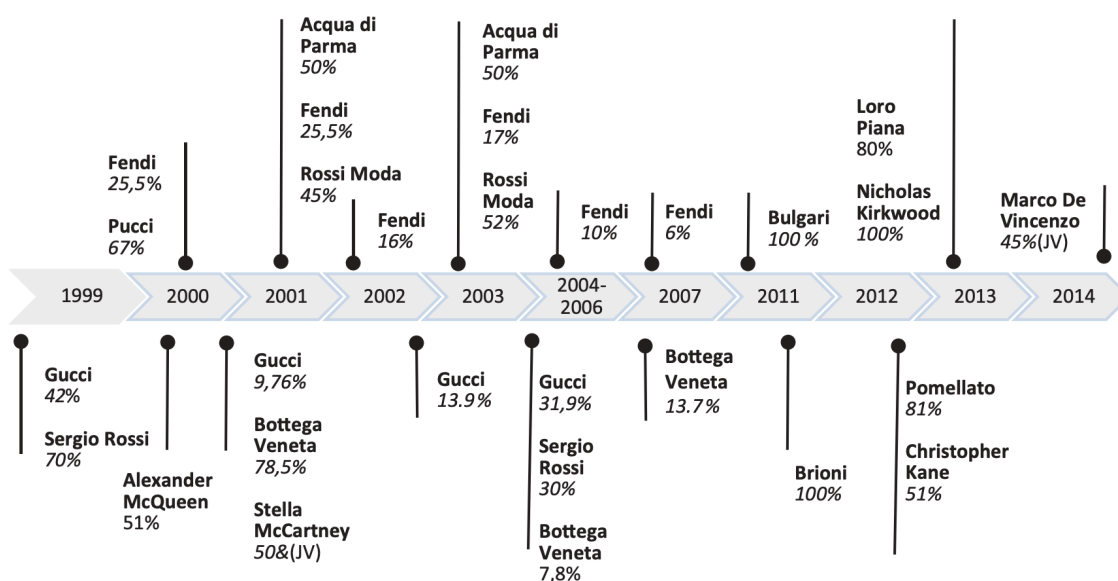
lusso, quali LVMH, Kering e Richemont: questi hanno intrapreso le più importanti e costose acquisizioni a partire dagli anni '90, acquisendo anche molte delle principali aziende del lusso *made in Italy*, in quanto l'Italia è sempre stata vista come terreno fertile per potenziali operazioni di M&A, creando così portafogli di marchi estremamente diversificati.

Il gruppo LVMH, oggi la più grande azienda di lusso, è esso stesso frutto di una fusione avvenuta nel 1987 tra due piccole aziende familiari che necessitavano di liquidità per espandersi sul mercato globale: la prima era l'azienda produttrice di pelletteria Louis Vuitton, che nel 1986 ha acquisito Veuve Clicquot e Parfums Givenchy; la seconda era Moët Hennessy, nata a sua volta dalla fusione tra Moët & Chandon e Hennessy nel 1971, mentre Moët & Chandon aveva precedentemente acquisito altri produttori di champagne tra il 1962 ed il 1970, ma anche la società di cosmetici Parfums Christian Dior nel 1971. La fusione del 1987 che ha portato alla nascita del grande conglomerato è avvenuta per fornire liquidità all'azienda e per razionalizzare l'attività di profumeria e di produzione di champagne. Negli anni '80, Bernard Arnault ha acquisito altri *brand*, tra cui Céline nel 1988, gruppi tessili e produttori di pelletteria, rendendo LVMH inizialmente un gruppo puramente francese, ma dal 1993 in poi ha avviato un processo di internazionalizzazione, acquisendo man mano altri 25 marchi *leader*: il gruppo ha acquisito lo stilista giapponese Kenzo, l'azienda di moda spagnola Loewe e ha ottenuto la maggioranza della società americana Marc Jacobs. Dal 2000 in poi, nella divisione moda e pelletteria la *maison* conta 18 marchi che le permettono di registrare un livello di vendite molto elevato, tra cui: Emilio Pucci, Fendi, Loro Piana, Rossi Moda, Nicholas Kirkwood, Marco De Vincenzo e Louis Vuitton.

Questa serie di investimenti ha reso il gruppo LVMH una vera e propria industria di lusso globale e tale espansione attraverso l'attività M&A è visibile attraverso lo sviluppo degli *asset*, i quali sono passati da 23.2 miliardi di euro nel 2000 a 57.6 miliardi di euro nel 2015³⁹.

³⁹ LVMH, annual reports and financial reports for shareholders.

Cronologia degli accordi M&A gestiti da LVMH e Kering in Italia, 1999-2014



Fonte: M. Castello, Report KPMG Advisory, 6° Luxury Summit, Milano 2014.

Il gruppo Kering, dopo il passaggio per il *business* della costruzione e della distribuzione di materiale elettrico, nel 1988 è entrato nella borsa di Parigi. Negli anni '90 ha proseguito con la sua espansione attraverso operazioni di M&A e *partnership* ed è entrata nel mondo del lusso con acquisizioni importanti e di grande valore come quella del 42% di Gucci, specializzata nella vendita di pelletteria di lusso, per 3 miliardi di dollari. Nel 1999 anche il gruppo LVMH aveva acquisito il 34% del capitale di Gucci, portando il gruppo Kering a proporre all'azienda di aumentare il proprio capitale sociale, per poi acquisire una quota del 40%, riducendo quella del gruppo rivale del 20%. Dopo una lunga battaglia, il gruppo LVMH ha accettato di vendere le sue azioni al gruppo Kering. Nel 1999, il gruppo ha investito anche nell'acquisizione di Yves Saint Laurent, seguita da Bottega Veneta e Balenciaga nel 2001 e Brioni nel 2011. Inoltre, sono state avviate *partnership* con artisti come Stella McCartney e Alexander McQueen. Questi investimenti hanno avuto un profondo impatto sul bilancio del gruppo: il patrimonio è passato da 12.6 miliardi di euro nel 1998 a 35 miliardi di euro nel 2001⁴⁰. In particolare, la divisione lusso ha mostrato il livello più

⁴⁰ Kering, financial reports for shareholders.

elevato di redditività, per cui Pinault, diventato CEO del gruppo nel 2005, ha deciso di rivoluzionare e ristrutturare il gruppo e di focalizzarlo sul lusso.

Oltre al caso dei due principali *players* del mercato, anche la storia di operazioni M&A del gruppo Richemont è iniziata piuttosto presto. Al momento della sua fondazione, il gruppo possedeva Cartier e Dunhill, entrambe specializzate nel settore del lusso, che a loro volta controllavano altri *brand* come Montblanc e Chloé. Il gruppo ha puntato fin da subito all'internazionalizzazione, acquisendo negli anni '90 marchi di lusso come il produttore francese di pelletteria Lancel e Officine Panerai in Italia, quali piccole aziende a conduzione familiare con il bisogno di espandersi. All'inizio degli anni 2000, il gruppo ha acquisito il gioielliere francese Van Cleef & Arpels e delle società di orologi con sede in Svizzera, quali Jaeger-LeCoultre e IWC Schaffhausen, così come Lange & Söhne, con sede in Germania. Inizialmente, il gruppo ha realizzato operazioni senza ricorrere al debito bancario, infatti il patrimonio era sceso da 8.7 miliardi di euro nel 2001 a 5.2 miliardi di euro nel 2004. Successivamente, intensificando i propri investimenti e specializzandosi unicamente nel settore del lusso, il gruppo è riuscito ad incrementare il proprio patrimonio da 7.7 miliardi di euro nel 2010 ad oltre 20 miliardi di euro nel 2015⁴¹, riuscendo quasi a triplicare il suo valore. In particolare, esso ha concluso un accordo con Ralph Lauren per la produzione di orologi e si è impegnato anche nel settore *fashion-luxury online*, acquisendo azioni di Net-A-Porter Group, fusa successivamente con la società italiana Yoox.

In conclusione, come spiegato nel capitolo precedente, il mercato M&A è sempre stato caratterizzato da ondate di operazioni dovute all'alternarsi di periodi di crisi e periodi di ripresa. Tuttavia, il mercato M&A del settore del lusso ha sempre mostrato un andamento piuttosto stabile, raggiungendo il suo picco tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000, in quanto spinto fin da subito dagli obiettivi di crescita sul mercato e dalle sinergie generate.

⁴¹ Compagnie Financière Richemont, annual reports, 1990-2016

2.3 Il mercato M&A nel settore del lusso

Il mercato M&A specifico del settore del lusso ha subito una forte evoluzione nel tempo, passando da acquisizioni prevalentemente orizzontali, acquisendo piccole imprese individuali, ad acquisizioni verticali al fine di gestire l'intera *supply chain*, fino ad arrivare al dominio da parte dei grandi gruppi *multibrand* del mercato europeo, dove ancora oggi vengono sempre più frequentemente svolte le più costose e importanti operazioni di fusione e acquisizione.

2.3.1 I principali *players* del mercato

Ci sono acquirenti strategici e anche molti fondi di *private equity* che dominano il mercato M&A: i principali *players* nel settore del lusso e della moda sono i gruppi francesi Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) e Kering, Richemont, il gruppo milanese Prada, Luxottica ed il gruppo veneziano Only the Brave (OTB), i quali hanno sede principalmente in Francia e in Italia.

Il gruppo Kering è una *holding* multinazionale francese fondata dall'imprenditore François Pinault nel 1963, inizialmente chiamata Pinault-Printemps-Redoute (PPR) e specializzata nel commercio internazionale di legno e materiali da costruzione. Nel 1988 è entrata nella borsa di Parigi con l'obiettivo di diversificare il proprio business e, nonostante ciò, il suo fondatore è riuscito a mantenere il controllo della propria azienda. Nel 1999 è entrata nel mondo del lusso acquisendo il 40% di Gucci per 3 miliardi di dollari e oggi comprende aziende come Sergio Rossi, Brioni, Bottega Veneta e Pomellato, ma anche molti marchi appartenenti alla divisione *sport and lifestyle*, oltre che al lusso, distribuiti in ben 120 paesi.

La *holding* francese LVMH è nata dalla fusione tra Louis Vuitton e Moët Hennessy avvenuta nel 1987 e non manca di famosi brand italiani, molti dei quali conosciuti per le qualità produttive e *know-how*, come Fendi, Pucci, Acqua di Parma e Bulgari. Tale gruppo ha un portafoglio prodotti altamente diversificato, monitorando anche aziende che operano nel settore di vino e liquori, abbigliamento, cosmetica, profumeria,

orologeria e gioielleria. Inoltre, LVMH ha intrapreso operazioni di M&A al fine di aggiungere ulteriori elementi alla propria catena di valore, questo attraverso l'acquisizione di canali di distribuzione, come ad esempio il caso di Sephora. Inizialmente, nell'esercizio delle operazioni di fusione e acquisizione, il gruppo si focalizzava su *brand* appartenenti al suo stesso paese o a paesi adiacenti, mentre successivamente il gruppo ha iniziato anche ad acquisire marchi più distanti e a tendere verso l'internazionalizzazione.

Compagnie Financière Richemont è un'azienda produttrice di gioielli ed orologi con sede in Svizzera nata nel 1988 dall'incontro tra degli imprenditori francesi, i quali avevano rilevato la gioielleria Cartier, e un investitore sudafricano. Fino alla fine degli anni '90, il gruppo Richemont è stato un conglomerato altamente diversificato, grazie alla presenza di imprese operanti nel settore televisivo e del tabacco. Tuttavia, tra il 1999 e il 2005 ha operato un cambiamento strategico prestando più attenzione al settore *luxury* e riducendo il suo impegno in altri settori, diventando così specializzato nel lusso e trasferendo la sua sede a Ginevra. Tale gruppo include molti *brands* di lusso prevalentemente specializzati in gioielleria e orologeria: il segmento *jewellery* comprende aziende che si occupano di progettazione, produzione e distribuzione di alta gioielleria, come Cartier e Van Cleef & Arpels, mentre il segmento orologeria comprende aziende come Piaget, Roger Dubuis e Baume & Mercier⁴². Infine, Richemont ha come maison leader Cartier, tra le più grandi al mondo e che da sola rappresenta circa la metà del fatturato dell'intero gruppo, seguita da Van Cleef e Montblanc.

All'interno del mercato sono presenti anche gruppi italiani come Prada, Luxottica e OTB⁴³.

Il gruppo Prada è in grado di posizionarsi su uno dei più alti livelli in termini di qualità produttiva, grazie in particolare alla creazione di accessori come scarpe e borse in pelle, che dal 1913, data di apertura del primo punto vendita del fondatore Mario Prada, sono

⁴² Reuters, 2021

⁴³ E. Rigaud-Lacresse – F. Pini, “*New luxury management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*”, 2017

sinonimo di alta qualità dei materiali. Esso controlla diversi marchi come Prada, Miu Miu, Church's e Luna Rossa, che anche in questo caso gli forniscono un portafoglio di prodotti complementari. Il modello di *business* del gruppo Prada è caratterizzato da una copertura totale della catena di valore, partendo dalla produzione fino ad arrivare alla distribuzione, ottenendo così un vantaggio competitivo e aumentando notevolmente i propri ricavi. L'espansione del gruppo milanese ha visto l'ultimo step nel 2014 tramite l'acquisizione della conceria Tannerie Mégisserie Hervy, in Francia: la nuova organizzazione prende il nome di Tannerie Limoges SAS e l'obiettivo per cui è stata svolta l'operazione è quello di accrescere le conoscenze sulla lavorazione delle pelli d'agnello.

Il gruppo Only the Brave è nato grazie al fondatore della casa di moda Diesel: egli fondò Diesel nel 1978 e riuscì a posizionare il suo *brand* ad un livello internazionale. Dopo i primi successi del marchio Diesel, nel 2000 l'organizzazione ha iniziato ad intraprendere operazioni di M&A, acquisendo man mano aziende come Maison Martin Margiela Paris, e fondando così il gruppo OTB. Nel 2008, con l'acquisizione del marchio Viktor & Rolf, il gruppo ha iniziato ad operare per fini sociali e *no profit*, creando la fondazione OTB e promuovendo progetti come la ristrutturazione del Ponte di Rialto a Venezia.

Luxottica invece è stata fondata da Leonardo Del Vecchio nel 1967 ed inizialmente produceva semilavorati per altri produttori. Successivamente, il fondatore decise di produrre occhiali completi con il marchio Luxottica, il quale ottenne un grande successo a Milano. Oggi è una delle più grandi aziende al mondo di produzione di occhiali di lusso per *brands* come Vogue, Chanel e Prada e negli anni ha svolto importanti acquisizioni, come quella di Ray-Ban e Oakley, *leader* del settore. In particolare, il modello di *business* di Luxottica è quello di integrazione verticale, in quanto il 90% del processo produttivo è svolto internamente⁴⁴. Infine, nel 2017 Luxottica ha annunciato la fusione da 50 miliardi di euro con l'azienda francese Essilor,

⁴⁴ Argomenti - Il Sole 24 Ore, "Luxottica", Gennaio 2017

leader mondiale di lenti da vista, diventando così un colosso dell'occhialeria diffuso in 150 diversi paesi.

Insieme a questi principali gruppi, il mondo delle fusioni e acquisizioni nel settore del lusso è influenzato anche da fondi di *private equity*, come nel caso dell'acquisizione della casa di moda italiana Valentino da parte del fondo d'investimento del Qatar.

2.3.2 Il mercato oggi

Dopo anni in cui grandi gruppi come LVMH, Kering e Richemont hanno intrapreso M&A prevalentemente orizzontali, acquisendo marchi più piccoli, il modello di operazioni nel settore del lusso è diventato verticale, in quanto gioiellieri, orologiai e altri produttori tutt'oggi acquisiscono i loro fornitori, in modo da gestire ogni fase del processo.

Un esempio è quello di Bulgari, essa stessa acquisita dal gruppo LVMH, la quale ha acquisito Cadrans Design, produttore di quadranti per orologi, e Prestige d'Or, specialista nella produzione di cinturini. Anche il gruppo Richemont ha sviluppato una strategia simile per ottenere il controllo della fornitura per la sua divisione di orologi, acquisendo Donzé-Baume, mentre il gioielliere americano Tiffany & Co. ha prestato 50 milioni di dollari ad una miniera in Sierra Leone per sviluppare legami più stretti e assicurare la fornitura di diamanti.

Al di fuori dell'orologeria, vi è il caso di Chanel, la quale ha acquisito aziende ricamatrici come Lasage, produttrici di bottoni come Desrues, oltre al produttore francese di guanti Causse e il produttore scozzese di cashmere Barrie.

Infine, nel 2012 il gruppo francese LVMH ha acquisito una conceria chiamata Heng Long International Limited, per permetterle di garantire la fornitura di pelli di alta qualità ai suoi marchi, tra cui Louis Vuitton, Fendi e Céline, fino ad arrivare all'acquisizione di una fattoria di coccodrilli australiana per 2.6 milioni di dollari, in quanto la pelletteria rappresenta circa un terzo dell'attività del gruppo⁴⁵.

⁴⁵ S. Brooke, "Luxury sector goes vertical", 2014

Il motivo principale per cui il mercato M&A del lusso ha iniziato a muoversi in questa direzione non è tanto la riduzione dei costi, quanto il mantenimento della qualità delle materie prime e la garanzia che le competenze siano preservate, spingendo i principali gruppi ad aumentare la loro attività di M&A e a rafforzare la loro *supply chain*.

Oltre alla nuova tendenza verso operazioni verticali, oggi il mercato M&A è dominato prevalentemente dai grandi conglomerati situati in Europa, quali principali *players* del mercato che generano una struttura quasi oligopolistica e che pongono in essere le più importanti e costose operazioni: i grandi gruppi continuano ad acquisire aziende di lusso con reputazione, risorse e patrimonio ben definiti, fornendo loro notevoli risorse finanziarie per promuovere il loro marchio.

Essi spaziano dal vino alla gioielleria, ma si focalizzano soprattutto sulla moda e oggi hanno un ricco portafoglio di marchi altamente diversificato. Oggigiorno, queste acquisizioni preservano quasi sempre l'identità e la creatività del marchio, ma aggiungono anche funzioni di supporto centralizzate a livello aziendale e al servizio di tutti i marchi, quale ad esempio la finanza. Inoltre, vengono intrapresi anche diversi progetti, ad esempio nel campo della sostenibilità per supportare tutti i marchi.

Secondo uno studio condotto da Deloitte, il *fashion & luxury* è terreno fertile per l'attività M&A, in quanto sono state registrate 265 operazioni nel settore nel 2018, 47 in più dell'anno precedente, di cui 73 si sono concentrate sulla divisione moda di lusso e si sono svolte principalmente in Europa⁴⁶. Molte delle acquisizioni più importanti sono appunto esercitate dai gruppi europei e tra queste rientrano quella di Christian Dior per 13.7 miliardi di dollari nel 2017 da parte del gruppo LVMH e l'acquisizione di Yoox Net-A-Porter Group per 2 miliardi di dollari nel 2018 da parte di Richemont.

In conclusione, il mercato M&A nel settore del lusso ha subito dei cambiamenti nel tempo, dovuti anche all'evoluzione nelle comunicazioni e nella percezione dei consumatori a cui è sottoposta l'industria. Nonostante ciò, alcuni operatori sono riusciti a guadagnarsi nel tempo grandi quote di mercato, aumentando il loro prestigio, e

⁴⁶ Deloitte, "Fashion Luxury Private Equity and Investors Survey 2019", 2019

riuscendo a mantenere un *trend* sempre crescente grazie all'esercizio abituale di operazioni di M&A.

2.4 Le scelte strategiche nelle operazioni di M&A

Il motivo per cui le operazioni di fusione e acquisizione nel settore del lusso sono così frequenti e costose, al punto da mantenere un andamento stabile nel tempo nonostante periodi di crisi, è sicuramente la presenza di strategie perseguibili alla base di esse, quali ad esempio strategie di crescita, di diversificazione e di integrazione.

2.4.1 Le strategie di crescita

Secondo la teoria di Roll (1986), l'attività fusione e acquisizione per le imprese operanti nel settore del lusso è condotta principalmente con lo scopo di aumentare le dimensioni della società e, di conseguenza, la reputazione del *management*, per cui l'obiettivo primario è definito come "*empire-building*", ossia "costruzione di un impero"⁴⁷. Ciò a cui le aziende puntano è aumentare il potere di mercato ed assicurare un buon servizio e strette relazioni con i consumatori finali. Al tal fine, le società di lusso optano per acquisizioni orizzontali o verticali.

Nel primo caso, la percezione e il potere del marchio sono cruciali e i prodotti devono necessariamente essere sempre identificabili. Ciò significa che quando le aziende fanno crescere i loro *brand*, non devono sacrificare le caratteristiche tipiche di esso. Di conseguenza, a volte diventa più facile e meno rischioso espandere la propria attività acquisendo ulteriori quote di mercato o un proprio *competitor* con un alto potenziale di crescita, come nel caso del gruppo LVMH che acquisì Fendi per 225 milioni di dollari per consentirle di raggiungere il suo pieno potenziale⁴⁸. La crescita di questo tipo consente al gruppo di ottenere economie di scala, di scopo e sinergie, e di innalzare barriere all'entrata nel mercato del lusso, aumentando allo stesso tempo il proprio

⁴⁷ S. Meinshausen, "*M&A activity, divestitures and initial public offerings in the fashion industry*", Peter Lang, 2012

⁴⁸ P. Boulanger, "*The financial impact of M&A announcements: event study in the personal luxury goods industry between 2000 and 2016*", 2018

potere d'acquisto nei confronti dei fornitori e il proprio potere di mercato. Questo consente all'azienda di ottenere risultati più rapidi e sicuri di crescita.

Nel caso delle acquisizioni verticali, diffuse maggiormente negli ultimi anni, le aziende possono operare a monte o a valle, acquisendo fornitori o clienti. In questo modo, l'azienda può garantire la fornitura di materie prime rare e di alta qualità: è il caso di Hermès e Gucci che hanno acquisito allevamenti di pecore, alligatori e serpenti, per assicurarsi di avere accesso alle migliori materie prime⁴⁹. Inoltre, molte aziende decidono di acquisire i loro fornitori in quanto subappaltano alcune attività produttive e desiderano mantenere alto il livello di qualità lungo tutta la *supply chain*: questo è accaduto spesso nel settore della gioielleria e dell'orologeria, dove gruppi come Swatch, Rolex, Richemont e LVMH hanno acquisito alcuni dei loro subappaltatori specializzati per diminuire la dipendenza nei loro confronti⁵⁰.

2.4.2 Le strategie di diversificazione

Un'altra tendenza individuata è quella del ricorso a strategie di diversificazione. Essa è tendenzialmente di due tipi: nel primo caso si ha la diversificazione del *business*, la quale consiste nell'ingresso in una nuova linea di *business*; nel secondo caso si ha la diversificazione internazionale, che consiste nell'ingresso in un nuovo mercato geografico. Può essere aggiunto poi un terzo tipo, molto frequente nel mercato del lusso, ossia la diversificazione del marchio. Un esempio tipico è il grande conglomerato LVMH, il quale è attivo in ben otto settori (vini e liquori, moda e pelletteria, profumi e cosmetici, orologi e gioielli, vendita al dettaglio selettiva, gastronomia, ospitalità e media).

In genere, i marchi di lusso hanno un potenziale di crescita limitato, motivo per cui l'ingresso in una nuova linea di *business* consente all'azienda di superare questa limitazione. Tuttavia, è fondamentale che i marchi di lusso mantengano la coerenza

⁴⁹ Business of Fashion, Giugno 2017

⁵⁰ J. Hoffmann – L. Lecamp, “*Independent Luxury: The Four Innovation Strategies to Endure in the Consolidation*”, 2015

con le proprie origini e i propri valori e diventa quindi molto complesso per essi estendere la propria attività ad altri segmenti. Ad esempio, anche se la differenza psicologica tra gioielli e orologi è molto sottile, il primo orologio di Bulgari ha impiegato ben 7 anni per avere successo⁵¹.

2.4.3 Le strategie di integrazione

Le ragioni principali per cui vengono effettuate operazioni di fusione e acquisizione così frequentemente nel settore del lusso possono essere tre: estensione del portafoglio di marchi, investimenti finanziari e integrazione verticale. L'obiettivo strategico alla base è l'estensione del *brand*, del prodotto e della quota di mercato e ciò che spinge ed attrae l'acquirente nella scelta della target è la creatività correlata all'identità del *brand*. Il *trade-off* tra livello di integrazione e potenziale sinergico è anche riconosciuto in letteratura, in quanto Haspeslagh and Jemison (1991) identificano tre principali soluzioni: l'assorbimento si riferisce ad un alto livello di integrazione e ad un basso livello di autonomia lasciato all'impresa acquisita; la conservazione si riferisce al più basso livello di integrazione ed al più alto livello di autonomia all'acquisita; infine vi è la simbiosi, che combina sinergia e differenze. Secondo tale ideologia, non vi è un approccio che si adatti a tutti i settori, in quanto la letteratura sulle M&A sottolinea che non tutte le operazioni sono uguali e che nel settore del lusso è necessario prestare attenzione alla gestione delle differenze in termini di autonomia e integrazione.

Dunque, il modo per ottenere delle sinergie nel settore del lusso che ha avuto maggiore diffusione è la creazione di grandi gruppi che mirano a facilitare la gestione dei singoli marchi condividendo le risorse, dai servizi amministrativi e contabili ai sistemi informativi, dalla consulenza legale al potere contrattuale negli acquisti pubblicitari⁵². In particolare, le sinergie sono delle economie di scala cruciali per i mercati in via di sviluppo, così come la condivisione delle conoscenze in *marketing* e nel commercio.

⁵¹ M. Chevalier – G. Mazzalovo, “*Luxury brand management: una visione completa sull'identità e la gestione del settore del lusso*”, 2018

⁵² R. Cappellari, “*Marketing della moda e dei prodotti lifestyle*”, Carocci Editore, 2016

La questione principale è come gestire la simbiosi in industrie così creative, dove riconoscere autonomia ai *designers* e prendere in considerazione anche aspetti culturali che sono fondamentali per la *performance* delle M&A. La scelta dell'approccio di integrazione più appropriato porterebbe ad un efficace unione delle funzioni e ad un trasferimento delle capacità⁵³.

Successivamente allo svolgimento di un'operazione di M&A, se l'azienda acquisita rimane in piena autonomia e non viene integrata, la sinergia non è sfruttata a pieno. Allo stesso tempo, se viene completamente tolta autonomia all'impresa acquisita, possono esserci degli effetti negativi, soprattutto nel caso in cui acquirente e acquisita siano appartenenti a culture diverse. Questo dilemma è cruciale nelle operazioni di M&A di questo settore e spesso si traduce in una piena integrazione delle funzioni di vendita e *marketing* e in una piena autonomia rilasciata ai *team* creativi, in particolare alla funzione produzione, ossia la conoscenza artigianale dei processi di produzione di beni di lusso.

Un tipico esempio è quello dell'acquisizione di Bottega Veneta da parte del gruppo Kering del 2001: quest'ultimo presta particolare attenzione alla produzione di accessori e scarpe in pelle e di orologi con vari marchi, quali Yves Saint Laurent e Boucheron. Ma con Bottega Veneta viene utilizzato un approccio di integrazione diverso: il valore aggiunto per il gruppo Kering dall'acquisizione di questo *brand* è generato dalla sua abilità artigianale definita unica, anche grazie all'arrivo di Thomas Maier, stilista che ha deciso di stabilizzare la produzione a Vicenza. Di conseguenza, al *team* che si occupa del *design* del prodotto in Bottega Veneta viene lasciato il massimo livello di autonomia e indipendenza sul fronte della creatività. Allo stesso tempo, questa operazione ha comunque consentito una piena integrazione delle funzioni di vendita e di *marketing*, generando sinergie in costi e ricavi, mentre la funzione produzione e le attività più creative sono rimaste indipendenti al fine di preservare il *know-how* artigianale del *brand*.

⁵³ B. Quacquarelli, "Integration of Mergers and Acquisitions in the Fashion and Luxury Industry", 2017

La ragione alla base di questa scelta è il timore che un'intensa condivisione di conoscenze in termini di creatività e *design* porti ad un eccessivo livello di influenza e somiglianza nello stile delle collezioni tra singoli *brand* appartenenti allo stesso gruppo, andando a perdere l'unicità del *designer* e l'identità del *brand*. Motivo per cui la decisione su cosa e quanto integrare è un elemento fondamentale nelle operazioni di M&A per il settore del lusso, in quanto spesso il fallimento è dovuto ad una strategia di integrazione post-fusione inappropriata.

2.5 Gli effetti delle operazioni di M&A nel settore del lusso

Per molti anni sono state studiate le operazioni di M&A ed in particolare il modo in cui il mercato reagisce successivamente all'annuncio di un'operazione da parte di un *brand*. Tali studi hanno dimostrato l'esistenza di relazioni tra la familiarità e la stima nei confronti di un *brand* e la reazione del mercato azionario, oltre ovviamente alla presenza di miglioramenti in termini economico-finanziari per il singolo marchio.

2.5.1 Gli effetti sul mercato dei capitali

Uno studio condotto da Fama, Fisher, Jensen e Roll nel 1969⁵⁴ mira a dimostrare gli effetti degli annunci di operazioni di M&A sul mercato di riferimento: esso misura l'efficienza del mercato, in quanto rileva informazioni sul periodo di tempo che trascorre fino a quando le nuove informazioni influiscono sui prezzi delle azioni.

Lo studio si occupa di calcolare gli *abnormal returns* aggiustati per il mercato:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Dove AR_{it} indica l'*abnormal return* di un titolo i nel periodo di tempo t , R_{it} e R_{mt} il rendimento di i ed il rendimento del mercato in t .

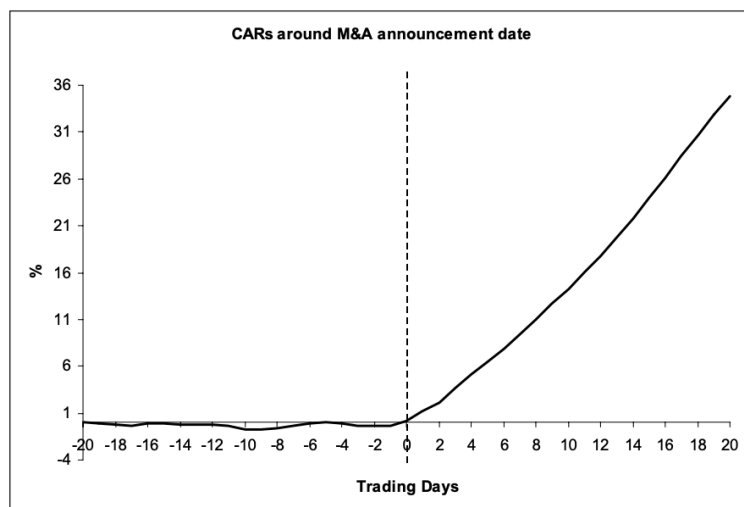
⁵⁴ E.F. Fama – L. Fisher – M.C. Jensen – M. Roll, “*The adjustment of stock prices to new information*”, 1969

Successivamente, il modello incorpora la componente di rischio nel calcolo del rendimento, tramite la regressione lineare condotta per ogni singolo titolo presente sul mercato:

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i * R_{mt}$$

Sulla base del calcolo dei *CARs*, ossia i *cumulative abnormal returns*, è stato dimostrato che nella fase di preannuncio gli effetti sui rendimenti sono minimi e poco significativi. Tuttavia, i rendimenti dei titoli di società di lusso mostrano una *sovrapformance* in media nei 20 giorni di negoziazione precedenti all'annuncio delle attività di M&A. Dalla data dell'annuncio in poi, gli *excess returns* mostrano un aumento netto e stabile:

Market adjusted CARs durante la fase di annuncio di operazioni di M&A

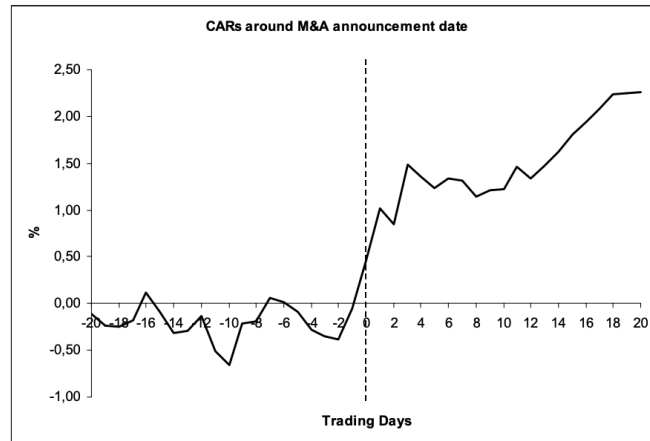


Fonte: A. Konings – D. Schiereck, “Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry”, European Business School, Gennaio 2006.

In una fase successiva, sono stati calcolati gli *excess returns* aggiustati per il rischio, quale fattore sostanziale per spiegare i rendimenti delle azioni delle società di lusso. In questo step, l'andamento degli *excess returns* ha subito notevoli cambiamenti rispetto allo step precedente: mentre prima si presentava regolare e stabile, successivamente all'inclusione del fattore rischio, gli *excess returns* tendono ad essere

molto più volatili e instabili a partire dalla data dell'annuncio, manifestando un effetto anticipazione due giorni prima e salendo rapidamente il giorno successivo.

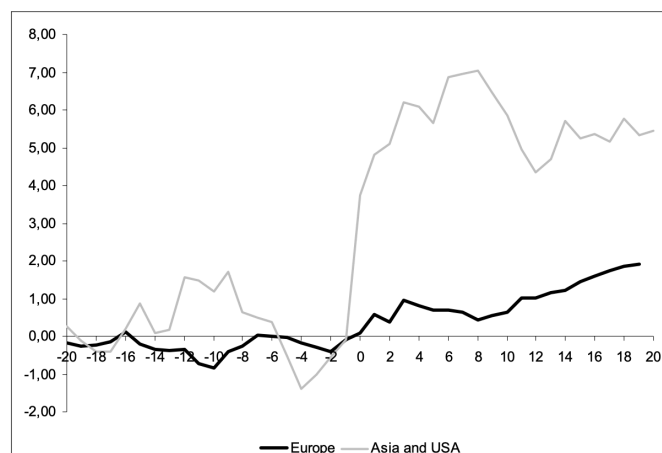
Risk adjusted CARs durante la fase di annuncio di operazioni di M&A



Fonte: A. Konings – D. Schiereck, “Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry”, European Business School, Gennaio 2006.

Nel complesso, entrambe le applicazioni del modello rappresentano degli effetti positivi successivamente all'annuncio, i quanto gli *excess returns* aggiustati per il rischio differiscono di circa il 2% rispetto agli *excess returns* aggiustati per il mercato. Lo studio suddivide poi il mercato in base alla posizione geografica, raggruppando acquirenti europei da un lato e acquirenti asiatici e americani dall'altro.

Differenze nei CAR in base alla posizione geografica

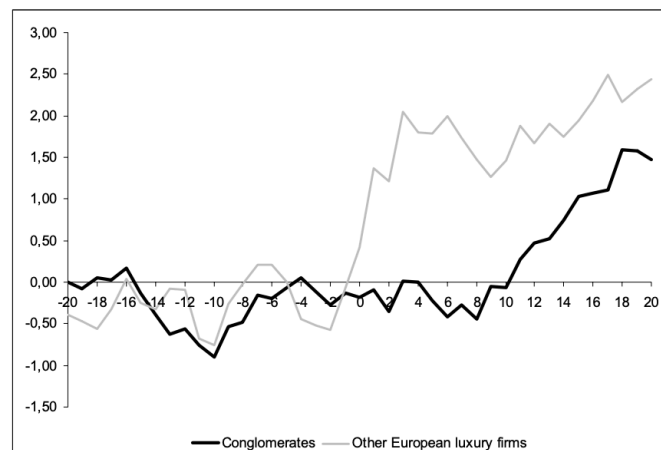


Fonte: A. Konings – D. Schiereck, “Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry”, European Business School, Gennaio 2006.

La *sovraperformance* seguita dall'annuncio delle M&A nel settore del lusso europeo è molto meno significativa rispetto al mercato asiatico e americano, questo in quanto il panorama del lusso europeo è caratterizzato dalla presenza dei più noti conglomerati, i quali rappresentano una realtà oligopolistica. Più della metà delle operazioni di fusione e acquisizione sono state condotte da questi gruppi di società. A causa di queste differenze sostanziali, le reazioni del mercato di capitali all'annuncio della transazione sono diverse rispetto al caso delle restanti società considerate: ad esempio, se una società è già spesso coinvolta in operazioni di M&A, una nuova informazione circa l'ampliamento di un gruppo già grande e potente potrebbe avere degli effetti ridotti sugli operatori del mercato. Contrariamente, quando un'azienda più piccola e poco diversificata si impegna in attività di fusione o acquisizione, gli investitori potrebbero attribuire un valore più elevato ad un tale tipo di informazione.

Di conseguenza, lo studio ha svolto un'ulteriore analisi, dividendo le imprese di lusso europee in due campioni: da un lato i conglomerati e dall'altro le restanti imprese europee, per poi valutare le differenze nello sviluppo dei *CARs*.

Differenze nei *CARs* dei conglomerati europei e delle altre aziende di lusso



Fonte: A. Konings – D. Schiereck, “Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry”, European Business School, Gennaio 2006.

Mentre le prestazioni precedenti all'annuncio sono simili per entrambi i campioni, gli *excess returns* post annuncio si sviluppano in modo diverso: i conglomerati mostrano effetti positivi solo dal decimo giorno successivo all'annuncio, mentre le piccole

imprese individuali presentano un forte aumento nei rendimenti già dai primi tre giorni, mantenendo anche successivamente dei livelli molto più elevati rispetto al caso dei gruppi.

2.5.2 Gli effetti sulla percezione del *brand* per le acquisizioni *cross-border*

L'immagine che dà un paese può avere un impatto sostanziale sulla percezione del marchio da parte del consumatore: successivamente ad un'operazione *cross-border*, si ha un "nuovo paese d'origine", in quanto si genera un'associazione diretta al paese dell'acquirente. Ciò potrebbe anche influenzare negativamente la percezione del marchio e in tal caso rendere più difficoltoso per l'impresa gestire l'operazione.

Attraverso *social media* e canali di comunicazione di *marketing*, i consumatori sono spesso esposti ad informazioni riguardanti eventuali operazioni di M&A e, siccome esse hanno delle conseguenze significative sui prezzi delle azioni, le società sono tenute ad annunciare pubblicamente eventuali operazioni in programma. Molte persone, soprattutto gli investitori, sono interessate a tali operazioni e spesso sono le stesse società acquirenti ad informare i consumatori delle loro operazioni di acquisizione di *brand* di lusso, alle quali viene prestata molta attenzione da parte dei media.

Molti studi hanno cercato di determinare in che modo l'immagine di un paese in cui viene prodotto un bene influenzi il comportamento dei consumatori: in particolare, è stata notata una stretta correlazione tra l'immagine del paese e la valutazione del prodotto, svolgendo delle analisi empiriche sulle etichette "*made in X*"⁵⁵.

Come detto anche in precedenza, un'acquisizione *cross-border* che coinvolge una società acquirente ed un'acquisita situate in due paesi differenti è vista come una delle principali strategie di crescita e di conseguenza genera un cambiamento nell'associazione paese-marca: se un marchio viene acquisito da una società appartenente ad un altro paese, la nazionalità della società acquisita cambia e si genera

⁵⁵ A. Nagashima, "*A comparison of Japanese and U.S. attitudes toward foreign products*", 1970

un'associazione tra il marchio e il paese della acquirente. Bluemelhuber, Carter e Lambe (2007) descrivono "l'adattamento del paese d'origine" come la percezione del consumatore della compatibilità tra i due paesi coinvolti nell'alleanza: secondo loro, un buon adattamento può avere un impatto positivo sull'atteggiamento dei consumatori nei confronti dell'operazione. Infatti, è stato dimostrato che l'integrazione crea effetti sinergici positivi quando entrambi i paesi sono favorevoli⁵⁶.

Secondo uno studio condotto da Kyunghwa Chung, Chorong Youn e Yuri Lee, il valore percepito, ossia la valutazione dell'utilità di ciò che il consumatore riceve, è particolarmente più critico per i marchi di lusso, in quanto chi li acquista percepisce un valore sufficiente a compensare il prezzo elevato. La maggior parte dei marchi di lusso e gli artigiani che ne producono i beni hanno storicamente origine nei paesi europei e, di conseguenza, il fatto che il paese di origine di un *brand* sia appartenente al continente europeo simboleggia autenticità e influenza positivamente la percezione dei consumatori. Dunque, l'elevata competitività tra i paesi europei nel settore del lusso fa sì che l'associazione paese-marca, quando il *brand* si trova in Europa, abbia un impatto positivo sul valore percepito del marchio.

Sulla base di ciò, un'acquisizione *cross-border* di un marchio di lusso può avere effetti inaspettati sul suo valore percepito: in particolare, se l'immagine del paese acquirente è inferiore a quella del paese d'origine, l'acquisizione può influenzare negativamente la percezione del consumatore e può essere dannosa per il *brand* di lusso⁵⁷. Viceversa, se l'immagine del paese acquirente è superiore a quella del paese d'origine, un'acquisizione *cross-border* può influenzare positivamente la percezione del consumatore. Dunque, quando si verificano operazioni di M&A tra *brand* di lusso appartenenti a paesi differenti, il marchio stabilisce automaticamente una relazione con il paese dell'acquirente.

Un altro fattore da considerare è il grado di fedeltà al marchio, il quale include aspetti cognitivi ed affettivi ed è un indicatore dell'attitudine al marchio preesistente: si

⁵⁶ J. Lee – B. Lee – W. Lee, "Country-of-origin fit's effect on consumer product evaluation in cross-border strategic brand alliance", 2013

⁵⁷ A. Fionda – C. Moore, "The anatomy of the luxury fashion brand", 2009

presume che i consumatori altamente fedeli al *brand* abbiano verso di esso atteggiamenti favorevoli e che i consumatori con basso grado di fedeltà al *brand* abbiano atteggiamenti sfavorevoli. Pertanto, essendo il grado di fedeltà indicatore dell'attitudine al marchio, esso può moderare l'effetto generato dall'immagine del paese acquirente, in quanto i cambiamenti nell'atteggiamento dei consumatori nei confronti del marchio saranno diversi a seconda del loro grado di fedeltà: se l'immagine del paese acquirente è superiore all'immagine del paese d'origine, un consumatore con alto grado di fedeltà al marchio non cambierà la sua percezione di esso; viceversa, se il grado di fedeltà al marchio è basso, non vi sarà la possibilità di moderare l'effetto generato dall'immagine del paese acquirente e la percezione del marchio verrà modificata positivamente da un'acquisizione *cross-border* in cui l'azienda acquirente si trovi in un paese con immagine superiore⁵⁸.

2.6 La valutazione d'azienda nel settore del lusso

Come spiegato nel capitolo precedente, ai fini di una corretta analisi in caso di operazioni di M&A, è importante procedere ad un'attenta valutazione d'azienda: nel caso del settore del lusso, ci sono delle specifiche componenti da considerare, tipiche dell'industria in questione.

Come riportato nei paragrafi precedenti, nel settore del lusso ci sono dei fattori chiave, quali il potere e l'identificabilità del *brand*, la competitività dell'ambiente e la rilevanza strategica, e la valutazione d'azienda non può prescindere da un'attenta analisi di questi fattori che caratterizzano non solo il mercato di riferimento ma anche l'azienda in sé. Infatti, è stato dimostrato come tali fattori interni ed esterni abbiano un impatto sulla capacità dell'impresa di lusso di generare valore⁵⁹, in quanto in questo settore, la capacità di generare alti redditi dipende dal complesso di scelte strategiche, che definisce il modo di competere dell'azienda, ossia il suo modello di *business*⁶⁰.

⁵⁸ K. Chung – C. Youn – Y. Lee, “*The Influence of Luxury Brands’ Cross-Border Acquisition on Consumer Brand Perception*”, 2014

⁵⁹ G. Hawawini, “*Is performance driven by industry-or firm-specific factors? A new look at the evidence*”, 2003

⁶⁰ D. Teece, “*Business Models, Business Strategy and Innovation*”, 2010

L'industria del lusso è un esempio di contesto competitivo spesso soggetto a trasformazioni in termini di globalizzazione, tecnologia e *trend* sociali e culturali, per cui diventa importante rideterminare periodicamente i fattori chiave per la produzione di risultati. Per studiare il rapporto tra l'ambiente competitivo e il valore d'impresa esistono due approcci: il primo prende il nome di *market-based view*, il quale, secondo Porter (1980), presuppone che il valore aziendale dipenda maggiormente dalle caratteristiche dell'ambiente competitivo di riferimento, per cui è espresso maggiormente dal grado di attrattività; il secondo approccio è il *resource-based view*, il quale, secondo Wernerfelt (1984), vede l'impresa come un insieme di competenze che si combinano tra loro al fine di fare nuove proposte al mercato, per cui è importante governare al meglio le risorse aziendali, in modo che queste siano singolari ed inimitabili.

Ai fini della vera e propria valutazione di un'impresa del lusso, è necessario iniziare circoscrivendo il segmento di riferimento e proseguire con un approfondimento delle variabili critiche, come strategie, processi di riferimento e risorse.

In particolare, l'approccio metodologico che viene utilizzato privilegia il rapporto tra valore economico e variabili chiave: si riconosce il principio fondamentale secondo cui la ricchezza aziendale, attuale e futura, è strettamente connessa all'assetto strategico, gestionale e strutturale.

In questo settore possono esistere: valutazioni svolte su un'impresa appartenente ad un gruppo, presupponendo che essa operi in una logica di gruppo; valutazioni svolte sulla singola impresa, nel caso in cui essa non appartenga ad un gruppo; valutazioni svolte sul portafoglio di *business* primario, andando a separare i *brand* e le linee appartenenti alla divisione extra-lusso, lusso e lusso accessibile, aspetto molto importante in quanto oggi gran parte dei gruppi hanno linee di prodotti anche molto diverse tra loro⁶¹.

⁶¹ R. Maglio, "La valutazione d'azienda in settori specifici d'attività", 2017

In conclusione, il settore del lusso si è sempre contraddistinto per la sua storia e per l'andamento prevalentemente crescente durante gli anni, spinto dal prestigio dell'artigianato e dal desiderio che esso suscita nei consumatori di beni di lusso.

La globalizzazione e l'innovazione hanno portato ad una necessità di integrazione tra i marchi operanti nell'industria del lusso, vista anche come strategia in un settore in continuo sviluppo e crescita. Motivo per cui le operazioni di M&A hanno avuto inizio già dalla fine degli anni '80, raggiungendo un picco nel 2000: il susseguirsi di acquisizioni tra marchi di lusso ha portato alla presenza di grandi conglomerati che continuano tutt'oggi a diversificare il proprio portafoglio prodotti e che dominano il mercato.

Grazie all'aumento di dimensioni e al rafforzamento dei singoli conglomerati realizzati tramite le ripetute acquisizioni, il settore del lusso si è sempre mostrato molto resiliente, anche successivamente a fasi di recessione, e lo stesso per il mercato M&A, in quanto queste operazioni sono comunque viste dalle aziende del lusso come il principale modo per accrescere il proprio dominio sul mercato.

Tuttavia, anche se tale settore riesce facilmente a resistere a periodi di crisi, è inevitabile che vi siano delle conseguenze, come un clima di incertezza e di rallentamento delle trattative, che talvolta porta anche ad una consistente riduzione del prezzo pattuito: un esempio recente è la pandemia da Covid-19.

Capitolo 3

L'incertezza nel mercato M&A generata dalla pandemia da Covid-19

Prima dell'emergere della pandemia da Coronavirus, il mercato globale di fusioni e acquisizioni era ai massimi livelli alla fine del 2019 e all'inizio del 2020, segnando la fine di un decennio di alcune delle più grandi operazioni della storia⁶². Tuttavia, da quando il Covid-19 si è espanso in tutto il mondo, cogliendo di sorpresa molte aziende impreparate, esso ha avuto, e ha tutt'ora, uno straordinario impatto a livello globale, sia in termini umanitari che economici: in particolare, la pandemia ha avuto effetti sui consumatori e sulle loro abitudini, sulle industrie e la loro spinta verso l'IT, nonché sull'occupazione e sulla produzione delle imprese. Milioni di lavoratori sono stati licenziati, la spesa dei consumatori si è drasticamente ridotta, le *supply chain* si sono interrotte e la domanda di petrolio e di altre fonti energetiche è precipitata. Dal punto di vista strategico, anche il mercato di fusioni e acquisizioni ha subito una contrazione, a causa del clima di crescente incertezza e di difficoltà nel procedere con le trattative, comportando processi di *due diligence* più lenti, motivo per cui il volume globale di operazioni è velocemente precipitato.

Nonostante la pandemia da Covid-19, nel corso del 2020 gli investitori hanno confermato il loro interesse nell'industria del *fashion-luxury*, in quanto dopo un leggero declino nel volume delle operazioni tra il primo ed il secondo trimestre del 2020, è stata subito registrata una ripresa dal terzo trimestre, soprattutto nella sezione abbigliamento.

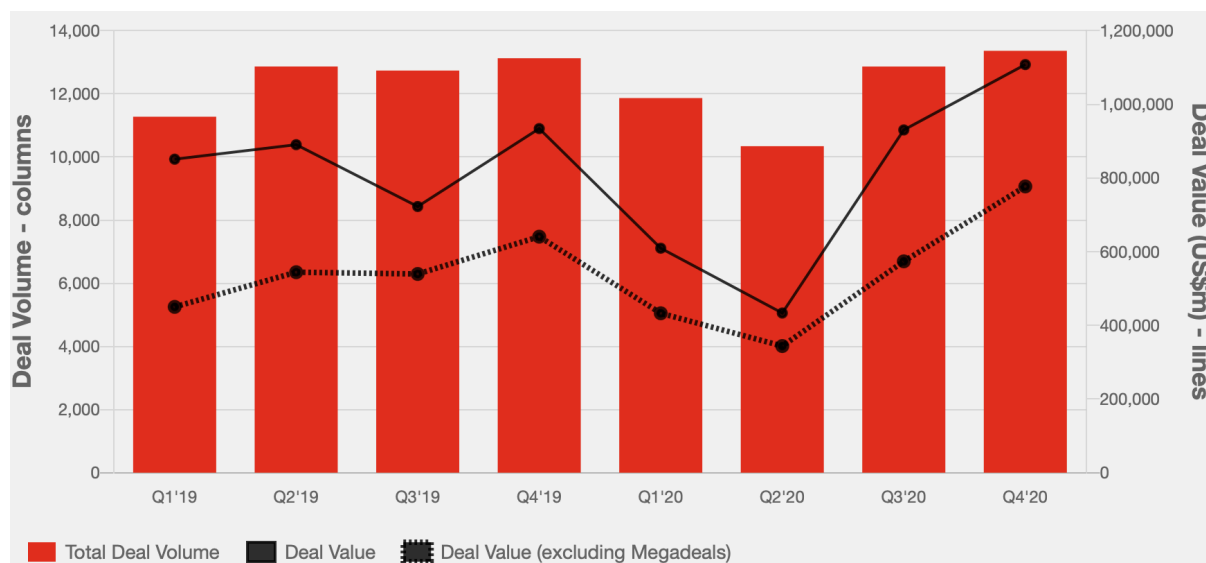
3.1 Gli effetti della pandemia sul mercato M&A globale

Nel 2019, nel mercato M&A globale il volume di operazioni era davvero elevato, ciò grazie soprattutto ad un mercato statunitense in forte espansione, ma la portata della crisi da Covid-19 è stata senza precedenti e ha provocato risposte globali da parte di

⁶² Fraser Tennant, "How COVID-19 is shaping global M&A", Financier Worldwide

governi e società e rapidi ripristini dei mercati azionari. Il primo trimestre del 2020 ha visto l'inizio della discesa del mercato M&A, con un notevole incremento anche di contenziosi ed un rallentamento delle trattative, ma il volume delle operazioni è successivamente rimbalzato a partire da giugno 2020, fino ad arrivare al quarto trimestre, in cui il volume ed il valore degli accordi sono aumentati rispettivamente del 2% e del 18% rispetto allo stesso trimestre del 2019. Il significativo aumento di *megadeals* annunciati con valore superiore ai 5 miliardi di dollari ha contribuito all'aumento dei valori degli accordi nella seconda metà del 2020: ci sono stati 32 *megadeals* nel terzo trimestre e altri 25 nel quarto trimestre, con un valore complessivo pari a 688 miliardi di dollari. Al contrario, ci sono stati 27 *megadeals* nella prima metà del 2020, per un valore complessivo di 266 miliardi di dollari⁶³.

Volume e valore degli accordi nel mercato globale, 2019 - 2020



Fonte: Refinitiv, Dealogic and PwC analysis

Il volume delle trattative nella prima metà del 2020 è sceso del 49% rispetto all'anno precedente, con un valore delle trattative in calo del 22%, alcune delle quali sono giunte ad interruzione definitiva⁶⁴: la vendita dei minimarket Speedway da parte di

⁶³ B. Levy – M. Lloyd – W. Jackson-Moore, “Global M&A Industry Trends: Fierce competition ahead for dealmakers shaping the post-pandemic economy”, PwC, 2021

⁶⁴ Accenture, “Covid-19: rebalance for resilience with M&A”

Marathon's Petroleum è fallita subito dopo il crollo del prezzo del petrolio⁶⁵, mentre Xerox Holdings ha interrotto la sua ricerca di HP⁶⁶.

Secondo un'analisi di Mergermarket, sebbene la pandemia sia un fenomeno di portata mondiale, il suo impatto sull'attività di M&A è stato disomogeneo tra vari paesi: mentre il continente asiatico, in particolare la Cina, non ha subito una particolare riduzione di operazioni, le Americhe, guidate dagli Stati Uniti, sono state le regioni più colpite.

In particolare, subito dopo la diffusione della pandemia, in Europa, Medio Oriente e Africa vi era la massima incertezza, combinata con un basso livello di fiducia e ottimismo da parte delle imprese e ciò ha portato ad una riduzione dell'attività di fusione e acquisizione: ci sono state molte *IPOs* mentre gli accordi si sono incentrati principalmente su strategie difensive, come la vendita di *assets*.

Nelle Americhe, e negli Stati Uniti in particolare, molte società hanno cercato di sopravvivere tra il secondo e terzo trimestre del 2020: vi erano difficoltà nel concludere le transazioni, soprattutto a causa dell'incertezza sull'evolversi della pandemia e sull'arrivo di sostegni da parte del governo, per cui le operazioni di M&A erano prevalentemente difensive, con l'obiettivo primario di rafforzare il bilancio. Nel sondaggio di Deloitte pubblicato ad ottobre 2020, i *dealmakers* statunitensi hanno descritto le loro strategie di M&A in risposta al clima attuale come possibilità di: accelerare la trasformazione verso altri modelli di *business* (33%), acquisire maggiore *leadership* nel mercato (24%), mantenere la parità con la concorrenza (23%) e prevenire ulteriori deterioramenti per una posizione di mercato già indebolita (20%). Nel caso dell'Asia-Pacifico, invece, il Covid-19 ha colpito i paesi in modo diverso: la Cina, primo paese ad aver sperimentato il virus, ha visto presto una ripresa dell'attività di M&A grazie al supporto del governo e dei creditori, mentre gli altri paesi hanno visto un miglioramento verso la seconda metà del 2020.

⁶⁵ T. Taniguchi – M. Baigorri – L. Du, “Seven & i scraps \$22 billion plan for Marathon's Speedway gas stations”, Bloomberg, Marzo 2020

⁶⁶ C. Lombardo, “Xerox is ending hostile takeover bid for HP”, The Wall Street Journal, Marzo 2020

Per quanto riguarda i singoli settori, quello che più ha risentito dell'impatto del Coronavirus è il settore *travel & hospitality*, in quanto il forte calo nella domanda ha generato una riduzione nella capitalizzazione di mercato di circa il 49%, mentre al secondo posto vi è il settore *banking & capital markets*, con una crescita di *non-performing loans* ed una riduzione della capitalizzazione del 31%. Inoltre, la crisi ha rimodellato le preferenze dei consumatori, in particolare per la praticità e la varietà, e ciò ha indotto le imprese del settore *consumer goods* ad incrementare il loro portafoglio prodotti e a procedere con un maggior numero di operazioni di M&A, mentre per il settore *life sciences* il virus ha creato nuove opportunità per *partnerships* e assistenza sanitaria virtuale soprattutto nella virologia, per cui la capitalizzazione di mercato di tale settore si è ridotta solo del 13% nei primi 25 giorni di crisi⁶⁷.

A differenza delle precedenti crisi, il Covid-19 ha interrotto il modo in cui le transazioni di M&A vengono sviluppate e negoziate, per cui l'uso efficace di strumenti, tecnologie e tecniche nuove è diventato più critico man mano che acquirenti, venditori e finanziatori per operazioni di M&A (e tutti i loro rispettivi consulenti legali e finanziari) tentano di adattarsi al mutato contesto: per alcune aziende in grave difficoltà, il consolidamento è stato inevitabile, per altre è stato il migliore e più veloce modo per colmare delle urgenti lacune nelle competenze e nelle risorse⁶⁸.

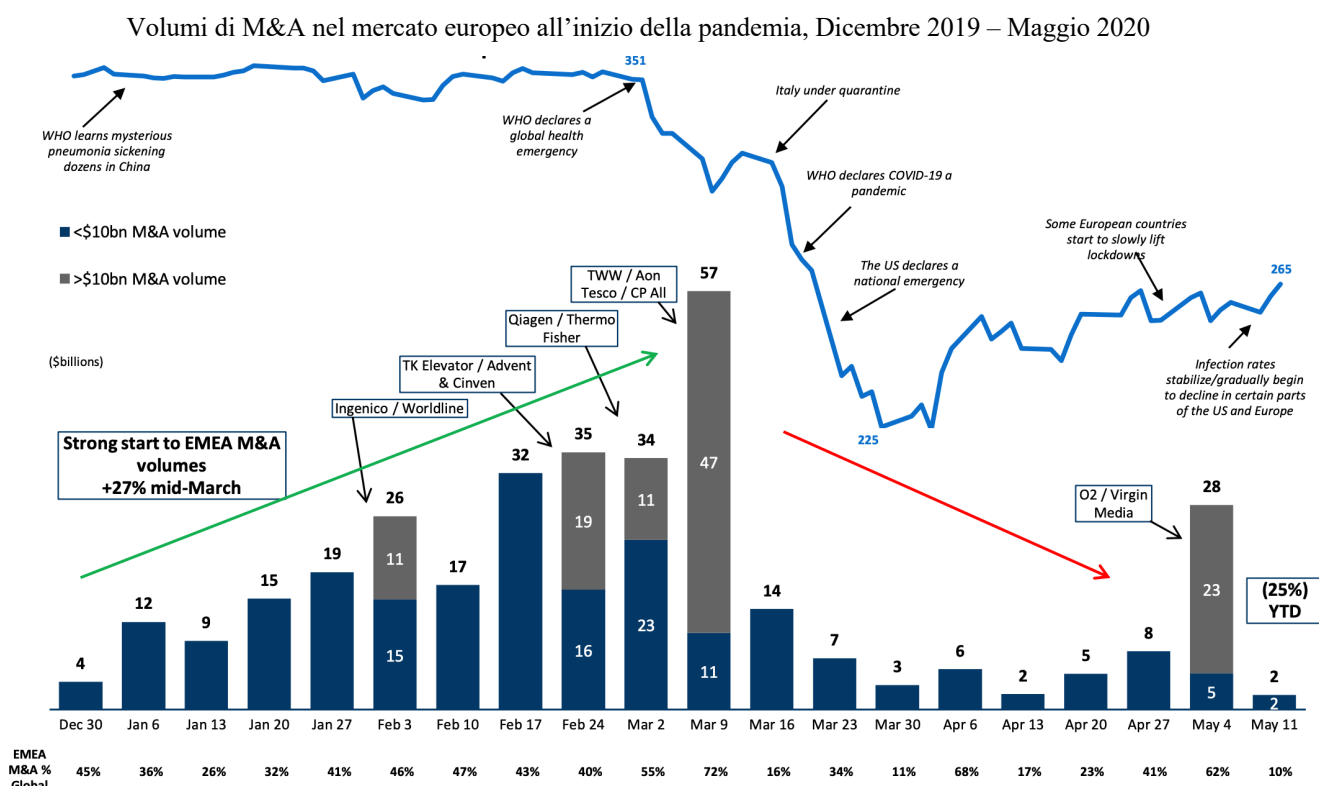
3.1.1 Gli effetti sul mercato europeo

All'inizio del 2020 i volumi di M&A nel mercato europeo erano in rapida crescita, grazie a significative operazioni come l'acquisizione di Ingenico da Worldline per 7.8 miliardi di euro e la fusione di Qiagen e Thermo Fisher da 10 miliardi. Non appena l'OMS ha dichiarato lo stato di emergenza sanitaria globale ed è partita la quarantena in Italia, i volumi di M&A sono diminuiti significativamente e hanno continuato progressivamente anche nel mese di aprile, a causa della pandemia e anche della dichiarazione di emergenza sanitaria nazionale negli Stati Uniti: numerosi accordi sono

⁶⁷ Accenture analysis of the world's 2.000 largest publicly listed companies, data as of February 21 - March 16, 2020

⁶⁸ Richard Harroch, responsabile M&A presso VantagePoint Capital Partners

stati ritardati o annullati e vi è stato un deterioramento della fiducia da parte delle imprese, insieme a prospettive di crescita incerte.



Fonte: Credit Suisse Corporate Insights Group analysis, Dealogic and FactSet as of 21 May 2020.

In particolare, nell'industria *consumer & retail* europea l'impatto del Covid-19 sulle operazioni di fusione e acquisizione varia a seconda del settore, in quanto vi è stato un fallimento significativo per i *players* maggiormente esposti, come rivenditori di abbigliamento e catene di ristorazione, mentre aziende come Unilever e Nestlé sono state meno colpite e hanno continuato a cercare opportunità di acquisizione anche in presenza del Covid-19.

Nel settore industriale, i segmenti più colpiti sono stati quello automobilistico, aerospaziale ed energetico, mentre la costruzione e l'automazione industriale si sono mostrati i più resilienti: l'attività di questi settori si è concentrata prevalentemente sulla cessione di attività non essenziali e su operazioni verticali per il consolidamento della *supply chain*⁶⁹.

⁶⁹ Credit Suisse, "Impact of Covid-19 on European M&A activity: Financial and Legal Considerations", Giugno 2020

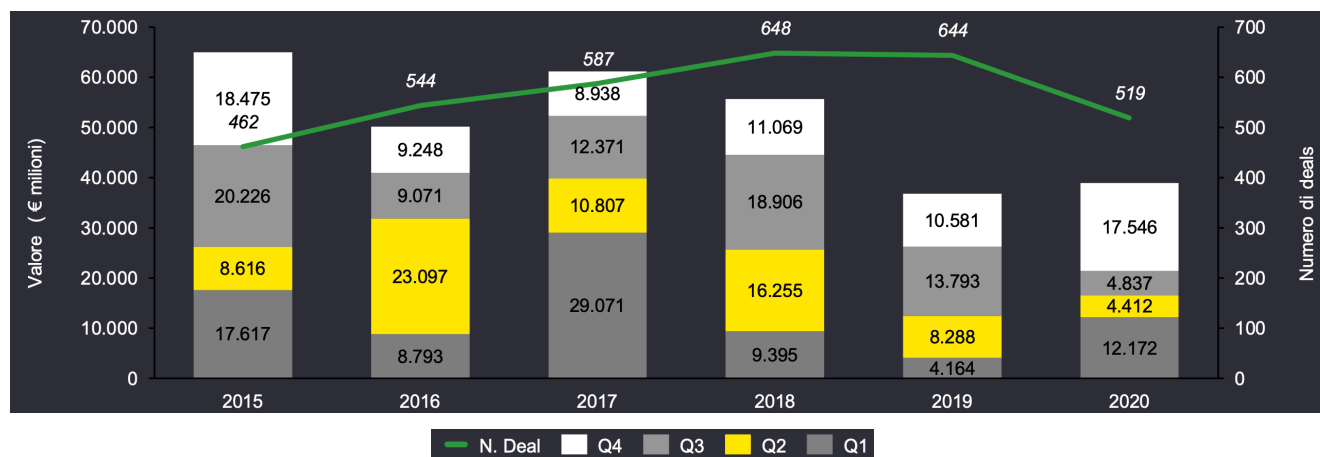
Inoltre, è interessante notare come molte imprese europee abbiano in questo periodo tagliato i dividendi, in modo da preservare la liquidità, generando così una reazione positiva nel mercato azionario.

3.1.2 Gli effetti sul mercato italiano

Nonostante il Covid-19 abbia comportato un'interruzione delle operazioni di acquisizione in Italia nel primo trimestre del 2020, nella seconda metà dell'anno è stata registrata una ripresa delle transazioni, con circa 300 *deals* per un valore totale di 22.4 miliardi di euro.

In particolare, nel corso del 2020 vi sono stati 519 accordi, con un calo del 19% in termini di numero di operazioni rispetto all'anno precedente: a causa del *lockdown* imposto dal governo italiano da marzo 2020, il primo semestre dell'anno si è concluso con il valore aggregato più basso registrato dal 2009.

Trend M&A nel mercato italiano, 2015 - 2020



Fonte: analisi EY su dati Mergermarket

Si è avuta invece una ripresa nel secondo semestre con circa 300 operazioni grazie all'incidenza di *megadeals* con valore superiore ad 1 miliardo di euro, avvenuti soprattutto nel settore finanziario, come ad esempio: l'acquisizione delle torri Telecom di CK Hutchinson da parte di CellnexTelecom per 3.3 miliardi di euro; la fusione di

UBI Banca e Intesa SanPaolo per 5.5 miliardi di euro; la cessione del 30% di Esselunga agli azionisti di maggioranza per 1.83 miliardi di euro⁷⁰.

Tuttavia, escludendo i *megadeals* e concentrando l'attenzione sulle transazioni del Mid Market, è stata registrata una riduzione del 24.8% rispetto all'anno precedente: la riduzione di valore è piuttosto generalizzata in tutti settori, ad eccezione del settore finanziario, risultato il più attivo, seguito dal settore *consumer*, i quali insieme hanno rappresentato il 50% del valore delle operazioni di M&A in Italia. I settori più penalizzati invece sono stati i tipici del *Made in Italy*, a causa delle restrizioni e del clima di incertezza, quali appunto il *retail*, beni di consumo non alimentari, trasporti e *leisure*.

3.1.3 Gli effetti sul mercato statunitense

Il livello di M&A negli Stati Uniti è diminuito di oltre il 50% nel primo trimestre del 2020 rispetto al 2019 e, nonostante la riduzione degli accordi, ci sono alcuni settori che sono riusciti comunque a mantenere il numero consistente di *deals* del 2019.

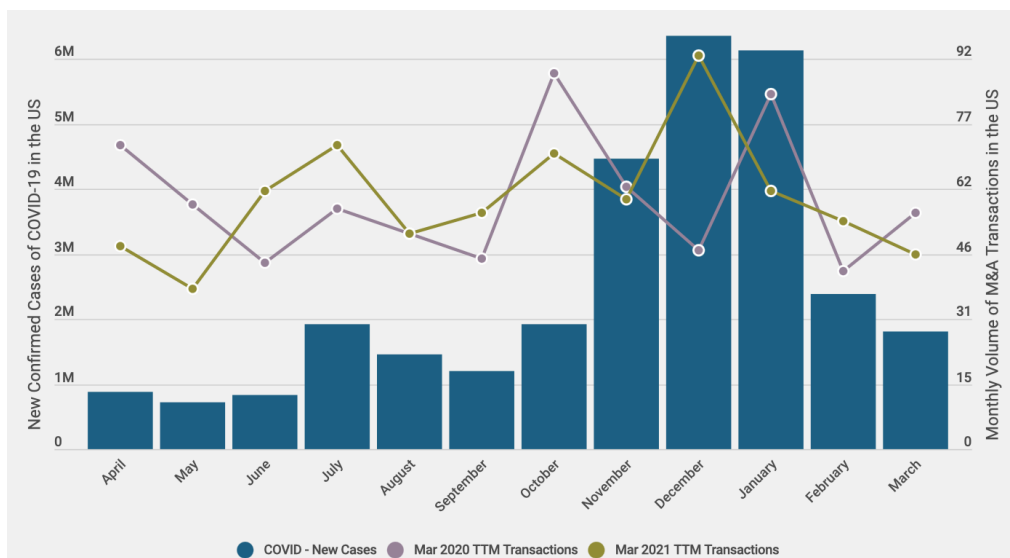
Il primo di questi è il settore aerospaziale: esso ha visto una riduzione del volume di transazioni tra il 22 marzo ed il 31 dicembre 2020 dell'8% rispetto all'anno precedente, con ben 34 operazioni.

Il secondo è il settore bancario, finanziario e assicurativo, il quale ha addirittura registrato un aumento di operazioni quasi del 15% nel mese di dicembre 2020: gli acquirenti strategici hanno guidato il 95% delle transazioni e oltre il 75% di esse è avvenuta nel settore assicurativo. Nonostante il forte aumento nel mese di dicembre, il volume di operazioni nel settore è diminuito del 6% nel periodo compreso tra il 22 marzo ed il 31 dicembre⁷¹.

⁷⁰ M. Daviddi – EY report, “*M&A in Italia: review 2020 e preview 2021*”, Febbraio 2021

⁷¹ M. Rosendhal, “*The Impact of COVID-19 on U.S. M&A*”, PCE Companies, Aprile 2021

Volume mensile di transazioni nel settore bancario del mercato americano in relazione ai casi di Covid-19



Fonte: S&P Capital IQ and OurWorldInData.org

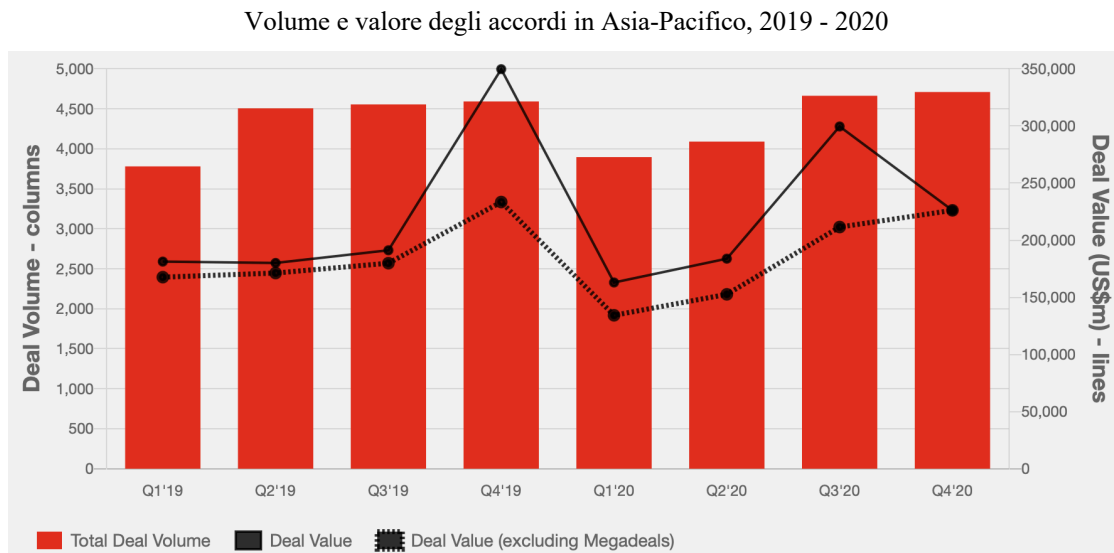
L'attività di M&A nel settore dell'edilizia e della costruzione tra il 22 marzo ed il 31 dicembre 2020 è diminuita per il 31% ed in particolare, la divisione *Construction and Engineering* ha rappresentato oltre il 77% del totale delle transazioni.

Infine, il volume di operazioni nel settore *Business Services* a dicembre 2020 ha superato il volume di dicembre 2019: in particolare, le transazioni nei servizi di consulenza continuano a guidare il volume di operazioni. Dall'altro lato, l'attività di M&A nel settore *Consumer* è diminuita notevolmente rispetto al 2019, soprattutto per quanto riguarda hotel, *resort* e crociere, divisione che ha subito un impatto significativo, in quanto il volume delle sue transazioni si è ridotto del 68% rispetto all'anno precedente.

3.1.4 Gli effetti in Asia-Pacifico

Il volume globale di M&A è diminuito di quasi un quarto, nello specifico del 23%, nella prima metà del 2020. Tuttavia, ci sono delle divergenze tra le reazioni alla pandemia, in quanto per i primi nove mesi del 2020 il volume di accordi in Asia-Pacifico è diminuito solo dell'8%, mostrando così un mercato molto resiliente. Secondo uno studio condotto da Ernst & Young, le società appartenenti a questo

mercato che si sono mosse in anticipo e hanno fatto scelte coraggiose riguardo ad eventuali fusioni o acquisizioni, hanno visto un aumento del 26% del rendimento totale per gli azionisti, rispetto alle società che non lo hanno fatto. Inoltre, le società che hanno rimodellato i propri portafogli e hanno adottato misure per disinvestire gli *asset* hanno ottenuto rendimenti superiori del 24% nello stesso periodo.



I paesi e le regioni dell'Asia-Pacifico hanno sperimentato l'impatto della pandemia in diversi modi: l'attività di fusione e acquisizione in Cina, inizialmente ridotta solo del 7%, è subito tornata ai livelli precedenti al Covid-19 riprendendosi prima rispetto agli altri paesi, mentre il numero di operazioni in India e Singapore è aumentato verso la seconda metà del 2020. Inoltre, il volume degli accordi mensili in Australia ha iniziato a riprendersi gradualmente solo nell'ultimo trimestre del 2020, mentre l'attività di M&A del Giappone è rimasta relativamente inalterata nel primo trimestre del 2020, rispetto alla maggior parte delle altre regioni dell'Asia-Pacifico, ma da allora ha iniziato a rallentare a causa delle restrizioni legate alla pandemia e del conseguente impatto sulle imprese. L'attività in uscita è diminuita e molti accordi sono stati sospesi a causa delle restrizioni sugli spostamenti, mentre i *megadeals* nazionali del Giappone hanno raggiunto il massimo livello in 15 anni nel terzo trimestre del 2020.

Una caratteristica comune a tutti i paesi dell'Asia-Pacifico è stato l'aumento significativo di investimenti in entrata da fondi di *private equity*, modalità opposta a quella tipica dello scenario pre-Covid, ossia investimenti in uscita da parte di investitori cinesi⁷².

Nel complesso, l'Asia-Pacifico ha visto un terzo trimestre 2020 con accordi di alto valore, i quali hanno raggiunto i 392 miliardi di dollari: in particolare, Cina e Giappone hanno aumentato il valore delle operazioni, grazie al consolidamento del petrolio e del gas cinese, il quale rappresenta il più grande accordo a livello globale fino ad oggi nel 2020. I settori che hanno registrato una crescita dell'attività di M&A nei primi nove mesi del 2020 includono le telecomunicazioni (19%), la scienza (9%) e l'energia e le *utilities* (9%)⁷³. In particolare, la tecnologia è stata uno dei primi settori a rimbalzare in Asia-Pacifico, con il volume degli accordi che è tornato ai livelli del 2019 e continua a guidare fusioni e acquisizioni come parte degli obiettivi di trasformazione in tutti i settori.

3.2 Gli effetti della pandemia sul mercato M&A in relazione al mercato di capitali

Per i mesi di gennaio e febbraio 2020, gli operatori di mercato ritenevano che il virus si sarebbe diffuso in maniera limitata, in particolare solo nel territorio della Cina, e che semmai fosse diventato globale, i mercati finanziari avrebbero reagito allo stesso modo in cui hanno reagito successivamente a crisi virali precedenti, quali SARS e MERS, ovvero con un piccolo calo seguito da un rapido rimbalzo. Ma dall'inizio di marzo 2020 era chiaro che il virus si sarebbe diffuso diversamente, generando una ricaduta significativa sui mercati finanziari: gli indici S&P 500 e STOXX Europe 600 avevano chiuso ai massimi storici alla fine di febbraio 2020, ma in poche settimane la situazione è cambiata radicalmente, in quanto hanno perso tra il 30% ed il 35%⁷⁴. Le turbolenze

⁷² Deloitte, "How COVID-19 has impacted global M&A activity"

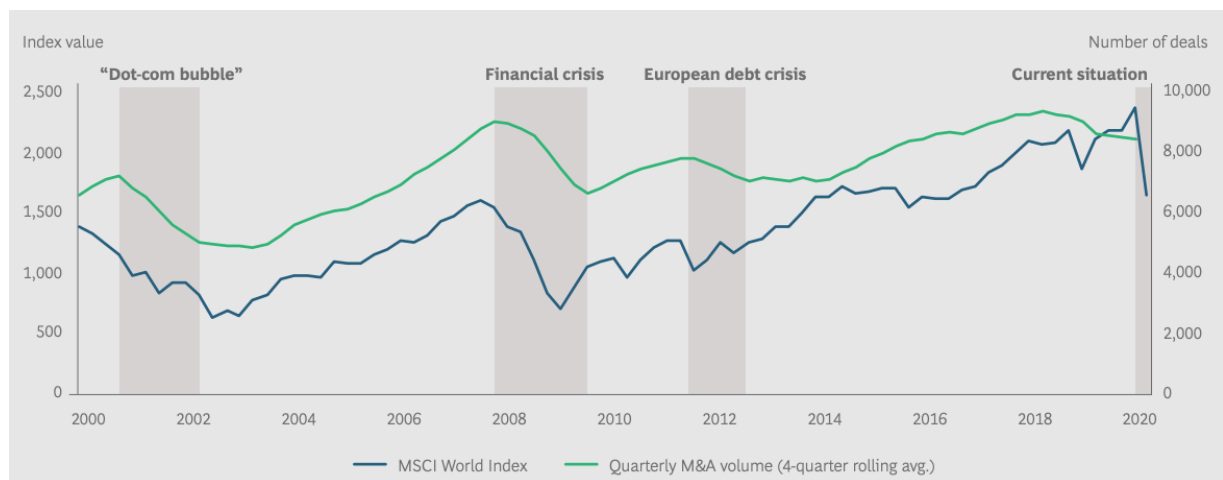
⁷³ Ernst & Young, "COVID-19 impact on M&A more severe than global financial crisis, but many Asia-Pacific countries rebounding faster", Novembre 2020, Londra

⁷⁴ J. Kengelbach - J. Gell - G. Keienburg - D. Degen - D. Kim, "M&A update: COVID-19's impact on global M&A", Boston Consulting Group, 2020

nei mercati finanziari sono spesso precursori di ciò che accade nell'economia mondiale e per questo motivo, allo scoppiare della pandemia, vi era un'elevata possibilità che anche le economie più forti sperimentassero una recessione: secondo Reuters, gli Stati Uniti avevano l'80% di possibilità di recessione, mentre secondo l'istituto Ifo, la Germania poteva sperimentare un calo del PIL del 4.5%.

Il mercato M&A risente quindi del deterioramento dei mercati finanziari: storicamente, l'attività di fusione e acquisizione era fortemente correlata ai prezzi delle azioni, dunque all'andamento dei mercati di capitali. In particolare, dal 2000 al 2019 la correlazione tra il valore dell'indice MSCI World ed il volume di M&A era circa dell'80%:

Correlazione tra attività di M&A e l'andamento del mercato dei capitali, 2000 - 2020



Fonte: Refinitiv; S&P Capital IQ; BCG analysis.

All'inizio del 2020, l'attività di fusione e acquisizione già registrava delle tendenze a ribasso e il valore si è mantenuto stabile solo grazie ad alcuni *megadeals*, ma a partire dallo scoppio della pandemia gli effetti si sono amplificati e ciò è evidente in quanto molti accordi sono stati annullati o ritardati: ad esempio, la proposta di acquisizione di Cineplex da parte del suo *competitor* inglese Cineworld era stata annunciata a dicembre 2019, per poi essere conclusa a febbraio 2020. Ciò è accaduto in quanto i prezzi delle azioni delle due società erano crollati a causa del timore che l'attività cinematografica potesse recedere durante la crisi e, di conseguenza, gli investitori hanno iniziato a chiedersi se l'accordo fosse una giusta scelta.

3.3 In che modo diversi fattori hanno impattato il mercato M&A

Il mondo delle M&A ha resistito e si è ripreso in fretta dalle passate crisi economiche, tra cui lo scoppio della bolla delle *dot-com* nel 2000-2002 e la grande recessione del 2007-2008. Come in questi precedenti casi, le incertezze nel mercato dei capitali hanno contribuito a ritardare o tagliare i piani di acquisizione da parte delle imprese, ma questa volta la situazione è diversa: l'impatto della pandemia non è solo sul sistema finanziario, sulla valutazione dei venditori e sulla propensione degli acquirenti a concludere affari nel breve termine, ma su una moltitudine di altri fattori che influenzano gli accordi di fusione e acquisizione. Tra questi ci sono l'emersione di problemi nella *due diligence*, le disponibilità di capitale, le tempistiche necessarie ad ottenere finanziamenti, i termini degli accordi e la necessità di approvazione per le transazioni.

Per quanto riguarda gli accordi, i dirigenti aziendali si sono trovati costretti a prestare maggiore attenzione alla salute delle proprie aziende rispetto al perseguimento di obiettivi di crescita attraverso acquisizioni. Ciò ha comportato l'abbandono di significativi accordi rimasti in sospeso, come il caso di SoftBank, la quale ha chiuso la sua offerta pubblica di acquisto delle azioni di WeWork per 3 miliardi di dollari per via dell'impatto del Coronavirus⁷⁵. Per questo motivo, il numero di accordi è stato scarso e la maggior parte di operazioni esercitate in quel periodo erano mirate alla ristrutturazione aziendale.

Un altro effetto si è avuto sulle scadenze degli accordi: sia per quelli già esistenti che per quelli stipulati durante la pandemia sono stati notevolmente estesi i termini, in quanto ogni fase tipica della transazione, comprese le discussioni preliminari, le negoziazioni del *termsheet* e la chiusura dell'accordo, ha richiesto più tempo del previsto. Di conseguenza: la negoziazione, la fase di *due diligence* e i tempi per ottenere l'approvazione delle terze parti si sono prolungati; gli acquirenti e i loro consigli d'amministrazione sono stati più cauti, in quanto vi erano dubbi sulla capacità

⁷⁵ R. Harroch – D. A. Lipkin – R. V. Smith, “*The Impact of The Coronavirus Crisis on Mergers and Acquisitions*”, Aprile 2020

di valutare adeguatamente il venditore, non potendo fare un'analisi sulle transazioni comparabili avvenute recentemente; gli acquirenti che necessitavano di finanziamenti hanno incontrato dei ritardi dovuti all'instabilità dei mercati finanziari.

Per quanto riguarda la *due diligence*, prima di investire in essa solitamente acquirenti e venditori utilizzano dei documenti preliminari non vincolanti per comprendere alcuni dei termini dell'accordo, quali *termsheet* o lettere di intenti e, alla luce della pandemia, molti di loro si sono astenuti dal sottoscrivere una tradizionale lettera di intenti, almeno fin quando l'acquirente non avesse eseguito una *due diligence* incrementale sulla misura in cui il Covid-19 avesse influenzato negativamente l'attività, i risultati e le prospettive commerciali del venditore. Per tali motivi, gli acquirenti hanno richiesto periodi di esclusiva più lunghi rispetto al passato, in quanto la pandemia ha posto nuove sfide in termini di *due diligence*: fino ad ora, soprattutto nel settore della tecnologia, i periodi di esclusiva erano tra i 30 ed i 40 giorni, successivamente gli acquirenti hanno insistito per almeno 60-75 giorni, in previsione dell'interferenza del Coronavirus o del ritardo generato nella *due diligence*. Allo stesso tempo, i venditori hanno posto delle disposizioni per porre fine all'esclusiva non appena avessero avuto segno da parte degli acquirenti che essi non fossero disposti a procedere con la transazione nei termini stabiliti.

In aggiunta, i *dealmakers* devono considerare come il Covid-19 abbia influito sui rendiconti finanziari delle aziende *target*, in modo da stabilire un EBITDA di base affidabile ai fini della valutazione, per cui essi tutt'ora conducono una solida *due diligence*, comprensiva di analisi di mercato e di una moltitudine di variabili commerciali, e danno valore anche ad elementi non tradizionali, come la resilienza. In questo caso, la strutturazione di accordi più aiutare le imprese a ridurre al minimo l'esposizione a determinati rischi e a mantenere allineati gli interessi di venditore e acquirente⁷⁶.

⁷⁶ B. Levy – M. Lloyd – W. Jackson-Moore, “Global M&A Industry Trends: Fierce competition ahead for dealmakers shaping the post-pandemic economy”, Pwc, 2021

3.4 L'impatto della pandemia sul settore del lusso

Fin dai primi sviluppi della pandemia, il settore del lusso è stato molto in sintonia con la diffusione del Coronavirus e le sue implicazioni nel settore, in quanto i *brands* di lusso hanno iniziato ad accusare gli effetti già dalla diffusione del virus in Cina, paese i cui cittadini hanno rappresentato il 90% della crescita del lusso nel 2019. Ma quando il virus è giunto in Italia, sede di molti *brands* e dei loro fornitori chiave, sono state affrontate le sfide più difficili, soprattutto su dove e come operare in una situazione di blocco nazionale.

Il Covid-19 ha generato non solo difficoltà per la sanità pubblica, ma anche implicazioni serie per il prodotto interno lordo, per l'occupazione e per i mercati finanziari, portando ad un clima di sfiducia ed incertezza nei consumatori e nella loro disponibilità a spendere. Di conseguenza, era inevitabile che il settore del lusso avrebbe subito un forte impatto, ma che ne sarebbe uscito più innovativo e propositivo.

3.4.1 Le previsioni iniziali

Nel mese di marzo 2020, allo scoppio della pandemia, molte grandi società di consulenza hanno iniziato a svolgere delle previsioni sul futuro andamento del settore del lusso e delle operazioni di M&A in esso. Bain & Company, in un report di marzo 2020, ha previsto una contrazione dal 25% al 30% nel primo trimestre per il settore del lusso, previsione basata sui dati sulla diffusione del Covid-19, dati macroeconomici, il *trading* dei principali *brands* e le interviste condotte dall'azienda, e ha poi ipotizzato diversi scenari per il 2020 nel suo complesso, con una contrazione media compresa tra il 22% ed il 25%, pari ad un calo tra 60 e 70 miliardi di dollari. Secondo le previsioni effettuate, a causa dello stop al turismo e alla vendita al dettaglio, non vi era dubbio che il settore del lusso sarebbe stato colpito dalla pandemia: il 20-30% dei ricavi nel settore del lusso proviene da consumatori che acquistano al di fuori del loro paese d'origine ed è stato stimato che, avendo i consumatori cinesi effettuato oltre 150 milioni di viaggi all'estero nel 2018, gli acquisti al di fuori del loro paese d'origine

abbiano rappresentato più della metà della spesa nel lusso da parte della Cina⁷⁷. Gli asiatici acquistano beni di lusso al di fuori del loro paese non solo per beneficiare di prezzi più bassi in Europa, ma anche perché lo *shopping* è diventato parte integrante della loro esperienza di viaggio, in quanto l'acquisto di un marchio nel suo paese di origine gli dà un senso di autenticità.

Tuttavia, secondo le previsioni il settore sarebbe stato colpito dalla pandemia in maniera sproporzionale, grazie anche al mercato cinese ed alla sua più rapida ripresa rispetto agli altri paesi.

I dirigenti di aziende di lusso che sono stati intervistati hanno affermato che, dopo un inizio eccezionalmente positivo a gennaio 2020, allo scoppiare della pandemia l'Asia ha subito un significativo calo delle vendite, con la Cina in prima linea, in quanto quasi tutti i marchi di lusso hanno dovuto chiudere temporaneamente i negozi e ridurre il loro orario di lavoro. Allo stesso tempo, vi è stato un forte impatto anche in Giappone e Corea del Sud, scoraggiando i turisti cinesi e danneggiando la fiducia dei consumatori locali. Il mercato del lusso in Europa invece è rimasto stabile per i primi due mesi e mezzo dell'anno, ma il mercato italiano ha subito un maggiore impatto, in quanto la quarantena ha causato cali nelle vendite di tutto il paese. Il commercio è aumentato invece in Francia, Spagna, Germania e Regno Unito, grazie al turismo (soprattutto dalla Russia) e alla domanda locale stabile durante le prime fasi dell'epidemia.

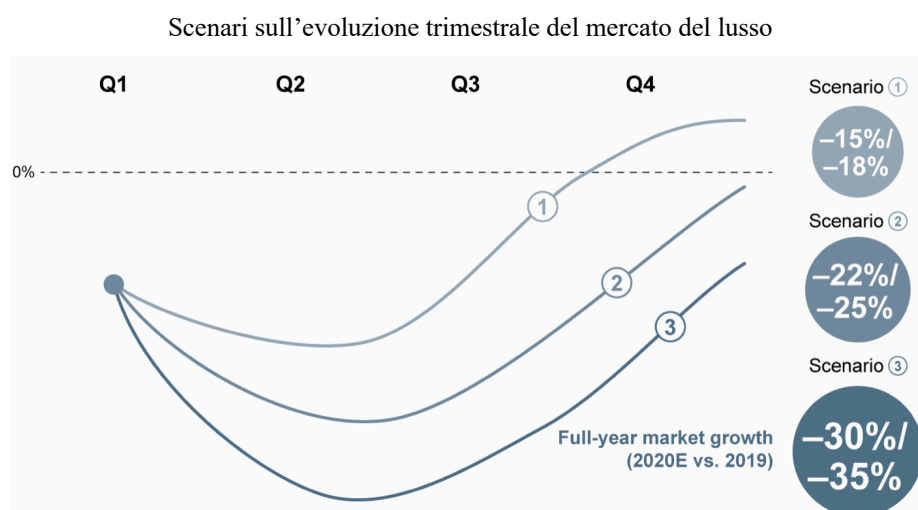
Anche il mercato del lusso nelle Americhe ha iniziato a sentire il pieno impatto del Coronavirus nel mese di marzo 2020: inizialmente, il calo della spesa turistica (prevalentemente cinese) non sembrava aver avuto un grande impatto, ma il *trend* positivo che è stato registrato per la maggior parte del trimestre è stato sottoposto a forti pressioni, in quanto molti *players* hanno chiuso i propri negozi americani. Allo stesso tempo, le vendite online hanno registrato una crescita a due cifre in Europa e nelle Americhe e solo un rallentamento limitato in Asia⁷⁸.

⁷⁷ A. Kim – L. Luan – D. Zipser, “How young Chinese consumers are reshaping global luxury”, Aprile 2019

⁷⁸ C. D'Arpizio – F. Levato – S. Fenili – F. Colacchio – F. Prete, “Luxury after Covid-19: Changed for (the) Good?”, Marzo 2020

Storicamente, il settore del lusso si è mostrato molto resiliente, riuscendo a resistere alle crisi del passato: l'impatto generato dall'epidemia di SARS nel 2002-2003, diffusa prevalentemente in Cina, è stato attenuato dal fatto che il settore del lusso allora non dipendeva dalla Cina come oggi; mentre successivamente alla crisi finanziaria globale del 2008, i numerosi consumatori cinesi hanno continuato ad acquistare anche quando la domanda occidentale di beni di lusso si era arrestata. Tuttavia, stavolta ci sono delle differenze, in quanto il "fattore paura" generato dal Coronavirus è maggiore rispetto alle crisi passate e indebolisce i mercati finanziari, e lo *shopping* di beni lusso da parte dei viaggiatori richiede più tempo per riprendersi, in quanto i paesi mantengono restrizioni per prevenire ulteriori aumenti di casi di Covid-19.

Sulla base di questi dati sull'andamento iniziale del settore del lusso e sui dati storici, sono stati sviluppati tre diversi scenari, prendendo in considerazione una serie di ipotesi riguardo la durata, la profondità geografica e l'intensità dell'epidemia; altre variabili includono anche le aspettative sul PIL, la fiducia dei consumatori e indicatori macroeconomici. Inoltre, gli scenari tengono conto della perdita nelle vendite e dell'impatto ritardato della riduzione degli ordini.



Fonte: Bain & Company analysis

Il primo scenario ipotizza una crescente ripresa della domanda nella seconda metà dell'anno, limitando la contrazione complessiva del mercato dal 15% al 18%, mentre nel secondo scenario, il mercato calerebbe tra il 22% e il 25%, rimanendo negativo per

tutto il quarto trimestre. Nel terzo ed ultimo scenario, il calo del mercato sarebbe compreso tra il 30% e il 35% a causa di un periodo più prolungato di depressione della domanda. Secondo tali previsioni, il settore avrebbe continuato a sentire l'impatto della pandemia anche nel 2021: in particolare, la Cina potrebbe registrare la ripresa più forte, mentre il Giappone, l'Europa e le Americhe potrebbero subire un impatto maggiore a seconda anche dell'andamento dell'economia.

Infine, il report prevede anche l'emersione di alcuni *trend* di consumo in risposta alla crisi: il primo dà maggiore attenzione al mercato cinese, luogo in cui il virus potrebbe essere mantenuto sotto controllo, per cui le restrizioni sui viaggi permetterebbero l'effettuazione di acquisti prevalentemente in Cina; il secondo è un maggior sfruttamento dello *shopping* digitale, a causa dei cambiamenti nelle abitudini dei consumatori e dell'aumento di assortimento *online* da parte dei marchi di lusso; il terzo è la nascita di una "mentalità post-aspirazionale", in quanto i consumatori andranno oltre l'aspirazione come motivazione dell'acquisto e daranno priorità ai marchi più propositivi; un ultimo *trend* è la necessità di espansione ai fini dell'inclusione, grazie allo sforzo dei marchi di rinnovare continuamente la loro offerta a prezzi accessibili, successivamente alla riduzione del potere di spesa di molti clienti.

3.4.2 I cambiamenti che la pandemia ha generato nel settore

La pandemia, durante la sua diffusione, ha sicuramente scosso molti aspetti delle imprese di lusso, generando dei cambiamenti permanenti.

Durante la pandemia da Coronavirus, la priorità per le aziende operanti nel settore del lusso è diventata proteggere la salute dei propri dipendenti, clienti e *partners*: esse si sono orientate per rispondere ai bisogni di salute pubblica, passando dalla distribuzione di sciarpe e profumi alla produzione di mascherine per il viso e disinfettanti, mentre molti grandi conglomerati si sono impegnati in donazioni in denaro agli ospedali o ad altre organizzazioni senza scopo di lucro.

Anche prima del colpo della pandemia, molti grossisti del lusso indipendenti stavano già lottando contro una continua diffusione di integrazioni verticali nel mercato e,

siccome il danno generato dal Covid-19 si è esteso soprattutto a quelle imprese non ancora passate ad un modello di integrazione verticale, molti grossisti hanno preferito adottare politiche commerciali o di sconto aggressive per sopravvivere.

Un altro cambiamento durante la pandemia si è avuto sugli eventi come settimane della moda e fiere che non sono potute avvenire in pubblico ed erano per i marchi di lusso dei momenti essenziali per mantenere i loro rapporti con i consumatori e i *partners* commerciali.

Più volte l'industria del lusso si è dimostrata capace di reinventarsi e di rispondere alle urgenze, per cui durante la pandemia vi è sempre stata la convinzione che le imprese sarebbero riuscite ad uscire dalla crisi più forti⁷⁹.

Per tali motivi, le azioni che i dirigenti dovrebbero intraprendere per permettere un recupero sono: digitalizzare la *supply chain*, in quanto la tecnologia può aiutare le imprese di lusso a mantenere la loro produttività durante la crisi e a migliorare i rapporti con i clienti; anticipare i cambiamenti nel comportamento dei clienti, quindi le aziende devono cercare di rispondere a qualsiasi nuova esigenza dei consumatori, ad esempio la tendenza verso la sostenibilità ed il consumo più responsabile, rendendo necessario alle imprese fornire dettagliate informazioni sui loro processi produttivi; soprattutto considerare ragioni economiche e sociali per intraprendere una crescita attraverso operazioni di M&A, valutando aziende con cui collaborare o intraprendere *partnerships*.

In sostanza, a causa della pandemia il mercato del lusso è diventato sempre più "locale", in quanto storicamente era guidato dal turismo, e i consumatori sono sempre più giovani: i *millenials* e la Generazione Z (che segue i primi) guidano gran parte della crescita del mercato attualmente, stabilendosi come veri clienti del lusso. La pandemia ha fatto sì che si sviluppassero marchi sempre più grandi e propositivi, soprattutto per le generazioni più giovani che apprezzano sempre di più le diversità e l'inclusione quando scelgono cosa acquistare.

⁷⁹ A. Achille – D. Zipser, “*A perspective for the luxury-goods industry during - and after - Coronavirus*”, Aprile 2020

In particolare, il settore del lusso ha visto un secondo trimestre gravemente colpito dalla pandemia e dei segnali di miglioramento nel terzo trimestre, fermati poi dalla seconda ondata di virus in Europa. Per quanto riguarda le vendite *online*, è raddoppiato il loro peso nel mercato totale del 2020, rappresentando il 22% del consumo totale di lusso: secondo Pwc, la digitalizzazione e l'*e-commerce* hanno assunto un ruolo centrale nel 2020 e saranno normalizzate nell'anno successivo. Le previsioni sul 2021 fatte al termine del 2020 hanno registrato una crescita che va dal 10% al 19%, la quale varia a seconda di fattori macroeconomici, dell'andamento del virus e della possibilità di sbloccare il turismo, mentre una previsione di medio termine mostra una ripresa per i prossimi tre anni, permettendo all'industria del lusso di tornare ai livelli del 2019 entro l'inizio del 2023⁸⁰.

In conclusione, il settore del lusso sta affrontando enormi cambiamenti e si prevede che uscirà dalla crisi con dinamismo e determinazione: entro il 2030 il settore sarà trasformato drasticamente e non si parlerà più di industria del lusso, ma di mercato dell'eccellenza culturale e creativa. In questo nuovo ambiente, i marchi vincenti saranno quelli che hanno costruito sui loro punti di forza e hanno pensato con coraggio, cambiando il loro modo di operare.

3.5 Gli effetti della pandemia sul mercato M&A nel settore del lusso

Negli ultimi dieci anni, i grandi conglomerati del lusso e le società di *private equity* hanno raggiunto obiettivi di acquisizione interessanti, ma a causa della pandemia alcuni acquirenti si sono accorti di non avere le competenze né le risorse per coltivare marchi ad alto potenziale: la crisi finanziaria globale, insieme alla necessità di innovazione, ha incrementato la volontà di molte imprese, soprattutto di media dimensione, di aprirsi a soci finanziari o industriali ai fini del cambiamento del proprio modello di *business* e della creazione di vantaggi competitivi sostenibili nel tempo, oltre che per la possibilità di ridurre notevolmente il rischio di esposizione ad un unico *asset*.

⁸⁰ C. D'Arpizio – F. Levato, “How Covid-19 Has Accelerated the Transformation in Luxury”, Dicembre 2020

Vi è stata soprattutto una necessità di trasformazione e cambiamento, anche nel modo di agire per intraprendere operazioni di M&A: il Covid-19 continua ad impattare tutt'oggi l'industria del lusso, portando le imprese a ricercare opportunità di crescita muovendosi in direzioni che prima non avrebbero mai considerato.

I fattori da considerare sono prevalentemente tre: il lusso è un *business* in cui le dimensioni sono molto importanti, in quanto per costruire e gestire marchi globali, mantenere una costante innovazione di prodotto e tenere il passo con l'evoluzione digitale, bisogna essere di una certa dimensione e più grande è l'azienda, maggiori sono le sinergie e le competenze per potenziare i lati creativi e commerciali di un *brand*; secondo le stime di McKinsey, con la pandemia da Covid-19 il mercato del lusso si è contratto per la prima volta dal 2009, con un calo del 20-30%, soprattutto a causa dei cambiamenti che il virus ha generato sulle abitudini di spesa e sugli acquisti dei consumatori e ciò ha rivelato ad alcuni proprietari che nessuna attività è completamente a prova di proiettile, spingendo quindi verso la ricerca di *partners* per ridurre al minimo l'esposizione al rischio per le loro imprese; infine, i tassi di interesse sono ai minimi storici, per cui coloro che sono ricchi di liquidità si trovano in un momento in cui il mercato è maturo per gli investimenti, allo stesso tempo i venditori sul mercato sembrano essere più aperti agli anticipi, risultando il momento perfetto per le società di lusso per vendere o effettuare acquisizioni⁸¹. In sintesi, la propensione all'attività di M&A per le aziende del lusso rimane elevata e quando vi sono le opportunità sul mercato si presentano molti acquirenti interessati.

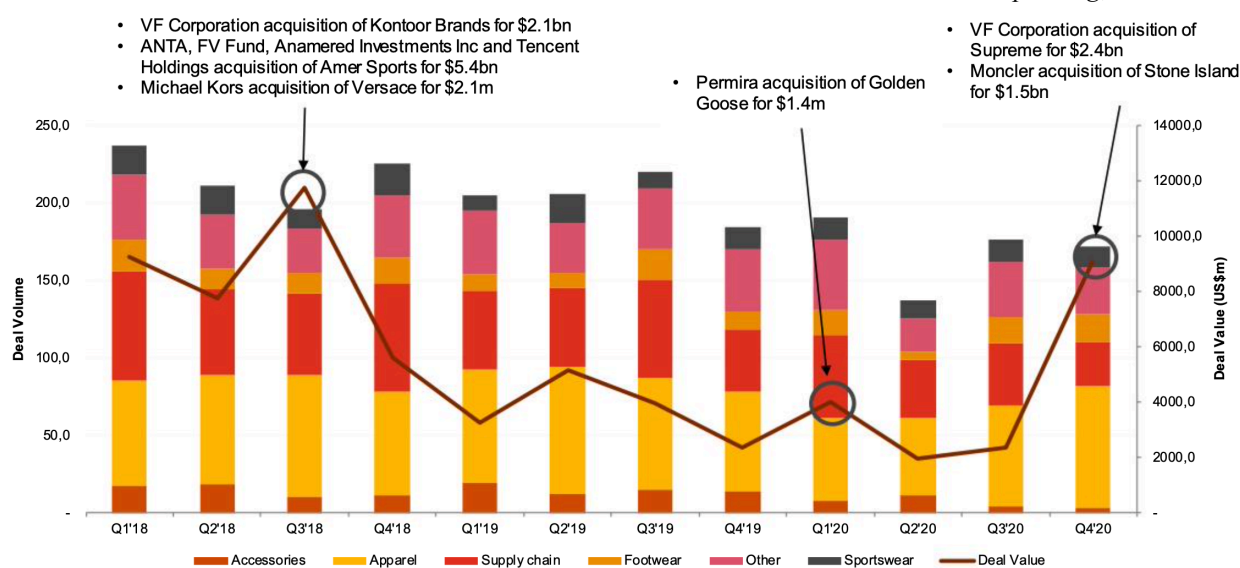
Specialmente nelle filiere tessili e della pelle vi è stata una crescita nel *trend* di consolidamento, quale fenomeno che porta all'unione di diversi *players* nella gestione delle vendite *business to business*, così come *business to consumer*. Questo in quanto il Covid-19 ha aumentato la pressione sulla domanda per tali beni di lusso, creando condizioni favorevoli alla vendita, fusione o unione delle forze per essere in grado di superare la crisi e sfruttare esperienza e talento⁸².

⁸¹ M. Ortelli, "Opinion: Luxury M&A Opportunities Will Heat Up Post-COVID. Here's Why.", Marzo 2021

⁸² Francesca Di Pasquantonio, responsabile dei beni di lusso presso Deutsche Bank

Come mostra il grafico, il settore del lusso ha sempre mantenuto un andamento di operazioni di M&A costante nel tempo, con qualche picco rappresentato da consistenti *deals* in termini di valore. L'effetto primario della pandemia da Covid-19 è stata una discesa notevole nel secondo trimestre, momento in cui l'OMS ha dichiarato lo stato di pandemia, seguita da una ripresa già dal terzo trimestre, anche in questo caso guidata da *megadeals* come l'acquisizione di Supreme da VF Corporation per 2.4 miliardi di dollari.

Volume e valore dei *deals* nel settore del lusso su base trimestrale basato su accordi conclusi e *pending*, 2018 - 2020



Fonte: Refinitiv and Pwc analysis

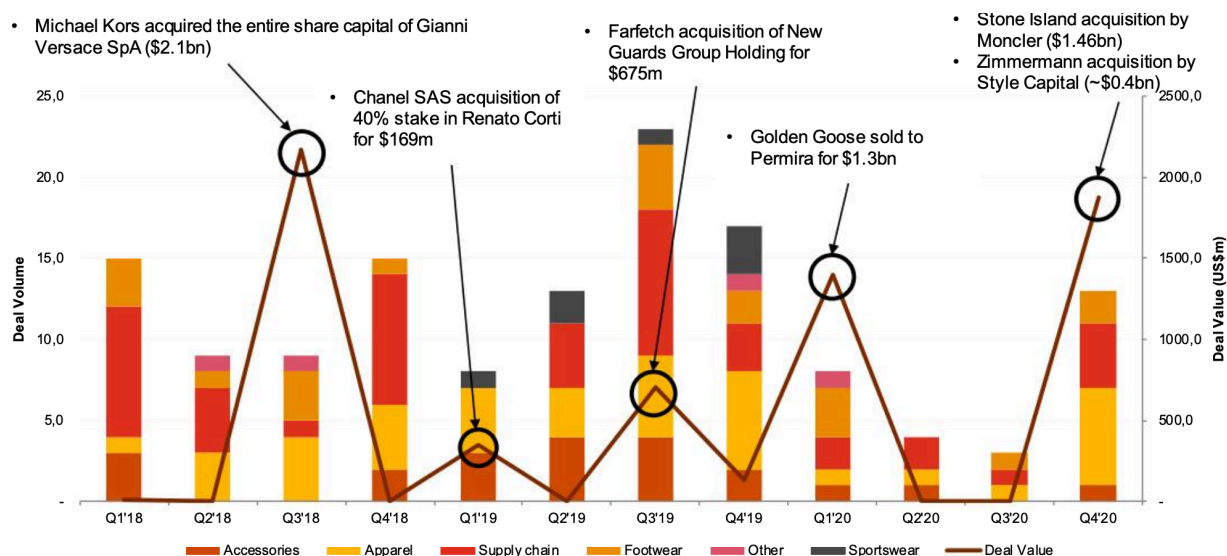
Tre sono le acquisizioni fondamentali che hanno dominato il difficile anno della pandemia per un valore totale di 20 miliardi di dollari: VF Corporation, proprietaria di Tiberland, Vans e The North Face, ha acquisito Supreme per 2.1 miliardi di dollari; Moncler ha acquisito il *brand* di abbigliamento maschile Stone Island per 1.4 miliardi di dollari; infine, l'accordo dell'anno è stato quello concluso tra il conglomerato LVMH e Tiffany & Co. per un valore di 15.8 miliardi di dollari, il più grande affare mai realizzato nella storia del lusso⁸³. Alcune operazioni si sono orientate verso aziende che offrono ritorni più rapidi, infatti il focus delle M&A avvenute in periodo di pandemia sono stati i *brands* esposti alle generazioni più giovani, in quanto rivolgersi

⁸³ G. Arnett, "Why 2021 will be a bumper year for M&A", Gennaio 2021

ad esse è un'opportunità per creare maggior valore⁸⁴. Altre aziende cinesi invece hanno mostrato delle ambizioni ancora maggiori: Alibaba e Richemont hanno dichiarato di voler investire 300 milioni di dollari ciascuna in Farfetch e 250 milioni di dollari ciascuna in Farfetch China, in modo da fornire ai marchi di lusso un miglior accesso al mercato cinese e per favorire anche la digitalizzazione del mercato globale del lusso. Per quanto riguarda il mercato M&A di lusso italiano, come mostra il grafico, esso ha sempre avuto un andamento instabile guidato da operazioni come l'acquisizione di Gianni Versace da Michael Kors per 2.1 miliardi di dollari avvenuta nel 2018 e l'acquisizione del 40% di Renato Corti da Chanel per 169 milioni di dollari avvenuta nel 2019.

Volume e valore dei *deals* nel settore del lusso in Italia su base trimestrale basato su accordi conclusi e *pending*,

2018 – 2020



Fonte: Refinitiv and PwC analysis

Nel 2020, anno della pandemia, vi è stato un calo già dal primo trimestre ed una ripresa solo dal quarto trimestre, diversamente da come è accaduto nel mercato M&A globale: tale ripresa è stata guidata proprio dal *megadeal* Stone Island – Moncler avvenuto a dicembre 2020 per 1.46 miliardi di dollari.

⁸⁴ Paola Carboni, analista presso Equita

Il declino nei volumi nel mercato italiano è prevalentemente legato ad un calo nelle piccole transazioni nel periodo di pandemia. In particolare, il sotto-settore *accessories* è stato gravemente colpito dalla pandemia in termini di valore, perdendo il 77%⁸⁵.

Anche se in maniera lieve, la pandemia da Covid-19 ha avuto un impatto sul mercato M&A nel settore del lusso mediamente nei primi due trimestri successivi alla diffusione del virus. La conseguenza primaria è stata la crescente incertezza diffusa nel mercato, dovuta all'instabilità del mercato dei capitali così come ai cambiamenti nelle abitudini di spesa dei consumatori e che ha portato ad un gran numero di accordi in stallo nel 2020.

Nonostante la reazione iniziale, il 2020 si è concluso con un improvviso aumento di operazioni di fusione e acquisizione e, secondo molti analisti del settore, si è stabilito un ritmo che potrebbe continuare anche per il 2021, il quale potrebbe essere un anno di ripresa fondamentale per le transazioni M&A nell'industria del lusso.

Infatti, all'inizio di marzo 2021 Onward Holdings ha annunciato la vendita del suo marchio Jil Sander al conglomerato italiano di lusso OTB, mentre Exor, *holding* italiana della famiglia Agnelli, ha investito 541 milioni di euro nel calzolaio francese Christian Louboutin. Infine, per segnare l'inizio di un anno di ripresa per le operazioni di M&A, a gennaio 2021 il conglomerato francese del lusso LVMH ha acquisito il gioielliere americano Tiffany & Co. con uno sconto del 2.5% sul prezzo originale: il cambiamento delle condizioni pattuite e il rallentamento delle trattative in questa operazione sono la dimostrazione del fatto che la pandemia ha avuto i suoi effetti e ha portato alla conclusione dell'affare più grande nella storia del lusso.

⁸⁵ R. Benaglia, "Global and Italian M&A Insights: Fashion & Luxury market", Pwc, Marzo 2021

Capitolo 4

Caso pratico: l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo LVMH

L'elaborato finora ha presentato un'*overview* sulle operazioni di M&A, approfondite in tutti i loro aspetti e caratteristiche, e sul settore del lusso in particolare, la sua storia, l'andamento del mercato e le operazioni di fusione e acquisizione in esso avvenute. Successivamente, è stata effettuata un'analisi sugli effetti che l'improvvisa pandemia da Covid-19 ha avuto sul mercato globale di fusioni e acquisizioni e il clima di incertezza che essa ha generato sulle trattative, soprattutto nel settore del lusso. Tale ultimo capitolo riguarderà un importante caso di acquisizione avvenuto nel settore del lusso che ha gravemente risentito degli effetti della pandemia. Infatti, l'annuncio del raggiunto accordo si è avuto nel 2019 mentre l'operazione è definitivamente avvenuta nel 2021, peraltro con una consistente riduzione di prezzo: per molti mesi, il matrimonio tra il conglomerato francese LVMH e l'azienda americana Tiffany & Co. ha rischiato di essere solo un'ipotesi a causa del clima di incertezza provocato dalla pandemia.

4.1 La vicenda

La trattativa per l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo francese LVMH è iniziata ad ottobre del 2019, spinta da numerosi vantaggi di lungo termine per entrambi i *brands*. Tuttavia, l'impatto della pandemia da Covid-19 ha generato un elevato rallentamento delle trattative dell'operazione, nonché un ingente calo del prezzo d'acquisto, portando alla conclusione del *deal* a gennaio 2021 e realizzando un passaggio da quella che era la più costosa operazione al più grande affare nel settore del lusso.

4.1.1 L'annuncio dell'accordo e gli obiettivi dell'operazione

Come riportato nei precedenti capitoli, LVMH è un conglomerato francese con sede a Parigi, attualmente *leader* mondiale nel settore del lusso e impegnato in attività altamente diversificate sia in termini di segmenti di *business* che di aree geografiche. Costituito nel 1987 da un accordo di fusione da 4 miliardi di dollari tra Louis Vuitton e Moët Hennessy, attualmente conta 75 marchi che generano prodotti di alta qualità in tutti i principali segmenti del lusso, quali moda e pelletteria, vini e liquori, profumi e cosmetici e orologi e gioielli. Ogni *brand* appartenente al gruppo ha la propria autonomia, mentalità imprenditoriale e modello di *business*, rendendo così LVMH altamente versatile e con la possibilità di mantenere la propria posizione di mercato.

Tiffany & Co. è una multinazionale americana storica di gioielli fondata nel 1837 da Charles Lewis Tiffany e John B. Young, anno in cui questi ultimi aprirono il primo negozio nel centro di Manhattan. La svolta avvenne nel 1887 con l'acquisto dei gioielli della Corona francese. Attualmente ha sede a New York e si occupa di *design*, produzione e vendita di gioielli e orologi, motivo per cui l'azienda risulta altamente verticalizzata: dal 1982 controlla totalmente l'approvvigionamento, procurandosi in maniera diretta diamanti e metalli preziosi, in particolare quelli grezzi, attraverso rapporti con miniere e altre fonti note, che operano in maniera responsabile dal punto di vista ambientale. Per tale motivo, l'azienda rappresenta per il gruppo francese una garanzia di approvvigionamento sostenibile e provenienza dei materiali tracciabile e anche una possibilità di trarre vantaggio dalla struttura produttiva verticalizzata per poi creare delle vere e proprie sinergie a livello di gruppo, beneficiando ad esempio del *sourcing* di diamanti⁸⁶.

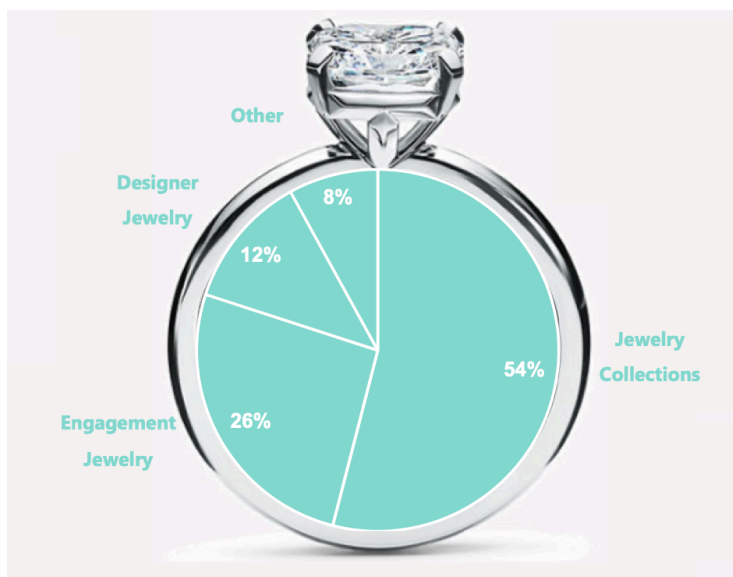
Tiffany & Co. è per il gruppo LVMH la preda ideale, in quanto ha un elevato potenziale di crescita: nell'esercizio 2018 ha ottenuto un fatturato di 4.442 miliardi di dollari, in crescita del 7% rispetto all'anno precedente, con un utile netto di 586 milioni di dollari⁸⁷. Inoltre, la scelta è ricaduta su questa azienda in quanto è percepita non solo

⁸⁶ Jean-Jacques Guiony, CFO di LVMH

⁸⁷ FactSet.com

come una “casa produttrice di gioielli”, ma come marchio di gioielli iconico e globale e sinonimo di lusso americano ormai leggendario, che da 180 anni ha un *design* senza tempo e un artigianato di eccellenza creativa: la “blue box”, utilizzata già dalla vendita dei primi anelli nel 1886, è parte fondamentale dell’identità di Tiffany & Co. e simbolo di raffinatezza e desiderabilità⁸⁸. In aggiunta, il *brand* è definito come *multifaceted*, in quanto possiede un portafoglio diversificato ed equilibrato che comprende alta gioielleria, anelli di fidanzamento e altre amate collezioni: in particolare, le collezioni rappresentano il 54%, gli anelli di fidanzamento il 26% e l’alta gioielleria il 12%.

Le collezioni appartenenti al portafoglio prodotti di Tiffany & Co. in percentuale



Fonte: LVMH-Static.com

Attraverso questa acquisizione, il gruppo LVMH ha l’obiettivo primario di affermarsi ulteriormente nel settore del lusso, in particolare nell’*hard luxury*, ossia la divisione *watches and jewelry*: questa ha acquisito una grande importanza negli ultimi due decenni e, secondo Bain & Company, è stata una delle categorie che hanno performato meglio tra i beni di lusso, rappresentando anche l’80% del *secondhand market* per i beni personali di lusso nel 2018⁸⁹. La gioielleria è vista come una delle categorie attualmente più promettenti nel settore del lusso e la vendita di gioielli, oltre ad essere

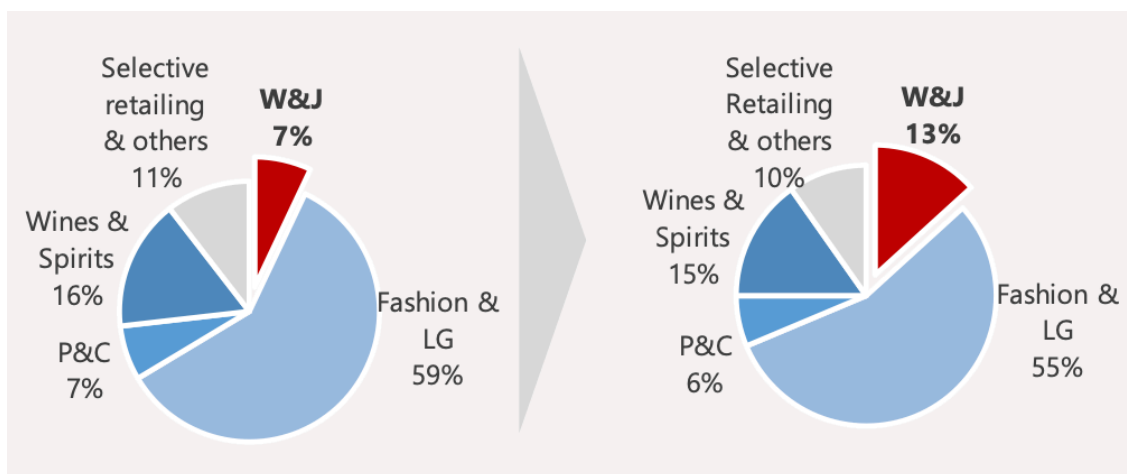
⁸⁸ LVMH, “LVMH Reaches Agreement with Tiffany & Co.”, lvmh.com, Novembre 2019

⁸⁹ C. D’Arpizio – F. Levato – F. Prete – E. Del Fabbro – J. de Montgolfier, “Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall-Winter 2018”, Bain & Company, 2019

legata all'andamento del PIL pro capite, dipende anche dalle tradizioni locali: India, Cina e Stati Uniti negli ultimi anni hanno rappresentato il 70% della domanda globale di gioielli⁹⁰.

LVMH aveva già sperimentato la creazione di valore tramite acquisizioni nella divisione della gioielleria: in particolare, ha aggiunto Bulgari alla sua divisione *watches and jewelry* nel 2011 e da allora, attraverso una combinazione di decisioni strategiche e investimenti in *marketing*, ha raddoppiato le vendite e quintuplicato i profitti. Aggiungendo il *brand* americano, quale marchio di gioielleria iconico, la divisione *watches and jewelry* può arrivare a rappresentare fino al 13% dell'utile operativo di LVMH, contro il precedente 7%⁹¹, rafforzando ulteriormente la propria posizione nella gioielleria dopo il grande successo già ottenuto con l'acquisizione di Bulgari, Zenith e Hublot e incrementando la propria competitività nei confronti del *competitor* Richemont, gruppo svizzero proprietario di marchi come Cartier e Van Cleef & Arpels.

Percentuale della divisione *watches and jewelry* sull'utile operativo di LVMH prima e dopo l'acquisizione



Fonte: LVMH-Static.com

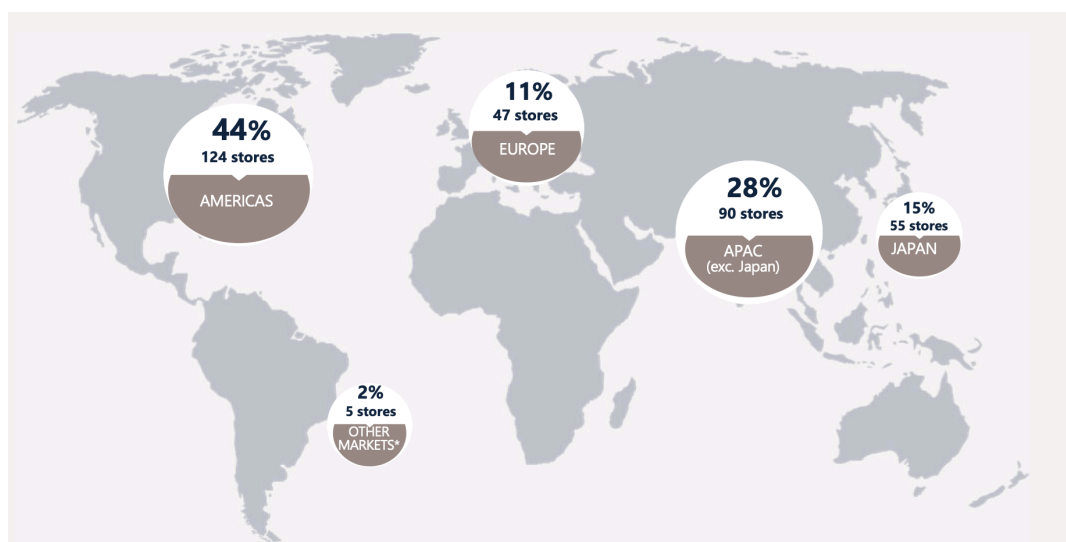
Altro obiettivo del conglomerato francese è l'espansione geografica: LVMH può aumentare la propria impronta oltreoceano, in particolare negli Stati Uniti, mentre anche Tiffany & Co. trarrebbe vantaggio dall'espansione in Cina ed Europa. Infatti,

⁹⁰ Jelena Sokolova, equity analyst di Morningstar

⁹¹ Stima di LVMH basata sui risultati del 2018 di Tiffany & Co. e di LVMH, lvmh-static.com

nonostante il gioielliere americano si sia diffuso quasi in tutto il mondo grazie al suo canale di vendita al dettaglio, ha una minore presenza nel continente asiatico e in Europa: in particolare, è diffuso per il 44% nel territorio americano, per il 28% in Asia-Pacifico, ad esclusione del Giappone, e solo per il 11% in Europa. Inoltre, i dirigenti del gruppo francese vedono l'operazione come un'ulteriore possibilità di “bilanciamento del portafoglio di LVMH”, sia in termini di prodotto che in termini geografici⁹².

Net Sales di Tiffany & Co. per area geografica, 2018



Fonte: LVMH-Static.com

Infine, vi è l'obiettivo tipico delle operazioni di M&A, ossia quello di creazione di valore per gli azionisti: l'operazione permetterebbe al gruppo LVMH di raddoppiare la propria quota di mercato nella gioielleria portandola al 18.4%, rendendolo così il primo *player* nel settore, e di sfruttare la ricca eredità culturale di Tiffany & Co. di oltre 180 anni, in modo da aumentare la sua attrattività e le prestazioni finanziarie. Di conseguenza, gli analisti ritengono che il gruppo francese possa portare il margine operativo di Tiffany & Co. da 17% a 23% e creare valore per gli azionisti entro il 2025⁹³.

Questa acquisizione si mostra come un valido esempio di integrazione orizzontale altamente strategica: si tratterebbe della più grande operazione mai intrapresa dal

⁹² D. Muret, “LVMH-Tiffany: quale impatto per questa acquisizione record?”, Fashion Network, Novembre 2019

⁹³ A. Marengo – L. Monticone – S. Sergeeva – V. Pascoletti – D. Cibaldi, “LVMH’s Tiffany acquisition: a golden opportunity”, Bocconi Students Capital Markets

gruppo LVMH, con valore superiore all'acquisizione della quota restante in Christian Dior del 2017 e al prezzo pagato per rilevare Bulgari nel 2011 (4.3 miliardi di euro), ma che, avvenendo in un periodo di trasformazione interna, permetterebbe di diventare “*the next generation luxury jeweler*”⁹⁴.

La vendita è il risultato di intensi mesi di trattative e, successivamente alla notizia riguardo la proposta ricevuta da Tiffany & Co. il 28 ottobre 2019 per 120 dollari ad azione, vi è subito stata una reazione positiva del mercato. Tuttavia, il 25 novembre 2019 il grande conglomerato del lusso francese LVMH e l'azienda americana produttrice di gioielli Tiffany & Co. hanno annunciato di aver ufficialmente stipulato l'accordo di acquisizione: è stato stabilito un aumento di prezzo quando il CEO di LVMH e l'intero gruppo hanno avuto la possibilità di vedere i libri di Tiffany & Co. e le società hanno deciso per un prezzo di 135 dollari ad azione in *cash*, per un valore totale di 16.2 miliardi di dollari. Di conseguenza, la reazione del mercato è stata ancora più intensa, in quanto il prezzo delle azioni di LVMH è cresciuto del 6.31% il giorno stesso dell'annuncio⁹⁵.

Nel febbraio 2020 si è tenuta l'assemblea straordinaria degli azionisti di Tiffany & Co., i quali hanno votato a stragrande maggioranza per l'approvazione dell'accordo, e ciò è stato visto da Bernard Arnault, presidente del gruppo LVMH, come *milestone* significativa per il completamento dell'acquisizione. Inoltre, in attesa delle condizioni di chiusura e delle approvazioni normative, la conclusione della transazione era prevista per metà 2020⁹⁶.

4.1.2 L'impatto della pandemia e l'accordo “con lo sconto”

Come riportato nei precedenti capitoli, la pandemia da Covid-19 ha generato un rallentamento, e in alcuni casi annullamento, di molti accordi precedentemente

⁹⁴ Alessandro Bogliolo, CEO di Tiffany & Co.

⁹⁵ R. Naas, “*LVMH Acquires Tiffany & Co. For \$16.2 Billion*”, forbes.com, Novembre 2019

⁹⁶ LVMH, “*Tiffany & Co. Stockholders approve Acquisition by LVMH*”, lvmh.com, Febbraio 2020

stipulati, a causa dell'impatto che essa ha avuto sulle condizioni economiche e finanziarie delle imprese.

Dopo aver ottenuto l'approvazione degli azionisti di Tiffany & Co. ci si aspettava di poter procedere alla conclusione dell'operazione nel giro di pochi mesi. Tuttavia, diversi fattori hanno iniziato ad ostacolare la transazione, in particolare il Covid-19 che ha depresso la domanda di beni di lusso e impattato la vendita al dettaglio.

Ad aprile 2020, nonostante lo scoppio della pandemia e il fatto che il gruppo francese avesse registrato un calo dei ricavi per via dello stop al *retail* e al turismo, LVMH sembrava ugualmente convinto di proseguire con l'acquisizione e attenersi al contratto, in quanto dall'altro lato le vendite *online* avevano registrato una rapida crescita grazie alle creative collezioni firmate Louis Vuitton e Christian Dior. Tuttavia, dopo solo due mesi di incertezza generata dallo scoppio della pandemia, il titolo di Tiffany & Co. è crollato e le sue vendite si sono ridotte del 40%, registrando perdite di oltre 30 milioni di dollari⁹⁷.

A complicare ulteriormente la situazione vi era la minaccia della tassazione dei prodotti francesi avanzata da Donald Trump: il governo americano aveva deciso di attuare un dazio doganale aggiuntivo sull'importazione di merci francesi, in particolare nel settore del lusso, e ciò ha generato delle forti tensioni commerciali tra Francia e Stati Uniti.

Di conseguenza, nel mese di giugno 2020 il gruppo acquirente ha iniziato a rivalutare l'operazione, in quanto il consiglio d'amministrazione ha affermato di volersi concentrare maggiormente sulla pandemia, sugli effetti sui risultati economici di Tiffany & Co. e sulle prospettive dell'accordo, aggiungendo di non aver intenzione di acquisire azioni di Tiffany & Co. sul mercato.

Sulla base di queste condizioni, LVMH è stata posta davanti ad un bivio: la possibilità di abbassare il prezzo d'acquisto, e chiedere quindi uno sconto, o abbandonare definitivamente l'operazione. In aggiunta, da una parte il ministro degli Esteri ha chiesto al gruppo francese di rimandare la conclusione dell'operazione al 6 gennaio 2021 a causa delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti, dall'altra Tiffany & Co. ha

⁹⁷ V. Palazzo, "L'impatto dell'emergenza sanitaria nelle operazioni di M&A: il caso LVMH – Tiffany & Co.", *iusinitinere.it*, Novembre 2020

avanzato la stessa richiesta, ma per il 31 dicembre 2020. Tuttavia, il CdA di LVMH ha deciso di attenersi ugualmente all'accordo e di lasciare come termine il 24 novembre 2020.

“L'accordo non può più avere luogo. Allo stato attuale ci è impossibile completare la transazione”: questo è quanto è stato affermato da Jean-Jacques Guiony, CFO di LVMH, il 10 settembre 2020, il quale ha fatto chiarezza mostrando la preferenza ad abbandonare definitivamente l'operazione.

Tiffany & Co. sembrava essere stata poco informata su questi sviluppi, i quali hanno quindi portato ad una vera e propria battaglia legale, in quanto Roger Farah, *Chairman* di Tiffany & Co., aveva affermato di aver intentato un'azione legale nello stato del Delaware per far sì che il gruppo francese portasse a termine l'accordo, accusandolo di approfittare delle tensioni politiche e della pandemia per richiedere un prezzo più basso. Di conseguenza, LVMH ha presentato ricorso in Delaware mettendo anche in discussione la “catastrofica gestione” dell'azienda americana: in particolare il fatto che, nonostante la pandemia e i effetti consistenti su Tiffany & Co., essa abbia comunque deciso per un taglio di capitale e di investimenti in *marketing*, oltre che per l'indebitamento ed il pagamento di dividendi, che hanno generato una condizione economico-finanziaria diversa da quella che vi era quando LVMH decise di acquisire il *brand*⁹⁸.

Tutto ciò dimostra come fosse diventato rancoroso il rapporto tra le due società a causa della persistente instabilità di mercato, motivo per cui il gioielliere americano è riuscito ad ottenere il differimento del termine per la conclusione dell'operazione e ad ottobre 2020 sono stati rivisti i termini dell'accordo, ricercando un prezzo leggermente più basso. Al termine del mese è stato reso pubblico l'annuncio del nuovo accordo “con lo sconto”, in quanto il prezzo era sceso da 135 a 131.5 dollari ad azione, per un totale di 15.8 miliardi di dollari e con una riduzione quindi del 2.5%, permettendo al gruppo francese di risparmiare ben 425 milioni di dollari⁹⁹. Questo in quanto LVMH era ormai consapevole del suo stato di fragilità economica e legale, motivo per cui

⁹⁸ G. Carbone, “*Lvmh-Tiffany: il Covid trasforma le nozze in causa*”, trend-online.com, Settembre 2020

⁹⁹ L. Guilbault, “*Why the new LVMH-Tiffany deal makes sense*”, Vogue Business, Ottobre 2020

successivamente il gruppo e il gioielliere americano hanno anche deciso di risolvere i contenziosi presso la Delaware Chancery Court.

L'operazione è giunta definitivamente a compimento il 7 gennaio 2021, vista anche come una possibilità di recupero per il mercato M&A successivamente ad un anno di pandemia da Covid-19¹⁰⁰. Dopo un lungo periodo di incertezza sulla conclusione della trattativa e la continua ricerca delle giuste condizioni, si è arrivati quindi alla più importante e costosa acquisizione nel settore del lusso. La soddisfazione maggiore per Bernard Arnault, e per Tiffany & Co. in generale, è stata poi quella di poter annunciare vendite record per le festività natalizie e vendite *online* e in Cina aumentate rispettivamente dell'80% e del 50%¹⁰¹.

4.2 Gli effetti della pandemia sui protagonisti dell'operazione

La crisi del 2020 ha creato condizioni difficili per i clienti di LVMH, così come per il *team*, in quanto ha avuto delle ripercussioni su ogni tipologia di *business* appartenente al gruppo, i quali hanno dovuto fronteggiare le rigide restrizioni imposte dal governo: ad esempio, la divisione *watches and jewelry* ha registrato un calo dei ricavi del 24%, mentre maggiormente influenzato è stato il *retail*, i cui ricavi sono calati del 31%.

Ricavi per <i>Watches and Jewelry</i> , 2019-2020			Ricavi per <i>Selective Retailing</i> , 2019-2020		
<i>EURO millions</i>	2019	2020	<i>EURO millions</i>	2019	2020
Revenue	4 405	3 356	Revenue	14 791	10 155
Profit from recurring op.	736	302	Profit from recurring op.	1 395	(203)
Operating margin	16.7%	9.0%	Operating margin	9.4%	(2.0%)
Operating investments	296	210	Operating investments	659	410
Number of stores	457	471	Number of stores	2 011	2 072

Fonte: Snapshot 2021, lvmh.com

I principali marchi si sono mostrati altamente resilienti, fornendo prova di forza e dinamismo. Tuttavia, il periodo di crisi ha comunque generato un impatto

¹⁰⁰ Luca Solca, Bernstein

¹⁰¹ C. Roulet, "2021: a year of luxury M&A", Foundation High Horology, Gennaio 2021

sull'andamento economico-finanziario del gruppo, costringendolo a fare un passo indietro in fase di trattativa per l'acquisizione di Tiffany & Co.

Altro motivo per cui il gruppo acquirente LVMH ha interrotto la trattativa è il cambiamento avvenuto nel valore della *target* Tiffany & Co., la quale ha anch'essa subito l'impatto della pandemia da Covid-19 arrivando a delle condizioni economico-finanziarie diverse rispetto a quelle esistenti al momento della sottoscrizione dell'accordo.

In questa fase dell'elaborato verrà svolta un'analisi empirica al fine di dimostrare l'impatto che l'improvvisa pandemia ha avuto su *target* e acquirente e le ragioni per cui essa abbia diffuso un clima di incertezza sull'esito dell'operazione, portando ad un eccessivo rallentamento della trattativa e ad una consistente riduzione di prezzo come effetti primari. Dopo un anno dall'accordo, il gruppo LVMH ha annunciato di non essere in grado di completare l'acquisizione e ha dovuto richiedere uno sconto sul prezzo d'acquisto, per cui una prima analisi riguarderà l'andamento della cassa del gruppo dal 2019 al 2020 per verificare la sua struttura finanziaria dopo la pandemia. Inoltre, l'acquirente ha manifestato dei ripensamenti anche perché la condizione della *target* dopo lo scoppio della pandemia è notevolmente cambiata, per cui l'analisi proseguirà con una valutazione d'azienda di Tiffany & Co. al momento della rinuncia da parte del gruppo acquirente.

4.2.1 Variabili e metodologia

Come riportato nei precedenti capitoli, la fase di valutazione d'azienda è fondamentale prima di esercitare un'operazione di M&A: in questa fase, la valutazione verrà svolta sull'impresa *target* Tiffany & Co., in quanto le sue condizioni economiche dovute all'impatto del Coronavirus hanno impedito al gruppo acquirente LVMH di proseguire con l'acquisizione.

Ai fini di tale valutazione, verrà utilizzato il metodo finanziario, in particolare il *Discounted Cash-Flow (DCF)*, in quanto è maggiormente razionale per valutare l'azienda e mette in risalto la sua capacità di garantire agli investitori (siano azionisti o

anche finanziatori) i flussi di cassa generati. Esso può essere utilizzato in un'ottica *levered* o *unlevered*: nel primo caso si tratta di una valutazione *equity-side*, che misura l'*equity value* attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per i soli azionisti utilizzando il costo dell'*equity* come tasso di attualizzazione, il tutto al netto della componente di debito; mentre nel secondo caso viene svolta un'analisi in un'ottica *asset-side*, misurando il valore dell'azienda attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti e per i finanziatori, tramite l'utilizzo del *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*, ossia costo medio ponderato del capitale. Tale ultima metodologia consente di ottenere l'*enterprise value* come somma tra l'*equity value* dell'impresa e la sua *Net Financial Position*, ossia il valore di mercato del debito, oppure come sommatoria dei flussi di cassa generati dall'impresa nel periodo di previsione attualizzati per il WACC, sommata a sua volta al *Terminal Value*, ossia il valore dei flussi di cassa disponibili dopo il periodo di previsione:

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$\text{Con } WACC = k_e \times \frac{E}{(E+D)} + k_d \times \frac{D}{(E+D)} \times (1-t) \quad \text{e} \quad TV = \frac{FC_{t+1}}{WACC-g}$$

Dove k_e è il costo del capitale, $\frac{E}{(E+D)}$ e $\frac{D}{(E+D)}$ sono rispettivamente il peso dell'*equity* e del debito sul capitale, k_d è il costo del debito e $(1-t)$ è il peso dell'imposizione fiscale. Mentre FC_{t+1} è il *cash-flow* relativo al primo anno successivo al periodo di previsione e g è il tasso di crescita dei flussi di cassa in ipotesi di crescita costante.

Verrà utilizzato questo metodo per stimare l'*enterprise value* di Tiffany & Co. al momento del raggiungimento dell'accordo, ipotizzando uno scenario di crescita no-Covid, e al momento della rinuncia da parte dell'acquirente nello scenario attuale e con ipotesi di crescita più contenute, in modo da dimostrare l'ingenza dell'impatto sulla trattativa. I principali fattori del 2020 da analizzare durante l'analisi saranno: il livello

dei ricavi di vendita, il livello degli investimenti operativi, i *free cash-flow* e l'indebitamento.

4.2.2 L'analisi empirica su Tiffany & Co.

L'analisi sull'effetto che la pandemia da Covid-19 ha avuto sul valore dell'impresa prende avvio dai dati di bilancio contenuti nell'*income statement* e nel *balance sheet* riportati negli *Annual Reports* di Tiffany & Co.: obiettivo dell'analisi è quello di stimare l'*enterprise value* al 2019 e successivamente al 2020 per verificare un'eventuale riduzione di valore causata dalla pandemia.

Secondo quanto emerge dai dati finanziari contenuti nel *report* annuale (Tabella 1), nel 2019 il *brand* americano ha registrato ricavi di vendita per 4.424 miliardi di dollari e costi del venduto per 1.662 miliardi di dollari, fino ad arrivare ad un Utile netto di 541 milioni di dollari.

Tabella 1: Income Statement, 2019

Net sales	\$	4,424.0	\$
Cost of sales		1,662.1	
Gross profit		2,761.9	
Selling, general and administrative expenses		2,029.3	
Earnings from operations		732.6	
Interest expense and financing costs		38.5	
Other expense, net		3.8	
Earnings from operations before income taxes		690.3	
Provision for income taxes		149.2	
Net earnings	\$	541.1	\$

Fonte: Tiffany & Co. Annual Report 2019

Ai fini della stima dell'*enterprise value* al 2019 tramite l'utilizzo del *Discounted Cash-flow Method*, è necessario elaborare delle previsioni sull'andamento delle voci di bilancio nei cinque anni successivi al 2019, le quali varieranno sulla base di tassi di crescita ricavati dall'andamento negli anni precedenti, nello specifico dal 2013 al 2019.

La prima voce è appunto Ricavi di vendita, i quali, secondo un piano industriale elaborato da Tiffany & Co. nel 2019, crescerebbero del 4% nei successivi anni, ipotizzando dunque uno scenario no-Covid.

Allo stesso tempo, sulla base dei dati di bilancio riferiti agli anni che vanno dal 2013 al 2019, è possibile ricavare il tasso di crescita medio delle voci *Cost of sales* e *Selling, general and administrative expenses* (di seguito SG&A), ossia Costo del venduto e Spese generali e amministrative: il tasso medio di crescita dal 2013 al 2019 di *Cost of sales* è del -0,2% e quello delle SG&A è del 4,6%. Tramite questi tassi medi storici è possibile stimare la crescita delle voci *Cost of sales* e SG&A dal 2019 fino al 2024. In particolare per quest'ultimo anno, ai fini di una corretta normalizzazione, il tasso di crescita utilizzato per la voce Ricavi di vendita è chiamato *long-term growth rate*, ossia un tasso di crescita di lungo periodo ottenuto utilizzando le percentuali di ricavi per area geografica al 2019 (Tabella 2) e i tassi di inflazione attesa a cinque anni per area geografica: questo in quanto nel lungo periodo ci si aspetta che l'impresa cresca per un tasso che tende massimo al tasso di inflazione. Ricavando i tassi di inflazione attesa per area geografica da statista.com, ponderandoli singolarmente per le rispettive percentuali rappresentate in tabella ed infine sommandoli si ottiene un *long-term growth rate* di 2,14%.

Tabella 2: Net sales per area geografica, 2019

<i>(in millions)</i>	2019	% of Total Net Sales
Americas	\$ 1,924.0	43%
Asia-Pacific	1,258.2	28
Japan	649.8	15
Europe	498.3	11
Other	93.7	2
	<u>\$ 4,424.0</u>	

Fonte: Tiffany & Co. Annual Report 2019

Dopo aver elaborato le previsioni per le prime voci sulla base di questi tassi di crescita, ai fini del calcolo dell'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and*

Amortization) è necessario scorporare la voce *depreciation and amortization* (di seguito DA) dalla voce SG&A, in quanto comprensiva anche di ammortamenti e svalutazioni. La voce DA al 2019 ammonta a 259,7 milioni di dollari ed è possibile prevedere una crescita per i successivi cinque anni anche in questo caso utilizzando il tasso di crescita medio della stessa voce dal 2013 al 2019, il quale risulta essere pari a 6,3%. Sottraendo il Costo del venduto e le SG&A ai Ricavi di vendita e sommando nuovamente la voce DA è possibile ottenere un EBITDA pari a 992,3 milioni di dollari, il quale, al netto della voce DA, porta ad un EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) pari a 732,6 milioni di dollari nel 2019.

Successivamente, si giunge al calcolo del NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), in quanto tale valutazione è svolta in un ottica *asset-side* e non considera le spese per interessi. Ai fini del calcolo del NOPAT, è necessario sottrarre all'EBIT l'importo delle tasse, la quali al 2019 ammontano a 149,2 milioni di dollari: per stimare l'andamento futuro a cinque anni della voce riferita alle tasse, è possibile ricavare l'aliquota fiscale storica media tramite il rapporto tra le tasse e l'EBIT dal 2013 al 2019, la quale risulta essere pari a 28%, per poi utilizzarla come aliquota fiscale sull'EBIT negli anni dal 2019 al 2024. Sottraendo l'importo delle tasse alla voce EBIT, si giunge ad un NOPAT pari a 583,4 milioni di dollari nel 2019.

Volgendo al termine della valutazione di Tiffany & Co., bisogna calcolare l'importo del *Net Working Capital* (NWC), ossia il Capitale circolante netto, il quale si ottiene sommando l'importo dei Crediti verso clienti al Magazzino e sottraendo successivamente i Debiti verso fornitori. Al 2019 esso risulta essere pari a 2.162,4 milioni di dollari ed è possibile stimarne il valore per i successivi anni sulla base dei dati storici: calcolando l'NWC in percentuale delle Net sales per ogni anno dal 2013 al 2019 e facendo una media, si ottiene un valore percentuale medio di NWC in base ai Ricavi di vendita pari a 50,9%, utilizzabile come tasso per stimare il Capitale circolante netto fino al 2024 in funzione dei Ricavi di vendita. Si utilizza questo metodo in quanto il Capitale circolante netto, nel suo andamento e per le sue componenti, è strettamente correlato ai Ricavi di vendita.

Successivamente, si introducono le *Capital expenditures* (di seguito Capex) pari a 320,6 milioni di dollari al 2019, le quali crescono per i successivi anni di una percentuale pari anch'essa al tasso di crescita medio storico della voce dal 2013 al 2019, pari al 7%.

Ai fini di una corretta normalizzazione è necessario porre la variazione di NWC all'ultimo anno pari a 0, impostando l'NWC di uguale valore al 2023 e al 2024, e porre la voce Capex all'ultimo anno pari alla rispettiva DA. Questo in quanto si suppone che nel lungo periodo l'impresa riesca a mantenere invariata la capacità produttiva.

Per giungere al calcolo dei *Free Cash-flow*, bisogna sottrarre al NOPAT la variazione da un anno all'altro del NWC, le *Capital expenditures* e sommare nuovamente la voce DA: ciò consente di stimare la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa futuri fino al 2024.

Successivamente, per ottenere l'Enterprise Value (EV) al 2019, si calcola il Terminal Value tramite il rapporto tra il flusso di cassa previsto per l'anno 2024 e la differenza tra il WACC ed il *long-term growth rate*, il quale risulta pari a 14.271,4.

Il WACC al 2019 è pari a 7,64% ed è il risultato di diverse componenti.

Il costo dell'equity, ossia k_e , si può ricavare tramite il *Capital Asset Pricing Model*, secondo cui è pari alla somma tra il tasso *risk free* dei *10y treasury bonds* americani ed il prodotto tra il coefficiente Beta e l'*equity risk premium*, ossia il premio al rischio. Al 2019, secondo quanto riportato da investing.com, il tasso *risk free* è pari a 1,92%, mentre il coefficiente di rischio Beta si può ricavare tramite la correlazione tra i rendimenti mensili del titolo di Tiffany & Co., quotato al New York Stock Exchange, e dell'indice americano S&P500 dal 2015 al 2019, e risulta essere pari a 1,40. È necessario successivamente calcolare il *Beta adjusted*, ossia il Beta aggiustato per il mercato, in quanto si assume che nel lungo periodo i rendimenti del titolo dell'impresa tenderanno al Beta di mercato, il quale è pari ad 1. Questo va calcolato tramite la seguente formula:

$$Adjusted\ beta = \frac{1}{3} raw\ beta + \frac{2}{3} market\ beta$$

In questo modo, si ottiene un Beta pari a 1,13.

Infine, l'*equity risk premium* si ottiene partendo dal *Equity Risk Premium* di un mercato maturo, ossia gli Stati Uniti (5,20%), e sommando tale valore ai singoli *country risk premium* per area geografica al 2019, ricavati dalla pagina web del professor Damodaran, ponderati per la rispettiva percentuale di vendite per area geografica al 2019 riportate nella Tabella 1. Questo calcolo fornisce un *equity risk premium* di 8,54%, il quale moltiplicato per il Beta di 1,13 e successivamente sommato al tasso *risk free*, fornisce un costo dell'*equity* pari a 11,61%.

TIFFANY & CO.	2019
Rf	1,92%
Beta	1,13
ERP	8,54%
Ke	11,61%

Il costo del debito k_d è invece pari alla somma tra il tasso *risk free* al 2019 (1,92%) e lo *spread*: quest'ultimo è fornito dalla tabella riportata sulla pagina web del professor Damodaran, secondo cui per le imprese con capitalizzazione di mercato superiore ai 5 miliardi di dollari e con un *Interest Coverage Ratio* (ICR) superiore ad 8,5, lo *spread* è pari a 0,63%. In questo caso, l'ICR per Tiffany & Co. è pari al rapporto tra l'EBIT (732,6) e le spese per interessi (38,5) al 2019, ossia 19,03. Per cui, il costo del debito risulta essere pari a 2,55%.

TIFFANY & CO.	2019
Rf	1,92%
ICR	19,03
spread	0,63%
Kd	2,55%

Il peso del debito e dell'*equity* sono forniti dal D/E medio del settore *retail special line* riportato sulla pagina web del professor Damodaran, settore in cui è compresa Tiffany & Co.: il rapporto debito/*equity* del settore al 2019 risulta essere pari a 70,57% e, tramite la formula $(D/E)/(1+D/E)$, è possibile ottenere il peso del debito (41,37%) ed

il peso dell'*equity* (58,63%). È possibile usare il D/E medio di settore in quanto, siccome l'analisi si basa su previsioni future, si assume che negli anni successivi al 2019 l'azienda tenderà verso il D/E medio di settore.

Infine, ai fini del calcolo dell'effetto dell'imposizione fiscale sul debito, si utilizza l'aliquota fiscale al 2019 presente negli Stati Uniti, pari a $t = 21\%$, e si moltiplica il costo del debito ed il suo peso per $(1-t)$.

Avendo stimato tutte le componenti del WACC e applicato la formula per il calcolo, si ottiene un costo medio ponderato del capitale pari a 7,64%. Esso viene utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* e, successivamente alla somma tra i *Free Cash-flow* ed il *Terminal Value*, si attualizzano i flussi di cassa per il WACC e si ottiene un *Enterprise Value* al 2019 di 12.327,84 milioni di dollari.

TIFFANY & CO.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Actual	Forecasted	Forecasted	Forecasted	Forecasted	Normalized
Net Sales	4424	4601,0	4785,0	4976,4	5175,5	5286,0
Cost of sales	1662,1	1659,1	1656,1	1653,1	1650,1	1647,1
Selling, general and administrative expenses	2029,3	2122,6	2220,2	2322,3	2429,1	2540,7
DA	259,7	276,2	293,7	312,4	332,2	353,3
EBITDA	992,3	1095,5	1202,4	1313,4	1428,5	1451,4
DA	259,7	276,2	293,7	312,4	332,2	353,3
EBIT	732,6	819,3	908,7	1001,0	1096,3	1098,1
taxes	149,2	229,3	254,3	280,1	306,8	307,3
Nopat	583,4	590,0	654,4	720,9	789,5	790,8
NWC	2162,4	2341,2	2434,8	2532,2	2633,5	2633,5
Var in NWC		178,8	93,6	97,4	101,3	0,0
Capex	320,6	342,5	365,9	390,9	417,6	353,3
DA	259,7	276,2	293,7	312,4	332,2	353,3
FCF		344,9	488,6	545,0	602,8	790,8
TV					14364,2	
FCF+TV		344,9	488,6	545,0	14967,0	
EV	12.327,84 €					

Questo prospetto rappresenta la previsione della situazione dal 2019 ai cinque anni successivi di Tiffany & Co., basata su tassi di crescita definiti dall'azienda o derivanti da dati storici in condizioni di stabilità economica. Per tale motivo, l'*enterprise value* che ne deriva è stimato quindi in uno scenario no-Covid ed ammonta a più di 12 miliardi di dollari al 2019, anno in cui Tiffany & Co. ed il gruppo LVMH hanno raggiunto l'accordo di acquisizione da 16.2 miliardi di dollari.

Al 2020 la situazione cambia e ciò è dimostrabile svolgendo un'analisi per singoli trimestri sulle stesse voci di conto economico considerate in precedenza rispetto all'anno precedente, in quanto si evidenzia come l'azienda americana abbia subito l'impatto della pandemia.

TIFFANY & CO.	Q1		Q2		Q3		Q4	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Net sales	1003,1	555,5	1048,5	747,1	1014,6	1008,2	1357,9	1358,3
Cost of sales	383,9	246,5	390,8	285,5	388,9	364,7	498,7	444,1
Gross profit	619,2	309	657,7	461,6	625,7	643,5	859,2	914,1
Selling, general and administrative expenses	458,3	414,4	473,4	401,9	507,2	478,5	590,2	516,9
EBIT	160,9	-105,4	184,3	59,7	118,5	165	269	397,2
Interest expenses	10,4	9,8	9,8	11,1	9,2	10,7	9,1	11,2
other expenses	-1	-25,4	-0,9	-0,8	4,2	5,7	1,6	-6,8
EBT	151,5	-89,8	175,4	49,4	105,1	148,6	258,3	392,8
income taxes	26,3	-25,2	39,1	17,5	26,7	29,6	57,1	109,2
Net income	125,2	-64,6	136,3	31,9	78,4	119	201,2	283,6

La figura mostra l'andamento delle voci di conto economico finora esaminate divise per trimestre al 2019 e al 2020.

Al 2019, i ricavi di vendita di Tiffany & Co. hanno un andamento piuttosto stabile per singoli trimestri, tranne per un consistente aumento al quarto trimestre giustificato dalle maggiori vendite che il *brand* abitualmente esercita durante le festività natalizie. Anche l'utile netto si mostra stabile nei primi due trimestri, seguito da un leggero calo al terzo trimestre per poi quasi triplicare al quarto trimestre.

È evidente invece come la pandemia da Covid-19 abbia avuto il suo impatto già dall'inizio del 2020: i ricavi di vendita al primo trimestre si sono ridotti del 45%, registrando un utile netto negativo per 64,6 milioni di dollari, rispetto all'utile di 125,2 milioni di dollari al primo trimestre dell'anno precedente. L'impatto è stato così forte al punto da quasi dimezzare i ricavi di vendita in quanto lo stop al *retail* nella maggior parte dei paesi non ha permesso di registrare lo stesso livello di vendite del precedente anno.

Al secondo trimestre 2020, i ricavi di vendita si sono ridotti del 29% rispetto all'anno precedente, registrando stavolta un utile netto positivo per 31,9 milioni di dollari: questo è spiegato dal fatto che, già dal secondo trimestre, il continente asiatico si sia quasi del tutto ripreso dalla pandemia da Covid-19, potendo quindi far ripartire il *retail*

e registrare ricavi di vendita più elevati. La tabella 3 mostra i ricavi di vendita per area geografica fino al terzo trimestre nel 2019 e nel 2020: in precedenza, l’America ha rappresentato il 43% della quota di ricavi e l’Asia-Pacifico il 29%, mentre al 2020 l’America ha subito un calo di questa percentuale arrivando a rappresentare il 36% dei ricavi e l’Asia ha subito un incremento rappresentando il 37% dei ricavi rispetto all’anno precedente.

Tabella 3: Net sales per area geografica fino al terzo trimestre, 2019-2020

(in millions)	Nine Months Ended October 31,	
	2020	2019
Net sales:		
Americas	\$ 826.2	\$ 1,283.6
Asia-Pacific	854.3	915.8
Japan	353.1	469.3
Europe	249.3	330.0
Total reportable segments	2,282.9	2,998.7
Other	27.9	67.4
	\$ 2,310.8	\$ 3,066.1

Fonte: sec.report

Il terzo trimestre 2020 rappresenta un ritorno ad un livello stabile, registrando ricavi di vendita per 1.008,2 milioni di dollari rispetto ai 1.014,6 del terzo trimestre dell’anno precedente, in quanto, nonostante la continua presenza del Coronavirus e l’incertezza sul suo andamento, in molti paesi è stato possibile far ripartire il *retail* ed altre attività lavorative con le giuste misure di sicurezza.

Non essendo disponibili i dati sul quarto ed ultimo trimestre 2020, è possibile stimarli tramite i tassi medi di crescita e confrontarli con l’ultimo trimestre del 2019.

TIFFANY & CO.	Q1	Q2	Q3	Q4	2020
Net sales	555,5	747,1	1008,2	1358,3	3669,1
Cost of sales	246,5	285,5	364,7	444,1	1340,8
Gross profit	309	461,6	643,5	914,1	2328,2
Selling, general and administrative expenses	414,4	401,9	478,5	516,9	1811,7
EBIT	-105,4	59,7	165	397,2	516,5
Interest expenses	9,8	11,1	10,7	11,2	42,8
other expenses	-25,4	-0,8	5,7	-6,8	-27,3
EBT	-89,8	49,4	148,6	392,8	501,0
income taxes	-25,2	17,5	29,6	109,2	131,1
Net income	-64,6	31,9	119	283,6	369,9

Si può utilizzare il tasso di crescita medio per trimestre delle voci Ricavi di vendita, Costo del venduto, SG&A e spese per interessi al fine di stimare le voci del quarto trimestre in ipotesi di crescita e ripresa dalla pandemia da Covid-19. Infatti, il tasso di crescita medio dei Ricavi di vendita risulta essere pari a 35% e permette di ottenere dei ricavi pari a 1.358,3 milioni di dollari, in linea con i 1.357,9 milioni di dollari del quarto trimestre 2019 e giustificati dalle maggiori vendite esercitate nel periodo natalizio.

È possibile anche ricavare l'aliquota fiscale da applicare al quarto trimestre calcolandola per i singoli trimestri precedenti e ottenendo l'aliquota media (28%), utilizzabile sull'EBT (*Earnings Before Taxes*) del quarto trimestre al fine di ricavare l'importo delle tasse.

Sommando i singoli importi si ottiene una previsione di Conto economico al 2020 ed è possibile confrontarla con il 2019:

TIFFANY & Co.	2019	2020
Net sales	4424	3669,1
Cost of sales	1662,1	1340,8
Gross profit	2761,9	2328,3
Selling, general and administrative expenses	2029,3	1811,7
EBIT	732,6	516,6
Interest expenses	38,5	42,8
other expenses	3,8	-27,3
EBT	690,3	501,0
income taxes	149,2	131,1
Net income	541,1	369,9

Nonostante ci sia stata un'evidente ripresa nella seconda metà del 2020, è possibile notare come nel complesso il Covid-19 abbiamo riportato delle conseguenze sul risultato annuale complessivo, in quanto i ricavi di vendita si sono ridotti del 17% e l'utile netto del 32%. Ciò è per la maggior parte dovuto allo stop al *retail*, il quale ha impedito di registrare il livello di vendite tipico di Tiffany & Co..

Sulla base di questi dati di Conto economico del 2020, è possibile stimare l'*enterprise value* al 2020 con il metodo del *Discounted Cash-flow*: come nel caso precedentemente

svolto, è necessario fare delle previsioni sull'andamento futuro di queste voci per i cinque anni successivi al 2020.

Dato l'impatto della pandemia da Covid-19 e l'incertezza sulla sua evoluzione, questa volta non è possibile stimare un tasso di crescita dei ricavi di vendita del 4% come definito dal piano industriale redatto nel 2019, in un periodo quindi di stabilità economica. Il professor Damodaran stima per il settore *retail special line*, in cui è compresa Tiffany & Co., un tasso di crescita per il successivo anno pari al 1,6%. Successivamente, considerando una ripresa dal Covid-19 a partire dal 2022, è possibile utilizzare come tasso di crescita quello previsto dal piano industriale di Tiffany & Co., ossia il 4%. Mentre per il costo del venduto e le SG&A viene utilizzato il tasso di crescita storico per gli anni precedenti.

Per quanto riguarda la voce DA, si stima anche in questo caso un tasso di crescita per trimestre, al fine di ottenere l'importo per il quarto trimestre, e sommando i singoli importi si ottiene la *depreciation* al 2020, pari a 277,1 milioni di dollari.

TIFFANY & CO.	Q1	Q2	Q3	Q4	2020
Depreciation and amortization	64,7	68,3	70,5		
Var %		5,6%	3,2%		
Tasso medio				4,4%	
Depreciation and amortization				73,6	277,1

Nella valutazione, è possibile far crescere la DA fino al 2025 per il tasso di crescita medio storico per gli anni che vanno dal 2015 al 2020, il quale è pari al 6,2%.

L'importo delle tasse al 2020, come da Conto economico, ammonta a 131,1 milioni di dollari e si fa crescere tale voce fino al 2025 utilizzando come aliquota fiscale l'aliquota media storica per gli anni che vanno dal 2015 al 2020, pari a 26,8%.

Per il calcolo del NWC viene utilizzato lo stesso metodo precedente, ossia avendo a disposizione crediti verso clienti, debiti verso fornitori e magazzino per i primi tre trimestri, si può stimare un media delle prime due voci per ottenere l'importo al quarto trimestre, mentre per il magazzino si può notare un particolare andamento: esso tende ad aumentare fino al terzo trimestre ed a ridursi notevolmente al quarto trimestre, per via del fatto che le vendite aumentano notevolmente in questo periodo. Nel caso del

2020, esso ha iniziato a ridursi già dal terzo trimestre e ciò in quanto vi è stata una ripresa nelle vendite proprio a partire dal terzo trimestre.

È possibile dunque, sulla base dei dati trimestrali del magazzino al 2019, stimare l'importo del quarto trimestre utilizzando il tasso di crescita dal terzo al quarto trimestre 2019, il quale è pari a -4,4% e che fornisce un livello di magazzino al quarto trimestre 2020 pari a 2.376,0 milioni di dollari.

TIFFANY & CO.	Q1		Q2		Q3		Q4	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Inventories	2453,8	2506,2	2487,7	2510,4	2577	2485,1	2463,9	
Tasso di crescita Q3-Q4							-4,4%	
Inventories								2376,0

Aggiungendo i crediti verso clienti (183,13) e sottraendo i debiti verso fornitori (386,90), si ottiene un capitale circolante netto al 2020 pari a 2.172,3 milioni di dollari ed è possibile stimare tale valore fino al 2025 per il tasso storico del NWC in funzione dei ricavi di vendita dal 2015 al 2020, pari a 51,6%.

Per il calcolo del Capex, anche in questo caso ci si può basare sul suo andamento trimestrale al 2019 ed utilizzare il tasso di crescita dal terzo al quarto trimestre 2019, il quale è pari a 76% e fornisce un livello di Capex al quarto trimestre 2020 pari a 139,6.

TIFFANY & CO.	Q1		Q2		Q3		Q4	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Capital expenditures	59,5	58,9	62,4	73,2	72,1	79,5	126,6	
Tasso di crescita Q3-Q4							76%	
Capital expenditures								139,6

È possibile far crescere il Capex fino al 2025 con il tasso di crescita medio storico dal 2015 al 2020, pari a 6%.

Sottraendo anche in questo caso le variazioni in NWC per anno e le Capital expenditures, aggiungendo la *depreciation* e normalizzando come fatto in precedenza, si arriva ai *free cash-flow*.

Il *Terminal Value* in questo caso è pari a 12.634,0 milioni di dollari, dato dal rapporto tra il flusso di cassa al 2025 e la differenza tra il WACC al 2020 ed il *long-term growth rate* al 2020 (2,19%), calcolato con lo stesso metodo utilizzato in precedenza.

In questo caso, il WACC è pari a 6,18%, in quanto alcune delle sue componenti hanno subito dei cambiamenti.

L'*adjusted beta* è pari a 0,89, rappresentando una minore correlazione tra l'andamento del titolo di Tiffany & Co. e del mercato; l'ERP è simile a quello dell'anno precedente, ottenuto anche stavolta sommando l'*equity risk-premium* degli Stati Uniti e i singoli *country risk-premium* per area geografica pesati per la rispettiva percentuale di ricavi per area geografica al 2020, e risulta pari a 8,59%; il tasso *risk free*, ricavato dai *10y treasury bonds* americani al 2020 è pari al 0,93%. Questi dati forniscono un costo del capitale pari a 8,57%.

TIFFANY & CO.	2020
Beta	0,89
ERP	8,59%
Rf	0,93%
Ke	8,57%

Per quanto riguarda il costo del debito, con il *risk free* di 0,93% e lo *spread* di 0,63%, si ottiene un k_d pari a 1,56%. In questo caso, l'*Interest Coverage Ratio* risulta pari a 12,06, rispetto al 19,03 dell'anno precedente: essendo pari al rapporto tra l'EBIT e le *interest expenses*, esso misura il grado di copertura del debito ed è evidente come nel 2020 questo si sia ridotto, in quanto durante l'anno della pandemia l'azienda ha continuato ad incrementare il proprio indebitamento, rispetto alle proprie capacità di copertura. Sommando tasso *risk free* e lo *spread*, il costo del debito risulta pari a 1,56%.

TIFFANY & CO.	2020
ICR	12,06
spread	0,63%
Rf	0,93%
Kd	1,56%

Infine, per quanto riguarda il peso del debito e dell'*equity*, nel 2020 Damodaran ha previsto 48,26% come D/E medio di settore, il che fornisce un peso del debito pari a

32,6% ed un peso dell'*equity* pari a 67,4%. Sulla base di questi dati, al 2020 si ottiene un WACC pari a 6,18%, da utilizzare per il calcolo del *Terminal Value* e, una volta sommati *free cash-flow* e TV, per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

TIFFANY & CO.						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Actual	Forecasted	Forecasted	Forecasted	Forecasted	Normalized
Net sales	3669,0	3729,1	3878,3	4033,4	4194,8	4286,5
Cost of sales	1340,8	1338,4	1336,0	1333,6	1331,1	1328,7
Selling, general and administrative expenses	1811,7	1895,0	1982,1	2073,2	2168,6	2268,3
DA	277,1	294,3	312,6	332,0	352,6	374,5
EBITDA	793,6	790,0	872,8	958,6	1047,6	1064,0
DA	277,1	294,3	312,6	332,0	352,6	374,5
EBIT	516,5	495,7	560,2	626,6	695,0	689,5
taxes	131,1	133,0	150,2	168,1	186,4	184,9
Nopat	385,4	362,8	410,0	458,6	508,6	504,6
NWC	2172,3	1925,7	2002,7	2082,9	2166,2	2166,2
(-) Var in NWC		-246,5	77,0	80,1	83,3	0,0
Capex	351,2	373,9	398,1	423,8	451,2	374,5
DA	277,1	294,3	312,6	332,0	352,6	374,5
FCF		529,7	247,4	286,6	326,7	504,6
TV					12634,0	
FCF+TV		529,7	247,4	286,6	12960,7	
EV	11.154,44 €					

Questa valutazione è svolta sulla base di previsioni future secondo cui per il primo anno successivo al 2020 ci sarà una ripresa più lenta rispetto a quella tipica del *brand*, mentre dal 2021 in poi è possibile aspettarsi un ritorno ad un livello stabile, in quanto i ricavi di vendita al 2025 risultano essere pari a 4.286,5 milioni di dollari, ossia quasi quanto il livello di vendite al 2019.

Con queste previsioni, si stima un *enterprise value* di 11.154,44 milioni di dollari, con un calo del 9,5% rispetto all'*enterprise value* dell'anno precedente. Tale valore è dovuto non solo all'impatto della pandemia, ma anche ad altre variabili: dall'analisi del 2020 per trimestri è evidente come la pandemia, ed il conseguente stop al *retail*, abbiano notevolmente impattato i volumi di vendita e di conseguenza ridotto l'utile netto rispetto all'anno precedente, ma la riduzione del valore dell'impresa è dovuta anche al clima generato dal Coronavirus, in quanto l'incertezza sulla sua futura evoluzione comporta la necessità di fare previsioni molto più contenute rispetto a quelle che si sarebbero fatte in condizioni di stabilità economica. Per questo motivo,

anziché prevedere un tasso di crescita dei ricavi di vendita del 4%, è necessario utilizzare un tasso molto più contenuto per tenere conto dell'effetto della pandemia.

Oltre allo stop al *retail* ed al clima di incertezza, la riduzione di valore dell'impresa si è avuta anche per via di quella che, secondo il gruppo LVMH, è stata una cattiva gestione della situazione di emergenza: da quanto emerge dai dati di bilancio, l'ICR si è ridotto al 2020 rispetto all'anno precedente passando da 19,03 a 12,06 e ciò significa che, nonostante il periodo di instabilità economica, l'azienda abbia continuato ad incrementare il proprio indebitamento e abbia ridotto la propria capacità di farvi fronte. Infatti, si ha una notevole differenza nell'indebitamento a breve termine di Tiffany & Co.: ad ottobre 2019 era pari 89,9 milioni di dollari, mentre ad ottobre 2020 è aumentato arrivando a 543,1 milioni di dollari.

In aggiunta, dai dati trimestrali di Tiffany & Co. riportati su [marketbeat.com](https://www.marketbeat.com) si può notare come, nonostante la pandemia e la necessità di far fronte al consistente calo delle vendite, l'azienda abbia ugualmente pagato dividendi ai propri azionisti di importo pari ai dividendi pagati l'anno precedente.

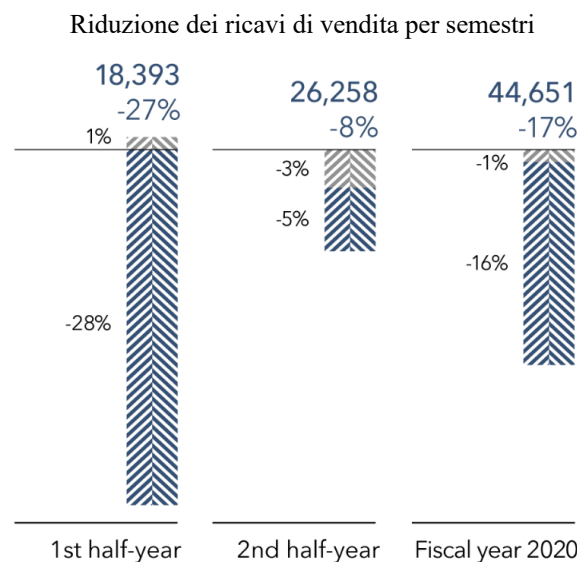
Per tali motivi, è evidente il motivo che ha effettivamente spinto il conglomerato francese LVMH a ripensare alla convenienza dell'operazione di acquisizione di Tiffany & Co., in quanto ad un anno dall'accordo le condizioni dell'azienda erano notevolmente cambiate: sulla base dei dati del 2019, anno in cui è stato raggiunto l'accordo, le previsioni di crescita erano notevolmente positive, con previsione di ricavi futuri al 2024 per 5.286,0 milioni di dollari, ma al 2020, dovendo stimare una ripresa più lenta per i successivi anni, i ricavi di vendita a 5 anni risultano essere al di sotto del valore al 2019.

Per tali motivi, la trattativa, la cui conclusione era prevista per metà 2020, è stata continuamente rimandata a causa dell'emergenza sanitaria. Dunque, date le cambiate condizioni economico-finanziarie di Tiffany & Co. rispetto al momento della conclusione dell'accordo, ad ottobre 2020 il gruppo LVMH decide di fare un passo indietro e ripensare alla convenienza dell'operazione.

4.2.3 L'analisi empirica sul gruppo LVMH

La pandemia da Covid-19 e le misure restrittive implementate dai governi hanno ridotto notevolmente anche l'attività del grande conglomerato del lusso francese Louis Vuitton-Moët Hennessy, influenzando significativamente sui dati di bilancio.

Il gruppo ha infatti registrato un calo dei ricavi di vendita del 17%. In particolare, la riduzione si è avuta prevalentemente nella prima metà del 2020, anche in questo caso per via dell'avvento improvviso della pandemia e per la chiusura dei negozi e degli stabilimenti produttivi, così come per l'interruzione dei viaggi internazionali e lo stop al turismo.



Fonte: LVMH financial documents 2020

In particolare, i ricavi registrati al termine del 2020 ammontano a 44.651 milioni di euro, in calo del 17% rispetto ai 53.670 milioni di euro dell'anno precedente.

Per quanto riguarda la percentuale di ricavi di vendita per area geografica, similmente al caso di Tiffany & Co., esse sono rimaste relativamente stabili rispetto all'anno precedente, in particolare nel caso del Giappone e degli Stati Uniti. Dall'altro lato, è stata registrata una leggera riduzione del contributo del continente europeo, dovuto alla riduzione del turismo, e un'aumento del contributo dell'Asia del 4%, per via della

crescita della domanda di beni da parte della clientela locale e per la sua più rapida ripresa dalla pandemia da Covid-19.

Ricavi per area geografica, 2019-2020

<i>(as %)</i>	2020	2019
France	8	9
Europe (excl. France)	16	19
United States	24	24
Japan	7	7
Asia (excl. Japan)	34	30
Other markets	11	11
Total	100	100

Fonte: LVMH financial documents 2020

È evidente come l'impatto maggiore l'abbia subito il *retail*, in quanto mentre nel 2019 la divisione *selective retailing* rappresentava il 28% dei ricavi totali di vendita, tale percentuale si è ridotta di 5 punti per il 2020, contrastato da una crescita nelle divisioni *wines and spirits* e *fashion and leather goods*.

Ricavi per *business group*, 2019-2020

<i>(EUR millions)</i>	2020	2019
Wines and Spirits	4,755	5,576
Fashion and Leather Goods	21,207	22,237
Perfumes and Cosmetics	5,248	6,835
Watches and Jewelry	3,356	4,405
Selective Retailing	10,155	14,791
Other activities and eliminations	(70)	(174)
Total	44,651	53,670

Fonte: LVMH financial documents 2020

Oltre alla voce dei ricavi di vendita, la quale si è notevolmente ridotta rispetto all'anno precedente, è possibile considerare ulteriori elementi riportati nel bilancio ai fini dell'operazione di acquisizione di Tiffany & Co.

Come riportato in precedenza, durante il 2020 il gruppo francese ha deciso di tirarsi indietro in quanto le condizioni economico-finanziarie della *target* avevano subito un forte impatto e il *brand* non era stato in grado di gestire la situazione di emergenza.

Tuttavia, questi non sono gli unici motivi che hanno spinto LVMH a tale decisione, in quanto anch'esso, nonostante sia un conglomerato diversificato e di grandi dimensioni, ha subito l'impatto della pandemia e ha dunque iniziato a valutare la convenienza effettiva dell'operazione.

Dovendo considerare l'ipotesi di una futura acquisizione, per verificare l'impatto della pandemia e la condizione economico-finanziaria del gruppo francese al 2020, anziché utilizzare Conto economico e Stato patrimoniale si può utilizzare il Rendiconto finanziario al 2020, in quanto esso dimostra l'andamento della cassa da un anno all'altro in base alle singole aree di attività, ossia operativa, di investimento e di finanziamento.

Per quanto riguarda la gestione operativa, dal prospetto emerge *in primis* come l'EBIT al 2020 si sia ridotto del 29% rispetto al 2019, a causa della riduzione dei ricavi di vendita, oltre ad un minore importo di interessi e tasse pagate.

Rendiconto finanziario – Gestione operativa, 2019-2020

(EUR millions)	2020	2019
I. OPERATING ACTIVITIES		
Operating profit	7,972	11,273
(Income)/loss and dividends received from joint ventures and associates	64	(10)
Net increase in depreciation, amortization and provisions	3,478	2,700
Depreciation of right-of-use assets	2,572	2,408
Other adjustments and computed expenses	(89)	(266)
Cash from operations before changes in working capital	13,997	16,105
Cost of net financial debt: interest paid	(58)	(124)
Lease liabilities: interest paid	(290)	(239)
Tax paid	(2,385)	(2,940)
Change in working capital	(367)	(1,154)
Net cash from operating activities	10,897	11,648

Fonte: LVMH financial documents 2020

In secondo luogo l'attenzione si sposta sulla voce *change in net working capital*: essa è passata da 1.154 milioni di euro a 367 milioni di euro, in quanto le limitate prospettive di vendita future causate dalla pandemia hanno generato un aumento del magazzino di oltre 2 miliardi di euro ed una conseguente svalutazione di circa 190 milioni di euro.

Nel caso della gestione degli investimenti invece emerge dal prospetto come il gruppo abbia ridotto complessivamente i suoi investimenti nel 2020 a fronte dello stato di pandemia: in particolare, è stata registrata una riduzione nella quantità degli

investimenti operativi per il 25%, con una lieve riduzione di investimenti in *intangible assets* e una consistente riduzione di investimenti in impianti e macchinari, nello specifico del 31%.

Rendiconto finanziario – Gestione degli investimenti, 2019-2020

II. INVESTING ACTIVITIES	2020	2019
Operating investments	(2,478)	(3,294)
Purchase and proceeds from sale of consolidated investments	(536)	(2,478)
Dividends received	12	8
Tax paid related to non-current available for sale financial assets and consolidated investments	-	(1)
Purchase and proceeds from sale of non-current available for sale financial assets	63	(104)
Net cash from (used in) investing activities	(2,939)	(5,869)

Fonte: LVMH financial documents 2020

Infine, l'attenzione si sposta verso la gestione dei finanziamenti, in quanto il Rendiconto finanziario dimostra come il gruppo abbia incrementato il proprio indebitamento dal 2019 al 2020 durante la pandemia. In particolare, per via della situazione di instabilità ed incertezza, il gruppo ha pagato ai suoi azionisti meno dividendi rispetto all'anno precedente, in misura pari al 24% in meno. In secondo luogo, la voce *proceeds from borrowings* risulta notevolmente aumentata dal 2019 al 2020: il gruppo ha emesso un grande quantitativo di *bonds*, triplicando il debito a lungo termine, e ha raddoppiato i *commercial papers*, ossia fonti di finanziamento per le imprese di breve termine.

Rendiconto finanziario – Gestione dei finanziamenti, 2019-2020

III. FINANCING ACTIVITIES	2020	2019
Interim and final dividends paid	(2,799)	(3,678)
Purchase and proceeds from sale of minority interests	(67)	(21)
Other equity-related transactions	27	54
Proceeds from borrowings	17,499	2,837
Repayment of borrowings	(5,024)	(1,810)
Repayment of lease liabilities	(2,302)	(2,187)
Purchase and proceeds from sale of current available for sale financial assets	69	71
Net cash from/(used in) financing activities	7,403	(4,734)

Fonte: LVMH financial documents 2020

L'insieme di tali scelte ha fatto sì che il gruppo LVMH si trovasse al 2020 con una struttura finanziaria completamente diversa rispetto all'anno precedente e con una grande quantità di liquidità accumulata, pari a 19.963 milioni di euro rispetto ai 5.673

milioni di euro al 2019. È possibile verificare ciò attraverso il calcolo di un paio di indici particolarmente indicativi della situazione finanziaria del gruppo: il primo è il rapporto debito/*equity*, il quale, rapportando il debito di breve e lungo periodo all'*equity* del gruppo, risulta essere pari a 66% al 2020 rispetto al 35% dell'anno precedente, a dimostrazione di come il gruppo abbia quasi raddoppiato il peso del debito sulla propria struttura finanziaria; un altro indice che è possibile calcolare è l'*interest coverage ratio*, il quale risulta pari a 13,1 al 2020 rispetto al valore di 20,2 al 2019, dimostrando una maggiore difficoltà del gruppo a coprire le spese per interessi con il risultato operativo. È evidente dunque come lo stato di incertezza della pandemia abbia spinto le imprese, e persino i grandi gruppi, verso una preferenza a preservare la propria ricchezza, prendendo maggiormente a prestito, accumulando maggiore liquidità ed investendo in misura minore.

Da quanto emerge dai dati di bilancio del gruppo LVMH, la sua scelta di tirarsi indietro per quanto riguarda l'acquisizione risulta coerente con il modo in cui il gruppo ha gestito la pandemia, preservando liquidità e riducendo appunto le spese per gli investimenti. Dopo mesi trascorsi ad attendere la conclusione dell'operazione e successivamente alla guerra legale con Tiffany & Co., il gruppo LVMH ha comunque considerato i numerosi vantaggi che si aspettava effettivamente di ottenere dall'acquisizione del *brand* americano. Motivo per cui la soluzione migliore è sembrata richiedere una riduzione del prezzo di acquisto, in modo da risparmiare circa mezzo miliardo di dollari e permettere allo stesso tempo di portare a termine la più importante e tanto attesa operazione nel settore del lusso.

CONCLUSIONI

Lo studio affrontato nell'elaborato ha inizialmente analizzato e spiegato il fenomeno delle operazioni di *Merger & Acquisition* in ogni suo aspetto, dimostrando come nel tempo sia cresciuto e diventato più frequente nonostante le criticità e i rischi che presenta, in quanto questo genere di operazioni, se condotte in maniera ottimale e sfruttando le giuste competenze, sono viste come uno dei principali metodi di crescita sul mercato e di creazione di valore per gli azionisti.

In particolare, la continua innovazione e globalizzazione e la necessità di rispondere a delle particolari ed evolute esigenze dei consumatori hanno reso le operazioni di M&A lo strumento di crescita più diffuso nel settore del lusso. In un settore in continua evoluzione, vi è stata una crescente integrazione tra marchi operanti sul mercato come strategia primaria per competere a livello internazionale. Questo andamento ha generato il fenomeno dei *luxury conglomerates*, grandi gruppi che nel tempo hanno acquisito sempre più *brands* molto diversificati e che oggi dominano il settore del lusso rendendolo più stabile. Il fenomeno nasce con lo scopo di sfruttare le sinergie ed espandersi a livello internazionale servendo più mercati e aumentando la propria clientela, così come per aumentare le proprie dimensioni e condividere risorse, in modo da permettere ad ogni *brand* appartenente al settore del lusso di trarre un vantaggio considerevole. Data la presenza ed il dominio dei grandi gruppi sul mercato, il settore del lusso si è notevolmente rafforzato, arrivando ad essere molto resiliente in periodi di crisi.

L'elaborato ha approfondito come tema principale gli effetti ed il clima di incertezza che l'improvvisa pandemia da Covid-19 ha generato nel settore del lusso, in particolare nelle operazioni di M&A in esso. Essendo il mercato del *luxury* particolarmente forte, stabile e ricco di liquidità, lo studio affrontato ha dimostrato come la pandemia abbia impattato anche tale settore, ma in maniera lieve e prevalentemente nella prima metà dell'anno, registrandosi successivamente una ripresa ed un ritorno quasi ai livelli

stabili, in quanto le componenti maggiormente impattate sono state il *retail* e lo stop al turismo.

Tuttavia, le operazioni di M&A esercitate dai grandi conglomerati si sono ridotte e hanno subito dei rallentamenti, soprattutto nella prima metà del 2020: trattandosi di operazioni molto costose, l'incertezza sull'andamento della pandemia e sulle future condizioni economico-finanziarie degli operatori sul mercato hanno spinto gli acquirenti a riflettere più a lungo sulla necessità e sulla convenienza a sostenere un'operazione di M&A in quel particolare momento.

Per dimostrare l'effetto della pandemia sulle operazioni di M&A nel settore del lusso, l'elaborato ha analizzato come caso pratico l'acquisizione di Tiffany & Co. dal conglomerato francese LVMH: lo studio ha dimostrato che le tensioni nate tra i due *brands* e la posticipazione dell'operazione di circa un anno sono dovute all'improvviso avvento della pandemia e soprattutto alle misure restrittive decise dai governi, i quali hanno preferito chiudere negozi e fermare temporaneamente il turismo. Da quanto emerge dallo studio, questi due elementi hanno generato un calo significativo nei valori di bilancio sia per Tiffany & Co. che per un grande conglomerato come LVMH. Di conseguenza, le prospettive future di crescita sono diventate maggiormente pessimistiche. Allo stesso tempo, lo studio ha dimostrato come le gravi conseguenze sui valori delle imprese siano state generate non solo da tali fattori esogeni, ma anche dal modo in cui esse abbiano gestito la situazione di emergenza: è emersa la maggiore tendenza all'indebitamento, alla riduzione in ogni genere di investimento e alla preservazione e accumulo della liquidità. È evidente dunque il motivo per cui l'acquirente abbia fatto un passo indietro e abbia richiesto di posticipare l'operazione. Tuttavia, come lo studio dimostra, essendosi registrata una ripresa nella seconda metà del 2020 e avendo riconsiderato gli importanti obiettivi per cui i due *brands* desideravano portare a termine una tale operazione, un giusto compromesso è sembrato richiedere una riduzione di prezzo.

In conclusione, lo studio da un lato ha definito inizialmente quelle che sono le caratteristiche principali del settore del lusso e la sua grande stabilità economica, dall'altro ha dimostrato come, anche per un mercato del genere, shock della portata di una pandemia possano creare gravi conseguenze in questo settore, riducendo il valore delle imprese, modificando la loro struttura finanziaria e la loro propensione all'investimento. Il caso pratico affrontato è infatti la dimostrazione da un alto dell'impatto e rallentamento generati dalla pandemia da Covid-19 sull'operazione di acquisizione, dall'altro dell'importanza che i grandi conglomerati danno alle operazioni M&A nel settore del lusso: nonostante la situazione di instabilità, non si perde di vista il principio e gli obiettivi primari di crescita alla base delle operazioni di M&A, motivo per cui il conglomerato opta per portare ugualmente a termine l'acquisizione con l'obiettivo crescere ulteriormente ed espandersi oltreoceano.

BIBLIOGRAFIA

- “Principi di finanza aziendale”*, R. A. Brealey – S. C. Myers – F. Allen – S. Sandri, Connect, settima edizione
- “Mergers & Acquisitions: a smart way to grow”*, Deloitte Report, 2019
- “Le operazioni straordinarie nelle società”*, N. Abriani – L. Calvosa – G. Ferri jr – G. Giannelli –
- “Diritto delle società: manuale breve”*, E. Guerrera – G. Guizzi – C. Motti – M. Notari – A. Paciello – D. Regoli – G. A. Rescio – R. Rosapepe – M. Stella Richter jr – A. Toffoletto, Giuffrè editore, quinta edizione, 2012
- “Le operazioni straordinarie nelle società”*, G. Buffelli – M. Sirtoli – C. Rossi, Giuffrè Editore, 2018
- “Le operazioni straordinarie”*, L. Bertoli – R. Perotta, Giuffrè Editore, 2015
- “Leveraged buyouts: a practical guide to investment banking and private equity”*, P. Pignataro, 2014
- “Operazioni straordinarie”*, L. De Rosa – M. Iori, Il Sole 24 Ore, 2013
- “Principi contabili internazionali: temi e applicazioni”*, F. Di Lazzaro - T. Fabi - M. Tezzon, G. Giappichelli Editore
- “M&A – A practical guide to doing the deal”*, J.C. Hooke, 2014, Wiley
- “Diversification Through Acquisitions”*, M.S. Salter – W.A. Weinhold, The Free Press, 1979
- “Acquisitions and mergers in the UK”*, Central Statistical Office Bulletin, London, 1993
- “Report M&A: record di operazioni in Italia”*, KPMG Report, 2020
- “Synergies: A business guide report”*, KPMG, 2011
- “Location, Proximity and M&A Transactions”*, C. Ye – T. Xuan, 2016
- “Global Financial Advisory – Mergers & Acquisitions Ranking”*, Bloomberg, 2013
- “Strategy, Structure and Corporate Governance - Expressing inter-firm networks and group-affiliated companies”*, Nabyla Daidj, Taylor and Francis, 2016
- “Creating value from mergers and acquisitions”*, S. Sudarsanam, Pearson, 2011
- “Valuation: measuring and managing the Value of Companies”*, T. Copeland – T. Koller – J. Murrin, New York, Wiley, 1990
- “L’analisi delle strategie di creazione di valore delle imprese”*, Brugger, 1994
- “Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita”*, V. Conca, 2010
- “Guida M&A – Come valutare, acquistare e cedere un’azienda”*, AIFI Associazione Italiana Private Equity e Venture Capital – M. Tanzi Marlotti, 2012
- “M&A e crescita dimensionale”*, KPMG Report, 2018
- “M&A in Italia – Review 2020 e preview 2021”*, EY Report, 2021
- “Worldwide Luxury Market Monitor”*, Bain & Company – Altagamma, 2019
- “New luxury management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization”*, E. Rigaud-Lacresse – F. Pini, 2017
- “The Road to Luxury: the evolution, markets and strategies of luxury brand management”*, S. Ashok, 2015
- “Silk History”*, Columbia Encyclopedia
- “The luxury strategy: break the rules of marketing to build luxury brands”*, J. Kapferer, 2012
- “The nature of luxury: a consumer perspective”*, Brun – Castelli, 2013

“*The Evolution of the Luxury Market: Stairway to Heaven?*”, I. Coste – Manière – K. Panchout – J. Molas, 2012
 “*Luxury Online: Styles, Systems, Strategies*”, U. Okonkwo, 2010
 Dubois - Duquesne, “*The Market for Luxury Goods: Income versus Culture*”, 1993
 “*Keeping Luxury Inaccessible*”, Ward – Chiari, 2008
 “*Digitalization in the Luxury Fashion Industry*”, A. Cabigiosu, 2020
 “*Luxury Goods Worldwide Market Study*”, C. D’Arpizio - F. Levato - F. Prete – J. de Montgolfier, Bain & Company, 2019
 “*Wealth Creation by M&A Activities*”, A. Königs – D. Schiereck, 2006
 Report KPMG Advisory, M. Castello, 6° Luxury Summit, Milano 2014.
 “*New luxury management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*”, E. Rigaud-Lacresse – F. Pini, 2017
 “*Luxury sector goes vertical*”, S. Brooke, 2014
 “*Fashion Luxury Private Equity and Investors Survey 2019*”, Deloitte, 2019
 “*M&A activity, divestitures and initial public offerings in the fashion industry*”, S. Meinshausen, Peter Lang, 2012
 “*The financial impact of M&A announcements: event study in the personal luxury goods industry between 2000 and 2016*”, P. Boulanger, 2018
 “*Independent Luxury: The Four Innovation Strategies to Endure in the Consolidation*”, J. Hoffmann – L. Lecamp, 2015
 “*Luxury brand management: una visione completa sull'identità e la gestione del settore del lusso*”, M. Chevalier – G. Mazzalovo, 2018
 “*Marketing della moda e dei prodotti lifestyle*”, R. Cappellari, Carocci Editore, 2016
 “*Integration of Mergers and Acquisitions in the Fashion and Luxury Industry*”, B. Quacquarelli, 2017
 “*The adjustment of stock prices to new information*”, E.F. Fama – L. Fisher – M.C. Jensen – M. Roll, 1969
 “*Wealth creation by M&A Activities in the luxury goods industry*”, A. Konings – D. Schiereck, European Business School, Gennaio 2006.
 “*A comparison of Japanese and U.S. attitudes toward foreign products*”, A. Nagashima, 1970
 “*Country-of-origin fit's effect on consumer product evaluation in cross-border strategic brand alliance*”, J. Lee – B. Lee – W. Lee, 2013
 “*The anatomy of the luxury fashion brand*”, A. Fionda – C. Moore, 2009
 “*The Influence of Luxury Brands’ Cross-Border Acquisition on Consumer Brand Perception*”, K. Chung – C. Youn – Y. Lee, 2014
 “*Is performance driven by industry-or firm-specific factors? A new look at the evidence*”, G. Hawawini, 2003
 “*Business Models, Business Strategy and Innovation*”, D. Teece, 2010
 “*La valutazione d’azienda in settori specifici d’attività*”, R. Maglio, 2017
 “*How COVID-19 is shaping global M&A*”, Fraser Tennant, Financier Worldwide
 “*Global M&A Industry Trends: Fierce competition ahead for dealmakers shaping the post-pandemic economy*”, B. Levy – M. Lloyd – W. Jackson-Moore, Pwc, 2021
 “*Covid-19: rebalance for resilience with M&A*”, Accenture
 “*Seven & i scraps \$22 billion plan for Marathon’s Speedway gas stations*”, T. Taniguchi – M. Baigorri – L. Du, Bloomberg, Marzo 2020

"Xerox is ending hostile takeover bid for HP", C. Lombardo, The Wall Street Journal, Marzo 2020
"Impact of Covid-19 on European M&A activity: Financial and Legal Considerations", Credit Suisse, Giugno 2020
"M&A in Italia: review 2020 e preview 2021", M. Daviddi – EY report, Febbraio 2021
"The Impact of COVID-19 on U.S. M&A", M. Rosendhal, PCE Companies, Aprile 2021
"How COVID-19 has impacted global M&A activity", Deloitte
"COVID-19 impact on M&A more severe than global financial crisis, but many Asia-Pacific countries rebounding faster", Ernst & Young, Novembre 2020, Londra
"M&A update: COVID-19's impact on global M&A", J. Kengelbach - J. Gell - G. Keienburg - D. Degen - D. Kim, Boston Consulting Group, 2020
"The Impact of The Coronavirus Crisis on Mergers and Acquisitions", R. Harroch – D. A. Lipkin – R. V. Smith, Aprile 2020
"Global M&A Industry Trends: Fierce competition ahead for dealmakers shaping the post-pandemic economy", B. Levy – M. Lloyd – W. Jackson-Moore, Pwc, 2021
"How young Chinese consumers are reshaping global luxury", A. Kim – L. Luan – D. Zipser, Aprile 2019
"Luxury after Covid-19: Changed for (the) Good?", C. D'Arpizio – F. Levato – S. Fenili – F. Colacchio – F. Prete, Marzo 2020
"A perspective for the luxury-goods industry during - and after - Coronavirus", A. Achille – D. Zipser, Aprile 2020
"How Covid-19 Has Accelerated the Transformation in Luxury", C. D'Arpizio – F. Levato, Dicembre 2020
"Opinion: Luxury M&A Opportunities Will Heat Up Post-COVID. Here's Why.", M. Ortelli, Marzo 2021
"Why 2021 will be a bumper year for M&A", G. Arnett, Gennaio 2021
"Global and Italian M&A Insights: Fashion & Luxury market", R. Benaglia, Pwc, Marzo 2021
"LVMH Reaches Agreement with Tiffany & Co.", lvmh.com, Novembre 2019
"Luxury Goods Worldwide Market Study, Fall-Winter 2018", C. D'Arpizio – F. Levato – F. Prete – E. Del Fabbro – J. de Montgolfier, Bain & Company, 2019
"LVMH-Tiffany: quale impatto per questa acquisizione record?", D. Muret, Fashion Network, Novembre 2019
"LVMH's Tiffany acquisition: a golden opportunity", A. Marengo – L. Monticone – S. Sergeeva – V. Pascoletti – D. Cibaldi, Bocconi Students Capital Markets
"LVMH Acquires Tiffany & Co. For \$16.2 Billion", R. Naas, forbes.com, Novembre 2019
"Tiffany & Co. Stockholders approve Acquisition by LVMH", lvmh.com, Febbraio 2020
"L'impatto dell'emergenza sanitaria nelle operazioni di M&A: il caso LVMH – Tiffany & Co.", V. Palazzo, iusinitinere.it, Novembre 2020
"Lvmh-Tiffany: il Covid trasforma le nozze in causa", G. Carbone, trend-online.com, Settembre 2020
"Why the new LVMH-Tiffany deal makes sense", L. Guilbault, Vogue Business, Ottobre 2020
"2021: a year of luxury M&A", C. Roulet, Foundation High Horology, Gennaio 2021

SITOGRAFIA

www.bloomberg.com
www.reuters.com
www.thomsonreuters.com
www.mckinsey.com
www.kpmg.it
www.pwc.com
www.ey.com
www.bain.com
www.altagamma.it
www.kering.com
www.businessoffashion.com
www.lvmh.it
www.lvmh-static.com
www.richemont.com
www.argomenti.ilsale24ore.com
www2.deloitte.com
www.accenture.com
www.refinitiv.com
www.spglobal.com
www.factset.com
www.iusinitinere.it
www.trendonline.com
www.voguebusiness.com
journal.hautehorlogerie.org
www.forbes.com
www.annualreports.com
www.investing.com
www.sec.gov
www.pages.stern.nyu.edu

RIASSUNTO

Capitolo 1 – Le operazioni di M&A

Con l'espressione *Mergers & Acquisitions* si intende un insieme di operazioni di tipo strategico molto comuni nel mondo della finanza, le quali permettono di modificare l'assetto proprietario di una società e vengono intraprese per motivi di crescita in termini economici o di concorrenza.

Per *merger* si intende la fusione tra due o più società e può avvenire “per unione” o “per incorporazione”: nel primo caso, le società partecipanti all'operazione si fondono estinguendosi e dando vita ad una società di nuova costituzione, la quale riceve l'intero patrimonio delle società “fuse” e, di conseguenza, le azioni o quote dei soci delle società estinte vengono annullate e sostituite da quote di partecipazione alla società di nuova costituzione, sulla base di un rapporto di cambio; nel secondo caso accade che una prima società (detta incorporante), la quale invece mantiene la propria autonomia giuridica, incorpora una o più società (dette incorporate), le quali cessano di esistere ed entrano nel patrimonio della prima. Anche in questo caso, la società incorporante riceve l'intero patrimonio delle società incorporate e le azioni o quote dei soci delle società estinte vengono annullate e sostituite da quote di partecipazione alla società incorporante. Il rapporto di cambio identifica il numero di quote dell'incorporante (o della società di nuova costituzione) da attribuire ai titolari di quote delle incorporate (o delle società partecipanti alla fusione), in cambio di quelle possedute in precedenza.

Per *acquisition* si intende la vera e propria acquisizione/cessione d'azienda (o di ramo d'azienda) e questa si configura come il contratto attraverso il quale il soggetto cedente esercita il trasferimento a titolo oneroso di un'unità organizzativa autonoma, che possa quindi raggiungere uno scopo produttivo con i propri mezzi.

Esistono tre tipologie di acquisizione: orizzontale, nel caso di integrazione tra due imprese che operano nella stessa linea di *business*; verticale, acquisendo il controllo “a monte” verso le materie prime o “a valle” verso i consumatori finali; conglomerale, nel caso di integrazione tra imprese che operano in settori non correlati tra loro. Per l'acquirente, nel caso di un'acquisizione orizzontale, l'obiettivo primario è quello di sfruttare eventuali economie di scala, di crescere quindi di dimensione e incrementare la capacità produttiva, al fine di ridurre i costi di produzione. Nel caso di un'acquisizione verticale, l'obiettivo consiste nell'avere un maggiore controllo sul processo produttivo, incorporando singole fasi di lavorazione e commercializzazione, in modo da assorbire i margini di profitto che spetterebbero a fornitori e clienti.

Una delle caratteristiche fondamentali del mercato di fusioni e acquisizioni è il “*wave pattern*”, ossia il fatto che esse alternano periodi in cui si verificano e periodi di inattività. Tale caratteristica è stata osservata negli Stati Uniti oltre un secolo fa, nel

Regno Unito all'inizio degli anni '60 e in Europa più recentemente, e potrebbe essere dovuta a diversi fattori: shock economici e successiva ripresa oppure semplicemente innovazioni tecnologiche o cambiamenti politici, sociali e demografici. Per tale motivo, il mercato M&A si può definire come un "business ciclico".

Gli Stati Uniti e il Canada attualmente rappresentano i paesi in cui avvengono maggiormente operazioni di fusione e acquisizione, in quanto la normativa è molto favorevole. I paesi definiti come "altamente industrializzati", invece, rientrano in Europa Occidentale, Giappone e Australia, i quali, rispetto agli Stati Uniti, hanno una minore percentuale di operazioni di M&A sul reddito nazionale.

Un caso particolare è quello del Giappone, terza economia più grande al mondo: il Giappone non ha mai accettato l'idea di M&A in stile americano e ha permesso il formarsi di grandi gruppi con acquisizioni sia verticali che orizzontali, chiamati *keiretsu*, resistendo con successo al concetto di competenze chiave che portano alla crescita di *mergers and acquisitions* nelle altre nazioni.

La spinta primaria delle operazioni di M&A è l'obiettivo di crescita: la struttura del mercato e la sua competitività orientano le imprese alla riorganizzazione verso nuovi obiettivi, come lo sviluppo di nuovi prodotti e servizi, l'introduzione di logiche distributive alternative e l'ampliamento del mercato di sbocco. Inoltre, talvolta proprio le grandi e affermate imprese riescono a superare momenti di crisi e difficoltà, rispetto alle più piccole.

Infine, uno dei primi passi nell'esercitare un'operazione di fusione o acquisizione per l'acquirente è di valutare attentamente il contributo che una tale operazione può fornirgli e di dimostrare perché due entità starebbero meglio insieme che separate. Quindi è sempre necessario che l'acquirente proceda ad un'attenta valutazione preventiva dell'azienda *target*, al fine di fare una giusta stima del prezzo e una scelta di investimento consapevole, che gli permetta di conseguire grandi vantaggi. Il processo parte da un'analisi storica della *performance* dell'azienda *target* (ciò permette all'acquirente di acquisire una conoscenza di base dell'entità, in modo da avere una maggiore sicurezza sui suoi risultati operativi) e le materie prime da cui un acquirente parte per svolgere la sua analisi storica sono il conto economico, lo stato patrimoniale e la nota integrativa: si realizza una previsione di 5 o 10 anni prendendo in considerazione anche come la *target* finanzia le sue operazioni e l'acquirente arriva a stimarne l'*equity*. Il mercato M&A, per arrivare a queste stime, solitamente utilizza quattro diverse metodologie finanziarie di valutazione, ossia: il *discounted cash-flow*, *comparable public companies*, *comparable acquisitions* e *Leveraged Buyouts*, ognuno dei quali con i suoi pro e contro. Oltre ai metodi di valutazione finanziari, ci sono anche metodi reddituali, patrimoniali e misti.

Dopodiché, si può giungere alla definizione di un prezzo di vendita: esso è influenzato da numerosi aspetti, ad esempio fattori finanziari, strategici e fiscali, ma ancora più importanti sono il potere negoziale dei contraenti e il loro atteggiamento. In definitiva, il prezzo si colloca tra il valore dell'azienda come realtà a sé stante e la somma tra questo ed il valore dei benefici per l'acquirente.

Capitolo 2 – Le operazioni di M&A nel settore del lusso

Il *business* dei beni di lusso è ricco di tradizione e si fonda principalmente sull'artigianato. Negli anni si è ridotta la stratificazione sociale e di conseguenza è nato il cosiddetto “*neo-luxury*”, ossia l'offerta di prodotti e servizi di alta qualità ad un prezzo più accessibile ai consumatori della classe media: a differenza dei beni di lusso tradizionali, come Chanel, Rolls Royce e Cartier, il cui prezzo li limita ai consumatori d'*élite*, i beni del neo-lusso possono generare dei volumi di vendita molto più elevati, nonostante abbiano comunque un prezzo alto, in quanto sono alla portata di molti più consumatori.

All'interno del complesso mondo del lusso, Allérès (1990) ha diviso il mercato in tre categorie principali: la prima fase è quella del lusso inaccessibile, caratterizzato da prodotti su misura realizzati in numero limitato, distribuiti attraverso una rete altamente selettiva e con un prezzo molto elevato; la seconda è quella del lusso intermedio, i cui beni hanno un grado di unicità inferiore, sono prodotti in piccole quantità, distribuiti attraverso canali di vendita selezionati e venduti a prezzi elevati ma non agli stessi livelli dei beni di lusso inaccessibile, per cui comprende collezioni che meglio si adattano al concetto di *neo-luxury*; la terza e ultima categoria è quella del lusso accessibile, la quale comprende prodotti che consentono ad una più ampia gamma di consumatori di accedere all'esperienza dell'acquisto di beni di lusso.

Secondo i report aziendali, l'industria di beni di lusso vale intorno ai 1.268 trilioni di euro e i “beni di lusso personali” hanno formato il nucleo di questo mercato con un fatturato di 281 miliardi di euro nel 2019. Le aziende del lusso sono situate primariamente in Asia, Stati Uniti ed Europa: l'Italia rappresenta il maggior numero di marchi di lusso della classifica *Interbrand*, mentre la Cina negli ultimi dieci anni ha rappresentato il 70% dell'espansione del segmento della moda e del lusso e questa posizione dominante dovrebbe continuare fino al 2025. Queste grandi *performance* sono dovute principalmente al consolidamento dei principali *drivers* di crescita degli ultimi anni, ossia l'aumento del consumo da parte del popolo cinese, la maggiore spesa delle nuove generazioni e l'aumento dei canali di vendita online.

Tradizionalmente, il settore del lusso era molto frammentato, caratterizzato dalla presenza di molte piccole o medie imprese a conduzione familiare, soprattutto in Europa. Ma a partire dal 1980, molte aziende operanti nell'industria del lusso hanno

iniziato ad incrementare i loro investimenti in operazioni di M&A, esercitando prevalentemente acquisizioni orizzontali e aumentando così il livello di concentrazione sul mercato: in questo modo, hanno favorito il fenomeno dei grandi conglomerati, in quanto sono nati gruppi di lusso *multibrand* che oggi dominano l'industria del lusso. Il mercato M&A specifico del settore del lusso ha subito una forte evoluzione nel tempo, passando da acquisizioni prevalentemente orizzontali, acquisendo piccole imprese individuali, ad acquisizioni verticali al fine di gestire l'intera *supply chain*, fino ad arrivare al dominio del mercato europeo da parte dei grandi gruppi *multibrand*. I principali *players* nel settore del lusso e della moda sono i gruppi francesi Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) e Kering, Richemont, il gruppo milanese Prada, Luxottica ed il gruppo veneziano Only the Brave (OTB), i quali hanno sede principalmente in Francia e in Italia. Il motivo principale per cui il mercato M&A del lusso ha iniziato a muoversi verso acquisizioni verticali non è tanto la riduzione dei costi, quanto il mantenimento della qualità delle materie prime e la garanzia che le competenze siano preservate, spingendo i principali gruppi ad aumentare la loro attività di M&A e a rafforzare la loro *supply chain*.

Oltre alla nuova tendenza verso operazioni verticali, oggi il mercato M&A è dominato prevalentemente dai grandi conglomerati situati in Europa, quali principali *players* del mercato che generano una struttura quasi oligopolistica e che pongono in essere le più importanti e costose operazioni. Essi spaziano dal vino alla gioielleria, ma si focalizzano soprattutto sulla moda e oggi hanno un ricco portafoglio di marchi altamente diversificato.

Il motivo per cui le operazioni di fusione e acquisizione nel settore del lusso sono così frequenti e costose, al punto da mantenere un andamento stabile nel tempo nonostante periodi di crisi, è sicuramente la presenza di strategie perseguibili alla base di esse, quali ad esempio strategie di crescita, di diversificazione e di integrazione.

Infine, per molti anni sono state studiate le operazioni di M&A ed in particolare il modo in cui il mercato del lusso reagisce successivamente all'annuncio di un'operazione da parte di un *brand*: tali studi hanno dimostrato l'esistenza di relazioni tra la familiarità e la stima nei confronti di un *brand* e la reazione del mercato azionario.

Capitolo 3 – L'incertezza nel mercato M&A generata dalla pandemia da Covid-19

Nel 2019, nel mercato M&A globale il volume di operazioni era davvero elevato, ma la portata della crisi da Covid-19 è stata senza precedenti e ha provocato risposte globali da parte di governi e società. Il primo trimestre del 2020 ha visto l'inizio della discesa del mercato M&A, con un notevole incremento anche di contenziosi ed un rallentamento delle trattative, ma il volume delle operazioni è successivamente

rimbalzato a partire da giugno 2020, fino ad arrivare al quarto trimestre, in cui il volume ed il valore degli accordi sono aumentati rispettivamente del 2% e del 18% rispetto allo stesso trimestre del 2019.

Il volume delle trattative nella prima metà del 2020 è sceso del 49% rispetto all'anno precedente, con un valore delle trattative in calo del 22%, alcune delle quali sono giunte ad interruzione definitiva. Secondo un'analisi di Mergermarket, sebbene la pandemia sia un fenomeno di portata mondiale, il suo impatto sull'attività di M&A è stato disomogeneo tra vari paesi: mentre il continente asiatico, in particolare la Cina, non ha subito una particolare riduzione di operazioni, le Americhe, guidate dagli Stati Uniti, sono state le regioni più colpite. Nelle Americhe e negli Stati Uniti, molte società hanno cercato di sopravvivere tra il secondo e terzo trimestre del 2020: vi erano difficoltà nel concludere le transazioni, soprattutto a causa dell'incertezza sull'evolversi della pandemia e sull'arrivo di sostegni da parte del governo, per cui le operazioni di M&A erano prevalentemente difensive, con l'obiettivo primario di rafforzare il bilancio.

Nel settore del lusso, l'effetto primario della pandemia da Covid-19 è stata una discesa notevole nel secondo trimestre, momento in cui l'OMS ha dichiarato lo stato di pandemia, seguita da una ripresa già dal terzo trimestre, anche in questo caso guidata da *megadeals* come l'acquisizione di Supreme da VF Corporation per 2.4 miliardi di dollari. Alcune operazioni si sono orientate verso aziende che offrono ritorni più rapidi, infatti il focus delle M&A avvenute in periodo di pandemia sono stati i *brands* esposti alle generazioni più giovani, in quanto rivolgersi ad esse è un'opportunità per creare maggior valore. Per quanto riguarda il mercato M&A di lusso italiano, esso ha sempre avuto un andamento instabile guidato da operazioni come l'acquisizione di Gianni Versace da Michael Kors per 2.1 miliardi di dollari avvenuta nel 2018 e l'acquisizione del 40% di Renato Corti da Chanel per 169 milioni di dollari avvenuta nel 2019.

Nel 2020, anno della pandemia, vi è stato un calo già dal primo trimestre ed una ripresa solo dal quarto trimestre, diversamente da come è accaduto nel mercato M&A globale: tale ripresa è stata guidata proprio dal *megadeal* Stone Island – Moncler avvenuto a dicembre 2020 per 1.46 miliardi di dollari.

Capitolo 4 – Caso pratico: l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo LVMH

La trattativa per l'acquisizione di Tiffany & Co. dal gruppo francese LVMH è iniziata ad ottobre del 2019, spinta da numerosi vantaggi di lungo termine per entrambi i *brands*. Tuttavia, l'impatto della pandemia da Covid-19 ha generato un elevato rallentamento delle trattative dell'operazione, nonché un ingente calo del prezzo d'acquisto, portando alla conclusione del *deal* a gennaio 2021 e realizzando un passaggio da quella che era la più costosa operazione al più grande affare nel settore del lusso.

Dopo aver ottenuto l'approvazione degli azionisti di Tiffany & Co. ci si aspettava di poter procedere alla conclusione dell'operazione nel giro di pochi mesi. Tuttavia, il Covid-19 ha depresso la domanda di beni di lusso e impattato la vendita al dettaglio, il gruppo francese ha registrato un calo dei ricavi per via dello stop al *retail* e al turismo, e, dopo solo due mesi di incertezza generata dallo scoppio della pandemia, il titolo di Tiffany & Co. è crollato e le sue vendite si sono ridotte del 40%, registrando perdite di oltre 30 milioni di dollari. Sulla base di queste condizioni, LVMH è stata posta davanti ad un bivio: la possibilità di abbassare il prezzo d'acquisto, e chiedere quindi uno sconto, o abbandonare definitivamente l'operazione.

“L'accordo non può più avere luogo. Allo stato attuale ci è impossibile completare la transazione”: questo è quanto è stato affermato da Jean-Jacques Guiony, CFO di LVMH, il 10 settembre 2020, il quale ha fatto chiarezza mostrando la preferenza ad abbandonare definitivamente l'operazione in quanto il gruppo LVMH era ormai consapevole del suo stato di fragilità economica e legale. Tuttavia, a novembre 2020 è stato reso pubblico l'annuncio del nuovo accordo “con lo sconto”, in quanto il prezzo era sceso da 135 a 131.5 dollari ad azione, per un totale di 15.8 miliardi di dollari e con una riduzione quindi del 2.5%, permettendo al gruppo francese di risparmiare ben 425 milioni di dollari. L'operazione è giunta definitivamente a compimento il 7 gennaio 2021, vista anche come una possibilità di recupero per il mercato M&A successivamente ad un anno di pandemia da Covid-19.

Dopo un lungo periodo di incertezza sulla conclusione della trattativa e la continua ricerca delle giuste condizioni, si è arrivati quindi alla più importante e costosa acquisizione nel settore del lusso.

Il periodo di crisi ha generato un impatto sull'andamento economico-finanziario del gruppo, costringendolo a fare un passo indietro in fase di trattativa per l'acquisizione di Tiffany & Co. Altro motivo per cui il gruppo acquirente LVMH ha interrotto la trattativa è il cambiamento avvenuto nel valore della *target* Tiffany & Co., la quale ha anch'essa subito l'impatto della pandemia da Covid-19 arrivando a delle condizioni economico-finanziarie diverse rispetto a quelle esistenti al momento della sottoscrizione dell'accordo.

In questa fase dell'elaborato è stata svolta un'analisi empirica al fine di dimostrare l'impatto che l'improvvisa pandemia ha avuto su *target* e acquirente.

L'analisi sull'effetto che la pandemia ha avuto sul valore dell'impresa target prende avvio dai dati di bilancio contenuti nell'*income statement* e nel *balance sheet* riportati negli *Annual Reports* di Tiffany & Co.: obiettivo dell'analisi è quello di stimare l'*enterprise value* al 2019 e successivamente al 2020 per verificare un'eventuale riduzione di valore causata dalla pandemia.

Ai fini della stima dell'*enterprise value* al 2019 tramite l'utilizzo del *Discounted Cash-flow Method*, è necessario elaborare delle previsioni sull'andamento delle voci di bilancio nei cinque anni successivi al 2019, le quali varieranno sulla base di tassi di crescita ricavati dall'andamento negli anni precedenti, nello specifico dal 2013 al 2019. Avendo stimato tutte le componenti del WACC e applicato la formula per il calcolo, si ottiene un costo medio ponderato del capitale pari a 7,64%. Esso viene utilizzato per il calcolo del *Terminal Value* e, successivamente alla somma tra i *Free Cash-flow* ed il *Terminal Value*, si attualizzano i flussi di cassa per il WACC e si ottiene un *Enterprise Value* al 2019 di 12.327,84 milioni di dollari. Questo rappresenta una previsione della situazione di Tiffany & Co. dal 2019 ai cinque anni successivi, basata su tassi di crescita definiti dall'azienda o derivanti da dati storici in condizioni di stabilità economica. Per tale motivo, l'*enterprise value* che ne deriva è stimato in uno scenario no-Covid ed ammonta a più di 12 miliardi di dollari al 2019, anno in cui Tiffany & Co. ed il gruppo LVMH hanno raggiunto l'accordo di acquisizione.

Al 2020 la situazione cambia e ciò è dimostrabile svolgendo un'analisi per singoli trimestri sulle voci di conto economico rispetto all'anno precedente. È evidente invece come la pandemia da Covid-19 abbia avuto il suo impatto già dall'inizio del 2020: i ricavi di vendita al primo trimestre si sono ridotti del 45%, registrando un utile netto negativo per 64,6 milioni di dollari, rispetto all'utile di 125,2 milioni di dollari al primo trimestre dell'anno precedente. L'impatto è stato così forte al punto da quasi dimezzare i ricavi di vendita in quanto lo stop al *retail* nella maggior parte dei paesi non ha permesso di registrare lo stesso livello di vendite del precedente anno.

Al secondo trimestre 2020, i ricavi di vendita si sono ridotti del 29% rispetto all'anno precedente, registrando stavolta un utile netto positivo per 31,9 milioni di dollari: questo è spiegato dal fatto che, già dal secondo trimestre, il continente asiatico si sia quasi del tutto ripreso dalla pandemia da Covid-19, potendo quindi far ripartire il *retail* e registrare ricavi di vendita più elevati.

Il terzo trimestre 2020 rappresenta un ritorno ad un livello stabile, registrando ricavi di vendita per 1.008,2 milioni di dollari rispetto ai 1.014,6 del terzo trimestre dell'anno precedente, in quanto, nonostante la continua presenza del Coronavirus e l'incertezza sul suo andamento, in molti paesi è stato possibile far ripartire il *retail* ed altre attività lavorative con le giuste misure di sicurezza.

Nonostante ci sia stata un'evidente ripresa nella seconda metà del 2020, è possibile notare come nel complesso il Covid-19 abbiamo riportato delle conseguenze sul risultato annuale complessivo, in quanto i ricavi di vendita si sono ridotti del 17% e l'utile netto del 32%.

Sulla base di questi dati, al 2020 si ottiene un WACC pari a 6,18%, da utilizzare per il calcolo del *Terminal Value* e, una volta sommati *free cash-flow* e TV, per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

Con queste previsioni, si stima un *enterprise value* di 11.154,44 milioni di dollari, con un calo del 9,5% rispetto all'*enterprise value* dell'anno precedente. Tale valore è dovuto non solo all'impatto della pandemia, ma anche ad altre variabili: dall'analisi del 2020 per trimestri è evidente come la pandemia, ed il conseguente stop al *retail*, abbiano notevolmente impattato i volumi di vendita e di conseguenza ridotto l'utile netto rispetto all'anno precedente, ma la riduzione del valore dell'impresa è dovuta anche al clima generato dal Coronavirus, in quanto l'incertezza sulla sua futura evoluzione comporta la necessità di fare previsioni molto più contenute rispetto a quelle che si sarebbero fatte in condizioni di stabilità economica.

Oltre allo stop al *retail* ed al clima di incertezza, la riduzione di valore dell'impresa si è avuta anche per via di quella che, secondo il gruppo LVMH, è stata una cattiva gestione della situazione di emergenza: da quanto emerge dai dati di bilancio, l'ICR si è ridotto al 2020 rispetto all'anno precedente passando da 19,03 a 12,06 e ciò significa che, nonostante il periodo di instabilità economica, l'azienda abbia continuato ad incrementare il proprio indebitamento e abbia ridotto la propria capacità di farvi fronte. In aggiunta, dai dati trimestrali di Tiffany & Co. riportati su marketbeat.com si può notare come, nonostante la pandemia e la necessità di far fronte al consistente calo delle vendite, l'azienda abbia ugualmente pagato dividendi ai propri azionisti di importo pari ai dividendi pagati l'anno precedente.

La pandemia da Covid-19 e le misure restrittive implementate dai governi hanno ridotto notevolmente anche l'attività del grande conglomerato del lusso francese Louis Vuitton-Moët Hennessy, influenzando significativamente sui dati di bilancio. Il gruppo ha infatti registrato un calo dei ricavi di vendita del 17%. In particolare, la riduzione si è avuta prevalentemente nella prima metà del 2020, anche in questo caso per via dell'avvento improvviso della pandemia e per la chiusura dei negozi e degli stabilimenti produttivi, così come per l'interruzione dei viaggi internazionali e lo stop al turismo. È evidente come l'impatto maggiore l'abbia subito il *retail*, in quanto mentre nel 2019 la divisione *selective retailing* rappresentava il 28% dei ricavi totali di vendita, tale percentuale si è ridotta di 5 punti per il 2020.

Il Rendiconto finanziario dimostra come il gruppo abbia incrementato il proprio indebitamento dal 2019 al 2020 durante la pandemia. In particolare, per via della situazione di instabilità ed incertezza, il gruppo ha pagato ai suoi azionisti meno dividendi rispetto all'anno precedente, in misura pari al 24% in meno. In secondo luogo, la voce *proceeds from borrowings* risulta notevolmente aumentata dal 2019 al 2020: il gruppo ha emesso un grande quantitativo di *bonds*, triplicando il debito a lungo

termine, e ha raddoppiato i *commercial papers*, ossia fonti di finanziamento per le imprese di breve termine.

È possibile verificare ciò attraverso il calcolo di un paio di indici particolarmente indicativi della situazione finanziaria del gruppo: il primo è il rapporto debito/*equity*, il quale, rapportando il debito di breve e lungo periodo all'*equity* del gruppo, risulta essere pari a 66% al 2020 rispetto al 35% dell'anno precedente, a dimostrazione di come il gruppo abbia quasi raddoppiato il peso del debito sulla propria struttura finanziaria; un altro indice che è possibile calcolare è l'*interest coverage ratio*, il quale risulta pari a 13,1 al 2020 rispetto al valore di 20,2 al 2019, dimostrando una maggiore difficoltà del gruppo a coprire le spese per interessi con il risultato operativo.

È evidente dunque come lo stato di incertezza della pandemia abbia spinto le imprese, e persino i grandi gruppi, verso una preferenza a preservare la propria ricchezza, prendendo maggiormente a prestito, accumulando maggiore liquidità ed investendo in misura minore.

Dopo mesi trascorsi ad attendere la conclusione dell'operazione e successivamente alla guerra legale con Tiffany & Co., il gruppo LVMH ha comunque considerato i numerosi vantaggi che si aspettava effettivamente di ottenere dall'acquisizione del *brand* americano. Motivo per cui la soluzione migliore è sembrata richiedere una riduzione del prezzo di acquisto, in modo da risparmiare circa mezzo miliardo di dollari e permettere allo stesso tempo di portare a termine la più importante e tanto attesa operazione nel settore del lusso.