

Cattedra

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I LE OPERAZIONI *MERGER AND ACQUISITION* (M&A)

- 1.1 LA CREAZIONE DEL VALORE MEDIANTE LE OPERAZIONI DI M&A
 - 1.1.1 LE STRATEGIE
 - 1.1.2 IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE
- 1.2 I FATTORI DI SUCCESSO E DI INSUCCESSO DI M&A
- 1.3 FUSIONI E ACQUISIZIONI TRA IMPRESE

CAPITOLO II IL PROCESSO ACQUISITIVO

- 2.1 LA PIANIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE
- 2.2 LA SELEZIONE DELL'IMPRESA TARGET
- 2.3 NEGOZIAZIONE E DEFINIZIONE DEL PREZZO
- 2.4 IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE
- 2.5 PROCESSO DI INTEGRAZIONE POST-OPERAZIONE

CAPITOLO III LE ACQUISIZIONI NEL SETTORE *LUXURY*: IL CASO LVMH

- 3.1 IL SETTORE *LUXURY*: LE RAGIONI DELLE ACQUISIZIONI
- 3.2 L'AZIENDA
- 3.3 L'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE: STRUTTURA E MOTIVAZIONI
- 3.4 I RISULTATI DELL'OPERAZIONE
- 3.5 LE ULTIME ACQUISIZIONI, DIOR E TIFFANY, ED IL PRIMATO DI LEADER DEL SETTORE

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

Da sempre, la crescita e la creazione di valore sono fattori determinanti per il successo di un'impresa. Tali fattori assumono ancor più rilievo nell'attuale mercato globale, il quale, si caratterizza per una dinamicità tale da rendere tali fattori requisiti fondamentali per la sopravvivenza dell'impresa.

Diversi risultano essere i sistemi attraverso cui le imprese possono decidere di affrontare i nuovi e diversi scenari competitivi. Così come diversi risultano essere gli strumenti creati ad hoc dal legislatore per favorire il perseguimento degli obiettivi di sviluppo e creazione di valore.

Il presente lavoro, suddiviso in tre diversi capitoli e comprensivo di una parte conclusiva oltre che della presente introduttiva, nasce con l'obiettivo di concentrarsi su uno dei sistemi in seno ai quali le imprese possono divenire più competitive, vale a dire le operazioni di Merger and Acquisition (M&A), queste riconducibili a fusioni e acquisizioni poste in essere proprio al fine di creare valore e ricercare sinergie tali da garantire mutamento, flessibilità e innovazione del proprio patrimonio di risorse e competenze. A tal riguardo, si sottolinea che i capitoli che compongono il presente lavoro saranno rispettivamente incentrati sulle operazioni M&A in generale, sul processo acquisitivo, avendo qui premura di attenzionare nel dettaglio ogni fase in cui si articola suddetto processo, e sulle operazioni di acquisizione nel settore Luxury. In riferimento a quest'ultimo, si sottolinea che verrà preso in esame il caso del gruppo LVMH, questo creato nel 1987 a seguito della fusione di due società: Louis Vuitton, impresa specializzata negli accessori di moda, e Moët Hennessy, impresa specializzata nei vini e alcolici. Il focus su tale gruppo è finalizzato a mettere in evidenza come le diverse operazioni di M&A poste in essere negli anni dallo stesso, ultime in ordine temporale quelle con la maison d'alta moda Christian Dior e l'azienda che si occupa di gioielli Tiffany & Co, abbiano contribuito a far divenire il gruppo LVMH leader mondiale nel lusso.

CAPITOLO I
LE OPERAZIONI *MERGER AND ACQUISITION* (M&A)

1.1 LA CREAZIONE DEL VALORE MEDIANTE LE OPERAZIONI DI M&A

Al fine di raggiungere nuove dimensioni aziendali è necessario utilizzare o tradizionali investimenti diretti o operazioni di finanza straordinaria. Nel primo caso si effettuerà una *crescita interna* che consiste prevalentemente nell'aumento della capacità produttiva o nel potenziamento della struttura commerciale o amministrativa per mezzo di acquisizioni o produzioni interne di singoli beni o fattori produttivi. Nel secondo caso, invece, si effettuerà una *crescita esterna* in cui lo sviluppo avviene mediante investimenti indiretti, come le joint ventures o l'acquisizione di soggetti già operanti¹.

Le acquisizioni e le fusioni rappresentano operazioni finalizzate alla crescita dell'impresa, questa ritenuta conseguenza dell'idea di sviluppo ed obiettivo perseguito dalle organizzazioni in maniera costante e continuativa.

Considerato che la crescita non può ottenersi se essa non contribuisce alla creazione di nuovo valore, ben si può comprendere il motivo per il quale il tema del valore assuma, all'interno delle analisi di strategie di crescita, un rilievo determinante.

Obiettivo principale delle aziende è quello di creare valore. Qualora queste non ne fossero capaci, è probabile che l'azienda si diriga verso "morte" certa.

Da tali basi si evince la crucialità del concetto della creazione del valore e si deduce come l'azienda si trovi al centro di una complessa *catena di giudizi del valore* esprimibili dalle varie categorie di stakeholders interessati alle sue performance².

Le operazioni di M&A, intese come componenti delle strategie per la creazione di valore, a livello mondiale sono aumentate incredibilmente negli ultimi anni dello scorso secolo.

Un'indagine della *Thomson Financial Securities Data*, quantificava, nel 1999, il valore globale delle transazioni avvenute tramite M&A in 2.200 milioni di dollari

¹ AA.VV., *Borsa, M&A ed alimentare: l'analisi di KPMG Corporate Finance*, Lecce, 24 Marzo 2006, p. 25.

² CONCE V., *Le acquisizioni: il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano, 2001, pp. 40-43.

statunitensi. Il dato era rilevante. Contemporaneamente, un'ulteriore ricerca della KPMG rivelava che, in un campione di 107 M&A *cross border*, selezionato fra i maggiori *cross border deals* per valore tra il 1996 ed il 1998, solo per il 17% di esse si poteva ammettere di aver concluso l'operazione con una effettiva creazione di valore, addirittura il 53% delle operazioni campionate era stato fallimentare provocando alle aziende coinvolte una distruzione di valore.

Una ricerca simile, ancora, è stata ripetuta due anni dopo dalla stessa società. In tal caso, il campione era formato da 118 società coinvolte nei più importanti accordi di M&A a livello mondiale tra il 1997 ed il 1999. I risultati hanno mostrato un netto miglioramento: il 30% dei casi selezionati ha creato valore, il 31% ha distrutto valore, il 39% non ha prodotto evidenti cambiamenti.

Questa evoluzione dimostra che l'efficienza nell'applicazione di queste operazioni è ancora lontana ed inoltre difficile da ottenere dato l'alto livello di rischio e di complessità che le caratterizza. Tuttavia, la ricerca, insieme all'esperienza, ha contribuito, e continua a farlo, all'elaborazione di elementi chiave per guidare il management coinvolto in una M&A verso l'implementazione di una operazione di successo.

In un'operazione di M&A, il prezzo di contrattazione raramente coincide col valore teorico di valutazione: il denaro ha un potere d'acquisto noto, versato o riscosso contestualmente al trasferimento, in vista della redditività futura dell'azienda, che si prospetta³. Pertanto, risulterebbe improprio considerare "valore" e "prezzo" alla stregua di due concetti autonomi e reciprocamente indipendenti: al contrario, si può affermare che ogni prezzo ha un suo valore teorico di riferimento. È partendo da tali "valori" che si sviluppano le trattative. Il prezzo è il punto di incontro tra domanda e offerta, tra venditore e offerente. Esso, pertanto, è espresso dai mercati e dai singoli contraenti.

³ CORTESI A., *Le acquisizioni d'impresa: strutture e processi per la creazione di valore*, Egea, Milano, 2000, p. 20.

Nelle contrattazione per il trasferimento dell'azienda, punto di partenza si rivela essere il valore teorico espresso mediante "valutazione" dell'azienda stessa.

Dalla quantificazione del valore alla determinazione del prezzo intervengono altri rilevanti fattori, tra i quali si menzionano: il prestigio dei contraenti, le utilità prospettive, la forza contrattuale, l'abilità commerciale, le modalità di pagamento, etc.

Nel momento in cui si individuano elementi di vantaggio o di svantaggio per le parti, il prezzo inizia ad assumere un valore diverso, maggiore o minore, rispetto al valore economico, influenzato anche dalla specifica fattispecie di trasferimento⁴.

Il valore dell'azienda, da "teorico" rischia di divenire "virtuale", questo perché se prima veniva quantificato indipendentemente dagli effetti conseguenti al suo inserimento nel contesto di mercato, ora il prezzo pagato nelle transizioni effettive può discordarsi di molto dal valore determinato con l'applicazione delle differenti metodologie valutative.

La contrapposizione tra valore e prezzo tipica della letteratura economico-aziendale non ha quindi ragione di esistere in un mercato evoluto in cui vi è la possibilità di comparare prezzi e generalizzare processi che portano alla definizione di valori di acquisizione⁵. In tale contesto, dunque, è possibile stimare il "prezzo" dell'azienda, che molto spesso deriva da valutazioni di investimento, anche se determinato dalla capacità di negoziazione delle parti.

⁴ TALIENTO M., *La stima del valore delle sinergie nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, Rirea, Roma, 2004, p. 64.

⁵ FUBINI D., PIRCE C., ZOLLO M., *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, Egea, Milano, 2008, pp. 18-20.

1.1.1 LE STRATEGIE

Dunque, per poter sopravvivere nel tempo la condizione fondamentale dell'impresa è costituita dallo sviluppo dimensionale. La crescita può avvenire o aumentando la capacità produttiva o entrando in mercati diversi da quelli in cui si è già presenti.

Lo sviluppo dimensionale può avvenire o mediante una crescita interna, quindi facendo leva su risorse e competenze già disponibili, o mediante la crescita esterna, quindi acquisendo imprese già in esercizio o parti di esse, oppure realizzando fusioni con altre imprese.

La crescita esterna, in particolare, presenta dei vantaggi consistenti rispetto alla crescita realizzata mediante nuovi investimenti; tuttavia, vi sono comunque alcuni rischi.

Acquisizioni e fusioni quindi rappresentano delle operazioni straordinarie mediante le quali è possibile realizzare lo sviluppo dimensionale dell'impresa. "Acquisizione" è un termine che solitamente viene abbinato a quello di "fusione", anche se sono due operazioni ben distinte tra loro, nonostante siano finalizzate entrambe all'accrescimento del valore delle imprese coinvolte⁶.

Per acquisizione, quindi, si intende l'acquisto di un'impresa, o di parte di essa, da parte di un'altra impresa, la quale, mantiene però la propria individualità. Per fusione, invece, si intende il processo che porta l'impresa acquisita ad essere incorporata nell'impresa acquirente, cosa, questa, che ne determina la perdita dell'identità. In Italia, le acquisizioni si sono evolute maggiormente rispetto alle fusioni. Tuttavia, nelle imprese italiane non sempre vi è la presenza di figure professionali aventi competenze e capacità gestionali specialistiche che il fenomeno delle acquisizioni necessariamente richiede.

A partire dalla fine degli anni Novanta del secolo scorso, il valore delle acquisizioni e delle fusioni, a livello globale, ha raggiunto circa 2.500 miliardi di dollari, rispetto

⁶ GOLZIO L.E., *Fusioni e acquisizioni tra imprese: relazioni pericolose o virtuose?*, www.ticonzero.info, n.87, 2008.

alle poche decine degli anni Ottanta. Le imprese statunitensi e quelle europee sono state le protagoniste principali della fase di crescita. Infatti, nel corso degli anni Novanta si assiste al consolidamento di un fenomeno che riguarda le due principali aree economiche, ovvero il valore delle operazioni realizzate dalle imprese europee è superiore al valore delle operazioni che hanno come scopo le imprese comunitarie.

In Italia, in particolare, a mostrare segnali di evidente crescita sono state le acquisizioni e le fusioni. I settori in cui si è maggiormente registrata tale crescita sono quelli del tessile, dei trasporti, dell'alimentare, delle comunicazioni, dei servizi pubblici e meccanico. Va poi precisato che le acquisizioni sono state prevalentemente di tipo orizzontale, configurando altresì percorsi di integrazione produttiva e non di concentrazione vera e propria⁷.

Ad oggi si rileva però una scarsa propensione delle nostre imprese ad acquisire all'estero e viceversa. Gli obiettivi che si possono raggiungere mediante le operazioni di acquisizione e di fusione sono numerosi; pertanto, in tale sede si riconducono a due grandi categorie generali:

1. le motivazioni finanziarie;
2. le motivazioni strategiche.

Nella prospettiva finanziaria, un'acquisizione avviene solamente nel momento in cui essa determina un beneficio economico, ossia quando le due aziende valgono di più insieme che separate. Affinché una motivazione finanziaria risulti sufficiente per giustificare un'acquisizione, si possono distinguere due casi: il caso in cui la borsa sottostimi il valore di una società e il caso in cui vi siano aziende in perdita.

Invece, dal punto di vista strategico, le principali motivazioni che spingono verso un'operazione di acquisizione sono:

⁷ CORTESI A., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Giappichelli Editore, Torino, 2004, pp. 21-23.

- le economie di scala, ovvero lo sviluppo orizzontale: qui si parla nello specifico di acquisizioni finalizzate ad una maggiore dimensione aziendale e ad una quota di mercato più elevata;
- le economie di integrazione verticale: che solitamente si verificano nei confronti di fornitori o clienti con i quali si sono instaurate relazioni contrattuali di lungo termine;
- le economie di scopo o di raggio di azione: si distinguono in operazioni di acquisizioni concentriche nel caso in cui le imprese che partecipano all'operazione offrono prodotti o servizi strettamente connessi dal punto di vista tecnologico, produttivo o di marketing, e in acquisizioni conglomerati, nel caso in cui le imprese interessate operano in settori di attività che non presentano legami di correlazione e che sono rivolti a mercati contraddistinti da clienti con bisogni ed esigenze differenti;
- le economie di complementarità: queste necessarie alle imprese per entrare in mercati specialistici velocemente e senza dover affrontare rilevanti spese di ricerca;
- le economie di integrazione manageriale: queste realizzate quando si acquisisce un'impresa nella convinzione di poterla gestire meglio di quanto avrebbe potuto fare il manager precedente.

In relazione al fenomeno delle acquisizioni e delle fusioni le principali scuole di pensiero sono tre⁸:

1. la scuola del mercato di capitali, la quale giunge alla conclusione che le acquisizioni, da un lato, consentono benefici e vantaggi anche consistenti per le imprese acquisite, dall'altro, creano valore per gli azionisti dell'impresa acquirente;

⁸ GOLZIO L.E., *Fusioni e acquisizioni tra imprese: relazioni pericolose o virtuose?*, cit.

2. la scuola della strategia, la quale, indagando sulle tipologie di acquisizioni in grado di creare valore, giunge alla conclusione che le acquisizioni di attività correlate danno risultati superiori a quelle attività non correlate;
3. la scuola del comportamento organizzativo, la quale, è sostanzialmente rivolta ad indagare circa l'impatto delle acquisizioni sulle risorse umane coinvolte nel processo.

Negli ultimi anni, tuttavia, si è affermato un nuovo filone di ricerca inerente al processo acquisitivo, ovvero la prospettiva del processo. Tale scuola di pensiero considera le acquisizioni e le fusioni come scelte finalizzate al conseguimento del vantaggio competitivo duraturo e sostenibile.

1.1.2 IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE

Quando si parla di processo acquisitivo è necessario riferirsi all'intero processo, il quale, parte con l'identificazione del fabbisogno, continua con l'acquisizione del controllo o della maggioranza di capitale di un'altra maggioranza e si conclude con l'attuazione dell'integrazione di due realtà in un'unica entità.

Le acquisizioni e le fusioni si caratterizzano per le consistenti risorse finanziarie, umane, tecnologiche e organizzative che implicano, le necessarie metodologie di analisi economico-finanziarie, la profonda riflessione sulle scelte strategiche, le competenze specifiche che richiedono e i maggiori rischi che comportano⁹.

Sebbene il processo decisionale che riguarda le acquisizioni sia sempre un processo graduale frutto delle capacità di decisione strategica dell'impresa, è bene sottolineare che le acquisizioni possono divenire frutto di opportunità e/o occasioni offerte dal mercato che la leadership arriva a maturare in tempi brevissimi. È ovvio che più è celere il processo decisionale più rischiosa la successiva fase di integrazione.

Data la complessità del processo di acquisizione, è bene suddividere quest'ultimo in tre macro fasi, ognuna delle quali richiedente differenti competenze manageriali.

Le tre macrofasi sono¹⁰:

1. Fase 1: *Analisi e valutazione strategica*, questa funzionale ad individuare le possibili aziende candidate all'acquisizione;
2. Fase 2: *Negoziazione e closing*, questa funzionale all'apertura delle trattative con le potenziali aziende target;
3. Fase 3: *Due diligence*, questa funzionale all'acquisizione di dati necessari per formulare una proposta concreta in cui vengono esplicitati sia l'oggetto dell'acquisizione, sia il prezzo di riferimento, sia le condizioni contrattuali di pagamento, etc., e alla firma dell'accordo che sancisce l'integrazione di una realtà nell'altra.

⁹ CONCA V., *Le acquisizioni: il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano, 2001, p. 66.

¹⁰ *Ibidem*.

1.2 I FATTORI DI SUCCESSO E DI INSUCCESSO DI M&A

Al fine di generare una solida base per un processo di integrazione senza ostacoli sono stati individuati due fattori di successo che le aziende dovrebbero adottare per essere tra quelle che lo realizzano con successo¹¹. Il primo di questi fattori consiste nel *trovare il giusto equilibrio* tra le attività materiali (asset economici, logistici, strutturali) e le attività immateriali (es. valori, leadership, mercato, immagine, competenze, etc.) delle aziende coinvolte nella fusione. Il secondo, invece, consiste nell'importanza della leadership, questa necessaria tanto per rispondere alle esigenze specifiche del processo di integrazione quanto per diffondere tra i membri del team i nuovi valori assunti dall'azienda integrata.

Al fine di comprendere al meglio i rischi insiti in ogni fusione o acquisizione, è fondamentale prendere in considerazione la valutazione di tutte le attività, sia materiali che immateriali.

Il modello delle attività immateriali studiate da Hay Group si suddivide in tre grandi aree¹².

I – Elaborare la strategia di fusione ideale

Tra gli intervistati dello studio, solo un terzo ha riscontrato un aumento significativo del valore per gli azionisti o un incremento delle vendite e della quota di mercato e/o ha realizzato un significativo miglioramento nella gestione dei costi.

Per realizzare una strategia di fusione efficace non basta conseguire un risultato ottimale in termini di cifre. Troppo spesso le aziende si concentrano su questo aspetto nel tentativo di combinare le organizzazioni coinvolte nella fusione e generare un maggiore ritorno per gli azionisti.

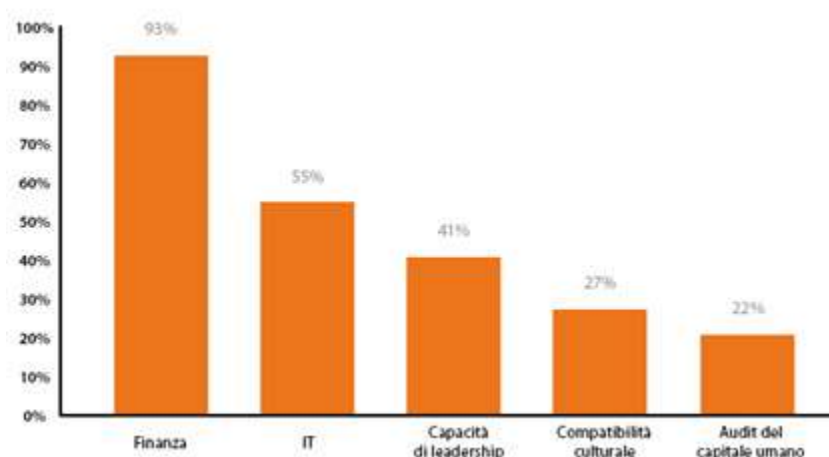
¹¹ ANDRADE G., MITCHELL M., STAFFORD E., *New evidence and perspectives on mergers*, in *Journal of economic perspectives*, vol. 15, 2001, pp. 103-120.

¹² HAY GROUP, *Risorse umane e logiche di imprese*, Pirola, Milano, 1993.

La criticità di alcune omissioni nelle attività di due diligence e di definizione delle strategie di integrazione post-fusione rappresentano spesso le principali cause di fallimento delle M&A¹³.

Due ambiti spesso trascurati sono la gestione delle attività immateriali e il ruolo della leadership. Le aziende continuano a privilegiare le due diligence e le integrazioni “tradizionali” di tipo finanziario e sui sistemi, a scapito delle due diligence sulle attività immateriali fondamentali. Questi fattori sono altrettanto critici per il processo di fusione e comprendono la capacità della *frontline* di realizzare le promesse del brand, la gestione dei rapporti con la clientela, la corporate governance, la struttura aziendale e il capitale umano.

Grafico 1 – *Priorità nella due diligence*



FONTE: HAY GROUP, *Risorse umane e logiche di imprese*, Pirola, Milano, 1993.

II – Trovare l'equilibrio

Nonostante l'impatto dei “subprime” sulla disponibilità complessiva del credito, le M&A continuano ad essere un'arma affidabile nelle strategie di crescita delle aziende.

¹³ HASPELAGH P.C., JEMISON D.B., *Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal*, The Free Press, 1991.

Il valore generato da una fusione di successo è indiscutibile, ma in un mercato sempre più volatile esistono anche dei rischi. Gli accordi di M&A non possono essere gestiti con troppa cautela e lentezza.

Solo il 9% degli executive ha detto ad Hay Group che le loro esperienze di M&A possono essere definite pienamente soddisfacenti.

La ricerca Hay Group ha rivelato che la maggior parte degli executive si concentra sull'integrazione del proprio patrimonio materiale composto dal conto profitti e perdite, dall'IT, dagli approvvigionamenti e dalle funzioni quali HR, marketing e finanza.

Un numero di aziende nettamente inferiore ha cercato di individuare o ridurre i rischi legati alle attività immateriali, che sono uno dei due fattori chiave che determinano il successo di una M&A¹⁴.

È difficile prevedere il risultato di una fusione o di un'acquisizione.

In particolare, gli aspetti umani e culturali rendono ogni azienda unica. Quando si decide di unire la struttura di due aziende, è impossibile conoscere quale sarà il risultato finale.

Alla luce di queste considerazioni, gli executive possono intraprendere una serie di iniziative per creare l'equilibrio più efficace a realizzare un processo di integrazione fluido e soddisfacente.

Trovare il corretto equilibrio tra le attività materiali e immateriali richiede un pensiero strategico chiaro sin dall'inizio di ogni accordo. L'aspetto finanziario può sembrare allettante, ma è necessario pensare attentamente a come integrare il capitale organizzativo, relazionale e umano. L'integrazione delle attività materiali quali politiche, processi funzionali e risparmio sui costi è spesso il primo problema affrontato. È più semplice elaborare un piano per affrontare questi elementi visibili

¹⁴ MCNAMARA G.M., HALEBLIAN J.J., JOHNSON DYKES B., *The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics*, in *Academy of Management Journal*, vol. 51, n. 1, 2008, pp. 113-130.

della fusione. Benché ciò sia fondamentale per ottenere una riduzione dei costi, concentrarsi esclusivamente sulle sinergie di integrazione non genererà crescita né aumenterà il valore per gli azionisti¹⁵.

Per entrare più rapidamente nella “zona di creazione del valore”, le aziende coinvolte nella fusione devono allineare attività immateriali, come ad esempio: la percezione del brand, la governance, il coinvolgimento dei dipendenti e la gestione dei rapporti con i clienti nell’integrazione dei loro processi e sistemi.

I due aspetti della strategia di integrazione devono essere affrontati in parallelo.

III – L’impatto della leadership

Quando emerge l’opposizione ad un accordo, essa si accentua tanto più si scende all’interno dell’organizzazione. La resistenza più marcata si manifesta a livello del middle management, dove quasi la metà dei manager si oppone alle fusioni e un quinto lo fa in modo palese ed attivamente.

Le fusioni e le acquisizioni sono per loro natura un fenomeno straordinario. Qualunque operazione di questo tipo, per quanto piccola sia, dà luogo ad un periodo di grande cambiamento, sia per le aziende sia per i dipendenti che attraversano il processo di integrazione.

Hay Group ha esaminato una serie di fattori che incidono sul successo di una fusione o acquisizione. I due fattori che differenziano i performer eccellenti da quelli medi sono la capacità di trovare l’equilibrio tra le attività materiali e immateriali e la leadership¹⁶.

Nonostante il ruolo critico svolto dalla leadership nel successo delle M&A, più della metà delle aziende non ha effettuato una valutazione delle capacità di leadership nell’ambito della due diligence. La leadership è l’ingrediente essenziale che manca

¹⁵ HOMBURG C., BUCERIUS M., *Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness*, in *Strategic Management Journal*, vol. 27(4), 2006, pp. 347-367.

¹⁶ FUBINI D., PRICE C., ZOLLO M., *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, Egea, Milano, 2008, pp. 66-68.

alla maggior parte delle M&A. L'impatto che il leadership team ha sul successo dell'integrazione e sulla performance delle aziende coinvolte nella fusione è chiaro. I leader aziendali che effettuano prospezioni in vista di un'acquisizione devono verificare fin da subito le capacità di leadership ed agire in modo deciso per istituire il team giusto onde assicurare una transazione fluida, che mantenga la produttività e posizioni la nuova azienda in modo da poter realizzare una crescita sostenibile.

Tabella 1 - *L'impatto della nuova leadership sul valore*

<i>La fusione o l'acquisizione ha realmente generato nuovo valore?</i>	<i>Nuovo leadership team</i>	<i>Vecchio leadership team</i>
Si, una notevole quantità	50%	19%
Si, una piccola quantità	35%	31%
No	8%	4%
Non ancora	7%	46%

FONTE: HAY GROUP, *Risorse umane e logiche di imprese*, Pirola, Milano, 1993.

1.3 FUSIONI E ACQUISIZIONI TRA IMPRESE

La fusione o l'acquisizione tra imprese rappresenta un processo ad alto rischio di riuscita o di inefficienza, in quanto solo il 9% dei manager è riuscito a conseguire gli obiettivi che si era posto al momento della decisione; la spiegazione dell'alto tasso di rischio/inefficienza nel portare a termine una fusione o acquisizione è dovuto a due fattori cruciali¹⁷:

- la misurazione privilegiata degli asset tangibili (dati di bilancio e dei sistemi di Information Technology), a scapito di quelli intangibili, nonostante che la percentuale media di capitalizzazione di questi ultimi sia del 73% nel 2005;
- la carenza di competenze di leadership per realizzare in modo competente, rapido, e condiviso la fusione e/o l'acquisizione.

Nel sottolineare l'importanza di misurare (due diligence) in modo bilanciato asset tangibili e intangibili, è importante richiamare la necessità per le imprese di adottare il modello della generazione del valore, il quale non si limita a misurare il valore ad un dato istante, attraverso l'analisi quantitativa dei dati di bilancio, ma estende la misurazione ad un orizzonte temporale più vasto, in modo da valorizzare anche i benefici per gli stakeholder.

La misurazione degli asset rilevata nello studio è sbilanciata, poiché privilegia gli asset tangibili a scapito di quelli intangibili: il 54% dei manager afferma di essere consapevole che trascurare la valutazione degli asset intangibili aumenta il rischio di insuccesso/inefficienza della fusione o acquisizione.

Il rischio si corre principalmente a motivo della resistenza esercitata dal personale dell'impresa acquisita o più debole. Ciononostante, solo un'impresa su dieci si pone come priorità del dopo fusione o acquisizione il varo di programmi di integrazione per coinvolgere e impegnare le persone delle imprese coinvolte¹⁸. Inoltre, riporta la ricerca, è cruciale anche il tempo di realizzazione dei programmi, che deve essere

¹⁷ GOLZIO L.E., *Fusioni e acquisizioni tra imprese: relazioni pericolose o virtuose?*, cit.

¹⁸ SICCA L., *La gestione strategica dell'impresa. Concetti e strumenti*, Cedam, Padova, 2001, p. 49.

coincidente con la fase di post fusione o acquisizione. La ricerca spiega il comportamento apparentemente dei manager con la difficoltà a reperire i dati e sistemi operativi istituzionalizzati, capaci di misurare menome complessi come gli asset intangibili¹⁹.

Il secondo fattore cruciale per garantire l'efficiente fusione o acquisizione è la disponibilità, per l'impresa più forte, di disporre di competenze di leadership adeguate per governare il processo di cambiamento, il quale determina la perdita delle identità esistenti e la ricerca di una nuova nelle imprese coinvolte.

A tal proposito, sono state individuate le competenze di leadership necessarie nelle capacità di:

- assumere la priorità e saper condurre l'inventario delle competenze possedute, i relativi punti forti e le carenze e l'eventuale ricerca all'esterno delle competenze di leadership necessarie;
- saper condurre il processo di cambiamento creando valore complessivo, sia negli asset tangibili che in quelli intangibili;
- saper gestire i tempi e le sequenze del processo di integrazione, in modo da chiuderlo rapidamente e senza intoppi;
- saper trasmettere i valori e la razionalità del progetto di integrazione alle persone delle imprese coinvolte attraverso una comunicazione tale da coinvolgere e motivare comportamenti cooperativi in alternativa a quelli resistenti.

Il presidio delle competenze di leadership è responsabilità del top management che ha deciso l'acquisizione o la fusione.

Al riguardo, la prima indicazione dello studio è che le competenze di leadership, benché cruciali, sono piuttosto carenti nelle imprese indagate: i ruoli richiesti per

¹⁹ ROVIT S., LEMIRE C., *Your Best M&A Strategy*, Boston, Harvard Business Publishing Corporation, 2003, p. 55.

condurre un'acquisizione o una fusione richiedono competenze maggiori di due livelli gerarchici superiori rispetto a quello del senior management esistente.

La seconda indicazione conferma la prima, nel senso che il top management che ha effettuato una due *diligence* preliminare sulle competenze di leadership disponibili, ha perseguito i propri obiettivi con un successo quattro volte maggiore rispetto al top management che non ha proceduto all'inventario. In questo caso il processo post fusione o acquisizione è stato caratterizzato da un sensibile peggioramento del clima organizzativo nelle imprese coinvolte.

La terza indicazione è che in caso di acquisizioni o fusioni asimmetriche sia più efficiente sostituire il management esistente con quello nuovo, di provenienza esterna alle imprese coinvolte, per assicurare creazione di valore, attraverso le economie di scala, e il personale motivato.

La quarta indicazione è che il processo di integrazione presenta le maggiori crucialità nei primi 100 giorni²⁰.

Le indicazioni sono il risultato delle opinioni e dell'analisi dei dati raccolti, piuttosto che la falsificazione empirica di ipotesi rese esplicite all'inizio dell'indagine.

Il punto interessante sul quale riflettere è la spiegazione fornita dai ricercatori sul comportamento del top management considerato, il quale ha deciso normalmente su fusioni o acquisizioni, in assenza di dati sugli asset intangibili, considerati, correttamente nella ricerca, elementi cruciali per l'efficienza decisoria.

Gli asset intangibili, infatti, riflettono le competenze distintive, non accessibili, da cui dipende il maggior valore aggiunto.

I ricercatori in materia concepiscono la decisione strategica di modifica dei confini organizzativi come un problema di misurazione: ne deriva che la mancata considerazione degli intangibili è dunque una carenza di tecniche di misurazione.

²⁰ TALIENTO M., *La stima del valore delle sinergie nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, cit., p. 67.

Tale situazione è familiare alle imprese; ad essa si ovvia con un'adeguata elaborazione concettuale quando l'inefficienza raggiunge livelli pericolosamente elevati, come l'evoluzione delle tecniche di management adottate nelle imprese insegna.

Le decisioni del management, benché limitate, sono giustificate dalla creazione di valore, quando evidente, ancorché derivante dalla misura parziale degli asset tangibili. Essa soddisfa comunque le aspettative di breve periodo degli stakeholder.

A loro importa rilevare il valore conseguito, piuttosto che quello potenzialmente perduto a causa della mancata considerazione degli asset intangibili. La prospettiva organizzativa, in particolare quella dell'analisi strategica del potere, fornisce una spiegazione più euristica. Il modello richiamato concepisce la fusione o l'acquisizione come un gioco organizzativo di potere.

Il comportamento del top management considerato nella ricerca può essere spiegato dal fatto che è mosso dal principio della dominanza, cioè dell'acquisizione di potere sull'altro, legittimato dalla creazione di valore normalmente misurato, dove è esclusiva la valenza economica finanziaria di breve periodo²¹.

Il principio della dominanza si traduce nell'aumento del potere di mercato della coalizione dominate presidiata dal top management.

La dominanza spiega perché il management, seppur consapevole dei costi nascosti derivanti dalla mancata considerazione degli asset intangibili, comunque decida per la fusione o l'acquisizione, basando sul criterio di creazione di valore normalmente inteso.

Premesso ciò, occorre chiedersi se il gioco delle fusioni o acquisizioni può strutturarsi e condursi in base ad un principio alternativo a quello della dominanza.

Gli esempi di fusioni o acquisizioni amichevoli, non ostili, a prescindere dalle dimensioni delle imprese coinvolte, indicano che il gioco si basa sul principio della

²¹ ZOLLO M., PURANAM P., SINGH H., *Bringing Some Discipline to M&A Mania*, in *Mastering management*, *Financial Times*, 2001, p. 12.

cooperazione, qualificato da negoziati integrativi, possibile se si assume il concetto di generazione di valore nella sua accezione completa.

Nell'ambito della realtà industriale italiana, l'analisi dei processi post M&A, ad esempio della fusione tra Banca Intesa e Istituto S. Paolo e dell'acquisizione di Endesa da parte di Enel, possono spiegarsi applicando il principio della cooperazione.

Il caso di Enel è particolarmente significativo perché, pur entrando nella contesa più tardi del concorrente tedesco, è riuscita a controllare Endesa grazie alla cooperazione con il partner spagnolo²².

In sostanza, la gestione efficiente e di successo di un processo di fusione o di acquisizione dipende prioritariamente dal modello culturale e di potere del top management, che a sua volta, determina il ricorso a tecniche di misurazione di generazione del valore adeguate alla sua traduzione in dati quali-quantitativi per la presa di decisioni.

²² ACCENTURE-EIU (Economist Intelligence Unit), *Global M&A Survey Executive Summary* 2006.

CAPITOLO II
IL PROCESSO ACQUISITIVO

2.1 LA PIANIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

Un aspetto fondamentale, nonché obiettivo finale, per tutte le imprese è la crescita. Per poter soddisfare tale scopo le acquisizioni possono rivelarsi particolarmente utili in quanto consentono di accelerarne i tempi²³.

Analizzando l'evoluzione storica delle operazioni di acquisizione è possibile osservare che diverse di esse non sono state in grado di raggiungere gli obiettivi inizialmente prefissati. Ciò accade in quanto, in alcuni casi, l'incentivo ad acquisire deriva solamente dalla volontà di crescere in termini dimensionali, senza prestare attenzione ai possibili effetti sinergici; un'altra causa di tale situazione potrebbe consistere nel fatto che spesso le operazioni di acquisizione siano incentivate solo per ciò che concerne la diversificazione del rischio o l'individuazione delle aziende migliori, che, in genere, presentano un prezzo più alto per cui è raro che il compratore riesca ad apportare valore aggiunto. Pertanto, nel momento in cui si intenda implementare un processo di questo tipo occorrerà che lo stesso sia il più analitico possibile, così da concretizzare l'idea iniziale di espansione. Tra l'altro, così agendo le aziende saranno perfettamente in grado di selezionare le giuste imprese target ed intraprendere i primi contatti con quelle più interessanti e competitive.

Come si è avuto modo di approfondire nel precedente capitolo, sono tantissime le motivazioni che spingono un'azienda ad intraprendere un'operazione di M&A. Nelle pagine che seguono, invece, ci si focalizzerà sulle fasi della stessa, dall'analisi strategica preventiva fino all'ultimo step, ossia la fase di integrazione.

Nel momento in cui si pianifica un'operazione di M&A occorre necessariamente individuare una collocazione del processo di acquisizione che sia quanto più possibile coerente con ciò che desidera l'acquirente; inoltre fondamentale sarà

²³ AIFI, *Il processo di acquisizione*, 2015.

effettuare un'attenta e precisa definizione di quelle che sono le modalità di realizzazione²⁴.

In relazione a ciò, risulta essenziale impostare correttamente la strategia da attuare che, in linea generale, trova concretizzazione con l'affidamento ad una figura professionale (solitamente *advisor* e consulenti) che si occuperà di analizzare il settore di riferimento e l'ambiente competitivo nel quale l'acquirente intende ricercare e contattare aziende potenzialmente appetibili.

In tal senso, quindi, l'analisi strategica preventiva è volta essenzialmente a fare chiarezza sull'effettiva convenienza di un processo di M&A, così da poter valutare se esso sia o meno il giusto modo per interpretare le varie e differenti istanze per la crescita. Il processo si articola in diverse fasi. L'audit strategico dovrebbe essere implementato in modo tale da analizzare: le aree di debolezza dell'impresa, la concorrenza di settore e le variabili competitive, le sinergie conseguibili, la fattibilità finanziaria dell'operazione e le possibili ripercussioni sul rapporto con la clientela.

L'obiettivo ultimo dell'analisi strategica riguarda l'identificazione dei migliori candidati (*targets*), per poi intraprendere la prima fase di *screening* volta alla scrematura primaria dei candidati precedentemente individuati.

Per quanto riguarda l'individuazione delle possibili sinergie, di cui si tratterà nel prosieguo, si deve dire che molto probabilmente costituisce il passo più controverso e difficile da realizzare, specialmente per ciò che concerne la stima del livello effettivamente raggiungibile.

Affinchè si possa delineare in maniera efficace il quadro in cui l'azienda che intende acquisire andrà ad operare, e per accertare dettagliatamente il profilo ideale delle potenziali *targets*, dovranno essere presi in considerazione i seguenti fattori:

- 1) i tratti caratteristici e distintivo dell'impresa da acquisire;
- 2) i livelli di leverage che possono essere applicati all'acquisizione;
- 3) il timing dell'operazione;

²⁴ UBERTAZZI T.M., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Cedam, Padova, 2005, p. 46.

4) le implicazioni per ciò che concerne la sostenibilità economico-finanziaria per l'acquirer;

5) il prezzo limite dell'offerta.

Nello specifico, in relazione al quarto punto, si deve dire che esso potrà riguardare gli investimenti necessari utili per far sì che la *target* sia in linea con gli standard operativi desiderati dall'acquirente²⁵. Pertanto, il successo nell'identificazione e nella selezione della *target* dipenderà anche dal grado di conoscenza del mercato, dei clienti, dei fornitori, dei concorrenti e degli *stakeholders*.

In genere, il numero minimo di candidati che dovranno essere valutati solitamente non supera le quattro o cinque unità, anche per le imprese di nuova costituzione (*start-up*), le quali sebbene siano poco conosciute presentano potenziali di crescita abbastanza elevati. Le aree sulle quali dovrà essere focalizzata l'attenzione nella fase di selezione della *target* possono tener conto dei seguenti criteri: strategico, finanziario, criteri particolari, dimensionali e criteri di sostenibilità finanziaria²⁶.

Infine, occorre osservare il modo in cui le società *target* possono essere selezionate attraverso una società di consulenza esterna. Tale modalità è particolarmente efficace ed utile nei casi in cui le operazioni M&A siano volte all'ingresso in nuovi mercati o qualora si intendano ricercare possibili candidati in mercati lontani geograficamente o segmenti di mercato parzialmente inesplorati. È possibile che il primo contatto avvenga grazie alla *target*: in tale ipotesi, dopo aver selezionato i possibili acquirenti, il mezzo di contatto più frequente è la *approach letter*, attraverso cui si comunica la possibilità di acquisire una società in uno specifico settore così da ottenere un primo *feedback* da parte dei possibili compratori selezionati.

²⁵ CONCA V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2011, pp. 91-92.

²⁶ SABINE M., *Alta finanza aziendale*, Ipsoa, Milano, 1989, p. 64.

Coloro che rispondono positivamente alla lettera riceveranno un breve profilo anonimo sul *target (blind profile)* contenenti informazioni circa il settore di riferimento, l'attività effettuata e i principali dati finanziari²⁷. Quanto finora detto ci permette di affermare che le modalità attraverso le quali intraprendere il progetto M&A varino a seconda del soggetto e del *target o bidder*.

²⁷ AIFI, *Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, luglio 2007.

2.2 LA SELEZIONE DELL'IMPRESA TARGET

Una volta pianificata la procedura di M&A occorre focalizzare l'attenzione sulla definizione degli obiettivi dell'acquisizione e sul profilo ideale della target.

Pertanto, occorre tenere bene a mente, per poi disegnarlo, il modello delle società ideali da acquisire.

In tal senso, occorre approfondire i tratti caratteristici dell'impresa target, come la sua posizione a livello competitivo, la sua quota di mercato, la qualità del management, la disponibilità di apparecchi tecnologici, la manutenzione dei impianti, le sue performance in termini economici-finanziari, prestando attenzione anche alle prospettive future. Dopodiché dovrà essere preso in considerazione il timing dell'operazione, l'investimento complessivo, il prezzo di offerta e le possibili implicazioni economiche-finanziarie²⁸. Tenendo conto di tutte queste informazioni si potrà procedere con una valutazione generale dell'azienda target²⁹.

A partire da questo momento, il processo entra in un'ulteriore fase, più operativa: in tale momento, un'indicazione utile concerne la verifica della sopportabilità finanziaria dell'operazione.

Una volta a conoscenza di quelle che sono le caratteristiche essenziali dell'impresa target, si potrà valutare il possibile timing dell'operazione e le implicazioni sul piano finanziario, cosicché, qualora fosse necessario, possano essere programmate le forme di copertura più idonee.

Per poter valutare l'impatto finanziario complessivo occorre tener conto di ulteriori aspetti, ossia: il prezzo della transazione e gli investimenti da effettuare per far sì che l'acquisita risponda agli standard operativi desiderati. Tali fattori risultano essere imprescindibili per il processo di determinazione del prezzo. Al fine di scongiurare il rischio che il management si senta personalmente coinvolto nell'operazione, sarebbe

²⁸ CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2011, p. 80.

²⁹ MARANGONI A., *Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie*, in *PMI*, volume 6, fascicolo 1, 2001, pp. 22-27.

opportuno fissare preventivamente un livello massimo di prezzo al quale ci si dovrà poi attenere.

Ciò apporta importanti vantaggi, in quanto limita l'esborso finanziario; favorisce la programmazione dei flussi e la compatibilità finanziaria del progetto; fa sì che il negoziatore sia obbligato a motivare eventuali richieste di prezzo superiori rispetto a quello fissato; in casi del tutto eccezionali, vincola il negoziatore a richiedere un'ulteriore approvazione esplicita da parte del top management.

Per procedere alla selezione dell'impresa target, sarà necessario innanzitutto stilare un elenco di imprese potenzialmente appetibili; da tale lista verrà, in un secondo momento, individuata l'impresa ideale da acquisire.

Al contempo, saranno escluse le imprese difficilmente raggiungibili³⁰.

Una volta stabiliti i criteri generali, è possibile procedere con l'individuazione nominativa delle imprese e la conseguente valutazione delle stesse.

Il numero e le tipologie delle imprese target sono strettamente connessi agli obiettivi prefissati e alla ambizioni progettuali: in tal senso, più limitati saranno gli obiettivi, più ristretto sarà il cerchio in cui scegliere l'impresa target.

Dopo aver identificato i possibili candidati, si procederà ad elaborare una graduatoria delle imprese, per poi avviare i primi contatti. Tale fase è particolarmente complessa poiché ricca di difficoltà: si pensi, ad esempio, al fatto che l'impresa scelta potrebbe non essere in vendita e quindi non preparata a prendere in considerazione offerte da parte di terzi.

Inoltre, in alcuni casi, l'impresa che intende acquisire potrebbe trovarsi innanzi ad un'enorme varietà di situazioni, ciascuna delle quali richiede approcci differenti e specifici rischi di insuccesso.

La particolarità della situazione e la scarsa esperienza sul modo in cui agire e procedere, fanno sì che l'operazione risulti ancora più problematica.

³⁰ CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, cit.

Un frequente caso è quello che vede l'impresa target come concorrente diretto. Infatti, in tale circostanza, l'avvio del contatto può essere semplice, poiché si tratta di imprese che si conoscono e che magari già intrattengono rapporti collaborativi, tuttavia devono essere prese in considerazione anche le problematiche che potrebbero profilarsi. Ad esempio, l'avvio della trattativa fa sì che il proponente si trovi in uno stato di "sottomissione" psicologica, poiché alla controparte è riconosciuta una forza che può essere utilizzata per accrescere il potere negoziale e, dunque, pretendere condizioni di scambio più vantaggiose. Tra l'altro, sarebbe necessario non rovinare le relazioni e i rapporti di collaborazione costruiti nel tempo, e che devono essere mantenuti a prescindere dall'esito dell'operazione³¹.

Un'altra ipotesi che merita attenzione riguarda le operazioni di M&A che avvengono tra società quotate in Borsa: in tal caso, infatti, la gestione dei contatti e il risultato delle trattative possono far sì che l'operazione assuma caratteristiche di tipo ostile o amichevole.

Il contatto, in ogni caso, può essere avviato o rivolgendosi direttamente all'impresa target o facendo ricorso ad una società specializzata nella consulenza. Nella prima circostanza, avviene l'individuazione immediata del nome dell'acquirente, la trasparenza degli intenti, il contenimento dei tempi, la semplicità e l'immediatezza dell'approccio. Invece, nel secondo caso, non ci si espone in prima persona, ed si ha la possibilità di operare sul mercato con un mandato di esplorazione generico e la dimostrazione della concretezza dell'intenzione: pertanto, il venditore prenderà sul serio la proposta.

In linea di massima, i mandati vengono rilasciati ai merchant bank, agli advisor e ai consulenti aziendali. In tali situazioni, l'efficacia dell'azione è subordinata alla credibilità della persona proponente e alla scelta del momento adatto per effettuare la proposta.

³¹ D'ALBORA M., TARTAGLIA E., *M&A Mergers & Acquisitions. Fusioni & acquisizioni*, Aracne, Roma, 2011, p. 37.

Sussistono alcune situazioni peculiari che si presentano più propizie per la società target, in cui l'offerta può essere presa in considerazione con maggiore interesse; ci si riferisce ai casi in cui:

- l'impresa target si trovi in uno stato di crisi persistente;
- gli azionisti si trovino in forti difficoltà finanziarie;
- si avverta il desiderio o la necessità di cessare l'attività imprenditoriale;
- vi siano problemi riguardanti la successione;
- vi sia un momento di incomprensione o di litigio con i soci.

In questo modo si ottiene un elenco con pochi nominativi, in cui, per ciascun candidato, viene indicata una possibile linea strategica negoziale da perseguire e vengono individuati i parametri fondamentali per la scelta, come ad esempio criticità da seguire, sinergie concretamente realizzabili, probabilità di successo e stima del prezzo³². Infine, occorre tener conto anche di ulteriori aspetti, ossia la vicinanza strategica dell'impresa target, capire se si tratti di un'acquisizione correlata o meno, o di acquisizione orizzontale, verticale o di pura diversificazione³³.

³² CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, cit.

³³ ROSSI E., *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea, Milano, 1999, p. 28.

2.3 NEGOZIAZIONE E DEFINIZIONE DEL PREZZO

La letteratura in materia descrive diversamente le fasi che contraddistinguono le operazioni M&A. Tuttavia, tutte le teorie sembrano condividere la separazione tra la fase precedente all'effettiva integrazione e quella successiva alla firma del contratto.

Tra le classificazioni più frequenti vi è quella che vede tre momenti dell'operazioni³⁴:

1. la fase di *pre-merger*;
2. la fase di *merger*;
3. la fase di *post-merger*.

In relazione alla fase di *pre-merger*, essa copre l'arco temporale precedente all'annuncio dell'accordo.

In tale periodo di tempo, trovano spazio il processo decisionale (che termina con la decisione di effettuare l'operazione di M&A) e la ricerca di possibili target.

Una volta effettuata la selezione, è possibile analizzare l'analisi della compatibilità strategica e finanziaria tra le aziende in oggetto. In tale passaggio si sviluppa, come visto, una prima pianificazione strategica, a seconda di quella che la complessità dell'acquisizione e delle ambizioni dei possibili target.

Nel corso della fase *merger*, vengono intraprese le negoziazioni e l'attività di *due diligence* sull'azienda target. Inoltre, vengono prefissati gli obiettivi e le possibili sinergie; altresì viene definita la struttura della nuova entità, arrivando poi alla siglatura dell'accordo con cui si dà avvio ad una nuova forma organizzativa.

Infine, nella fase *post-merger* si dà vita ad una nuova realtà integrata a seconda degli obiettivi strategici dell'operazione ed in grado di realizzare le sinergie attese.

In relazione a tale ultimo aspetto, si deve evidenziare che si tratta di un fattore molto significativo ai fini del successo dell'accordo, per cui la fase di integrazione, come si

³⁴ FROMMER R., *Between expectations and experience - an analysis of post-merger integration in two mergers*, London, 2001.

avrà modo di approfondire, costituisce una fase particolarmente complessa e delicata³⁵.

Affinchè si possa assicurare la buona riuscita dell'operazione, occorre che le attività e i comportamenti da attuare durante l'integrazione siano stabiliti prima che l'accordo venga firmato, mentre la loro implementazione dovrebbe avviarsi in un momento successivo.

Anche se non vi è unanimità in merito alle tempistiche relative all'implementazione di tale fase, si ritiene che la durata "normale" di tutto il processo sia almeno di due anni.

Le fasi che costituiscono le operazioni di M&A sono interdipendenti e, spesso, non è possibile delimitarle in modo netto: ad esempio, la scelta del target potrebbe avvenire nel corso della fase pre-acquisitiva e non in quella intermedia. Tra l'altro, si deve osservare che le fasi, generalmente, non si susseguono in modo lineare: difatti, non è infrequente che le imprese decidano di seguire nuovi step senza aver portato a termine quelli precedenti, o che ritornino su fasi concluse a causa di decisioni successive³⁶.

In relazione alla definizione del prezzo si deve dire che esso costituisce un momento molto importante per l'operazione.

Gli esiti scaturenti da un processo di stima del valore di un'azienda e il prezzo effettivamente erogato per l'azienda stessa possono anche essere differenti, in quanto la natura delle due grandezze è diversa. Difatti, la stima di valore rappresenta il risultato di un processo teorico incentrato essenzialmente sull'individuazione del valore oggettivo del capitale economico della società in oggetto; invece, il prezzo scaturisce da un processo negoziale che tiene conto della "legge" di domanda-offerta

³⁵ DePAMPHILIS D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press, London, 2015.

³⁶ GALPIN T. J., HERNDON M., *The complete guide to mergers and acquisitions*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 2000, p. 79.

del mercato, per cui non è possibile sapere quale sarà il prezzo di un'acquisizione, prima che la stessa si concluda.

Un'altra ragione per la quale sussiste tale divario, riguarda la circostanza per cui, in merito al valore, sia possibile fare riferimento al *valore stand alone*, ossia il valore dell'azienda intesa come entità indipendente; il valore di acquisizione, invece, altro non è che il valore nella prospettiva di uno specifico acquirente, sulla base delle utilità che l'azienda acquisita può generare dal punto di vista economico.

Pertanto, per la determinazione del prezzo, si fa, in genere, riferimento ad un *range* di probabili prezzi, in cui acquirente e venditore si confrontano al fine di trovare un accordo³⁷.

Innanzitutto è necessario che l'acquirente fissi una soglia oltre la quale non dovrebbe spingersi, in quanto se ciò dovesse avvenire ci si troverebbe innanzi ad un eccessivo trasferimento di ricchezza dall'acquirente al venditore ingiustificato, soprattutto il venditore otterrebbe sia un importo pari al valore addizionale creato tramite l'acquisizione, che un ulteriore premio³⁸.

Tornando al discorso della definizione dei prezzi, occorre ricordare che il fine primario dell'operazione di M&A è soprattutto quello della creazione del valore; ciò avviene nel momento in cui:

$$W(A+B) > W(A) + W(B)$$

in cui:

$W(A+B)$ è il valore della nuova entità aziendale;

$W(A)$ è il valore dell'acquirente in assenza dell'acquisizione, *valore stand alone* della *bidder*;

$W(B)$ è il valore dell'impresa target, *valore stand alone* della target.

³⁷ SALVI A., *M&A e private equity, dal valore al prezzo*, Egea, Milano, 2012, p. 49.

³⁸ ZANETTI L., *La valutazione delle sinergie nelle acquisizioni*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, volume 24, fascicolo 2, 2001, pp. 230-240.

Da tale formula si comprende che l'unione delle due imprese interessate, *bidder* e *target*, dà luogo ad un valore superiore rispetto alla somma dei *valori stand alone* delle due imprese³⁹.

Pertanto, alla luce di ciò, è possibile sostenere che, di norma, il prezzo erogato si colloca in un livello compreso tra il *valore stand alone* e il valore di acquisizione (principio di convenienza), vale a dire:

valore stand alone + un valore addizionale

Nel valore addizionale, vengono compresi alcuni fattori, ossia:

- il valore delle sinergie che possono essere realizzate in seguito all'operazione M&A;
- il valore dei differenziali di rischio;
- i flussi di cassa;
- il valore delle opportunità che si possono creare in seguito dell'acquisizione.

Maggiore sarà il valore addizionale, maggiore sarà il valore della *target* per una specifica società acquirente; la principale conseguenza di ciò consiste nel fatto che il valore oggettivo sarà tale per qualsiasi acquirente, mentre la componente aggiuntiva (valore addizionale) varierà a seconda del soggetto ed in base alle valutazioni ed alle sinergie più interessanti.

La determinazione del prezzo, tra l'altro, è funzione di alcuni fattori soggettivi e oggettivi che vengono in rilievo in sede negoziale e che danno luogo ad alcune riflessioni da parte dei soggetti coinvolti.

La fissazione del prezzo costituisce uno degli elementi finali, e scaturisce da una valutazione soggettiva dell'investimento; essa è influenzata dalla capacità di negoziazione delle parti⁴⁰.

³⁹ *Ibidem.*

⁴⁰ SALVI A., *M&A e private equity, dal valore al prezzo*, cit.

2.4 IL FINANZIAMENTO DELLE OPERAZIONI DI ACQUISIZIONE

Spesso le problematiche riguardanti il finanziamento di questo tipo di operazioni vengono sottovalutate, dando così luogo a conseguenze inattese.

Sarebbe invece utile osservare ed analizzare in maniera dettagliata la fattibilità finanziaria del progetto.

Per quanto riguarda l'aspetto finanziario, le decisioni di M&A possono essere paragonate ad un processo di investimento e, pertanto, seguono le normali regole di analisi e di valutazione alle quali questo tipo di progetti vengono sottoposti.

La fattibilità di un'operazione può essere connessa alla possibilità dell'acquirente di fare ricorso a fonti di finanziamento esterne (ossia le *acquisition financing*), in modo tale da coprire eventuali fabbisogni finanziari dell'operazione, o nei casi in cui l'acquirente non sia in possesso dei mezzi necessari per il completamento della transazione.

Tuttavia, non in tutti i casi viene ottenuta la copertura necessaria; in alcuni casi può accadere che viene meno la possibilità di ottenere la copertura; ciò implica inevitabilmente l'abbandono del progetto, a prescindere dalla sua importanza strategica.

Tra l'altro, una struttura ottimale delle fonti di finanziamento di un'acquisizione può costituire un aspetto sul quale fare leva, poiché si pone a supporto del processo di creazione di valore per l'acquirente; infatti, se, ad esempio, per l'acquirente industriale il ricorso al debito è funzionale all'acquisizione ed all'implementazione del processo M&A, per un investitore finanziario questo stesso strumento rappresenta uno dei driver principali di massimizzazione del rendimento di un investimento e, di conseguenza, può incidere sul prezzo di una transazione.

A partire dal 2008, si è assistito ad un utilizzo più limitato dell'indebitamento. Nel 2010, esso si è attestato su valori medi pari circa a 4,5 volte l'EBITDA, mentre nei precedenti anni raggiungeva anche valori di circa 6 volte l'EBITDA⁴¹.

⁴¹ SALVI A., *M&A e private equity, dal valore al prezzo*, cit.

Il fabbisogno finanziario può essere diretto e indiretto e si origina in due momenti distinti:

- durante il *closing*, necessario per coprire il fabbisogno connesso al prezzo pattuito (in tal caso si parla di fabbisogno diretto);
- successivamente, per gestire l'integrazione tra le due società (in tal caso si parla di fabbisogno indiretto).

Tra le principali caratteristiche del fabbisogno finanziario scaturente dalle acquisizioni spiccano:

- il fabbisogno finanziario derivante dalle acquisizioni, molto spesso, è di entità rilevante rispetto alle dimensioni dell'impresa acquirente;
- il fabbisogno si manifesta soprattutto contestualmente alla girata delle azioni e, dunque, è concentrato nel tempo;
- le modalità di copertura influiscono sulla struttura finanziaria dell'impresa acquirente;
- le modalità di copertura devono essere valutate tenendo conto dei piani finanziari di medio-lungo periodo;
- le modalità di copertura necessitano del mantenimento di un adeguato margine di manovra per le operazioni finanziarie future;
- il finanziamento delle acquisizioni, nella maggior parte dei casi, avviene tramite strumenti non ordinari.

Dunque, si può sostenere che l'entità dei fabbisogni debba essere pianificata dall'inizio dell'operazione, tenendo conto dei momenti successivi durante i quali si manifestano le uscite.

L'identificazione della sequenza temporale dei fabbisogni offre la possibilità di programmare le forme tecniche di copertura più idonee, sia attraverso il ricorso ai mezzi propri che con il ricorso ai mezzi di debito⁴².

Modalità di finanziamento

⁴² CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, cit.

Le condizioni mediante cui le operazioni M&A si finanziano possono alterare l'equilibrio finanziario dell'acquisizione durante la fase *post closing*. Ciò conferma che gli investimenti e i finanziamenti sono strettamente connessi tra loro e si influenzano a vicenda.

In caso di acquisizioni, le scelte inerenti la copertura dei fabbisogni possono essere influenzate da diversi fattori. In particolare:

- l'entità del finanziamento;
- l'immagine dell'acquirente sul mercato;
- la solidità finanziaria dell'acquirente;
- il consenso del mercato in merito all'operazione.

Circa la fattibilità, occorre prestare attenzione e valutare se le condizioni del mercato, in quel momento, sono propense ad accogliere la richiesta di finanziamento e se le fonti previste possono essere effettivamente utilizzate. Difatti, vi sono dei periodi in cui il livello di liquidità del mercato finanziario sembra favorire il ricorso a specifiche fonti, piuttosto che ad altre.

Sempre in riferimento alla flessibilità finanziaria, viene in rilievo la necessità di non valutare la convenienza dell'operazione solamente nel breve termine, bensì di valutare se l'opzione che si intende seguire, sia in grado o meno di incidere, condizionandole, sulle decisioni finanziarie future, posto che una scelta ottimale nel presente, potrebbe non esserlo in futuro.

Dunque, operare in modo flessibile altro non è che offrire margini di manovra finanziaria abbastanza ampi.

Le alternative di finanziamento, le quali si possono combinare tra loro sulla base dell'entità del finanziamento e delle condizioni in cui verte la struttura finanziaria, sono: l'autofinanziamento; l'indebitamento; l'equity; strumenti ibridi.

L'autofinanziamento è l'uso di risorse finanziarie internamente disponibili. Si tratta della tipologia di finanziamento più tradizionale, sebbene in alcuni casi la sua copertura sia parziale. Si contraddistingue per rapidità di accesso e di riservatezza, poiché non richiede obblighi di informazione in merito alla natura dell'operazione.

Sebbene ciò lo renda la forma privilegiata e strategica, dal punto di vista economico risulta meno conveniente rispetto ad altre alternative.

L'autofinanziamento riveste, nell'ambito della politica finanziaria, un ruolo cardine. Difatti, diverse imprese pongono tra gli obiettivi finanziari proprio la dimensione della riserva di liquidità. La possibilità di disporre tempestivamente di un'importante liquidità, fa sì che le opportunità del mercato vengano colte, andando così ad attuare in breve termine l'acquisizione con le risorse a disposizione. Ciò può influire, psicologicamente, sul venditore, che si viene a trovare in una situazione di sottomissione verso il compratore⁴³.

L'indebitamento, invece, è una forma tradizionale di copertura dei fabbisogni scaturenti dall'operazione M&A. Tenuto conto del livello crescente dei fabbisogni, si assiste spesso, seppur in modo parziale, al ricorso al debito.

Il finanziamento avviene con modalità e canali diversi, che fanno emergere caratteristiche e problematiche gestionali. Nello specifico, è possibile fare ricorso a strumenti tecnici negoziati tramite gli intermediari finanziari, o a operazioni finanziarie tramite il mercato regolamentato.

Per quanto concerne invece il ricorso all'equity, esso si riferisce all'aumento di capitale; l'emissione di nuove azioni è volta a reperire le risorse necessarie ai fini del pagamento dell'operazione, anche solo parziale.

Un ruolo fondamentale per gli effetti finanziari e psicologici è quello della componente azionaria, poiché da una parte fa gravare il rischio sugli azionisti e dall'altra parte fa incrementare la credibilità del progetto: sono proprio queste le ragioni per le quali le imprese ricorrono all'equity.

Le emissioni di nuove azioni si differenziano a seconda della tipologia dell'azione emessa; della natura dell'emittente; del target di mercato al quale è volta l'emissione. In merito al tipo di soggetti in relazione ai quali l'emissione di azioni è rivolta, si avranno vecchi e nuovi azionisti, tuttavia spesso l'alternativa è solo teorica poiché i

⁴³ *Ibidem*.

vecchi azionisti non sono in grado di apportare altre risorse liquide e di conseguenza si ricorre ai nuovi azionisti. Questi ultimi possono essere: finanziarie di partecipazione, private equity, venture capitalists, business angels e azionisti privati⁴⁴. Invece, gli strumenti ibridi sono stati introdotti recentemente; si tratta di nuove tipologie di opzioni molto flessibili, poiché includono i vantaggi previsti dalle forme già esistenti e limitando, al contempo, i punti di debolezza degli stessi.

⁴⁴ CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, cit.

2.5 PROCESSO DI INTEGRAZIONE POST-OPERAZIONE

L'operazione M&A si conclude con la fase dell'integrazione ex post, che si avvia in seguito alla chiusura formale del contratto. Essa si contraddistingue dalle precedenti fasi per gli obiettivi.

Sebbene nel momento della pianificazione pre-acquisitiva, tale fase sia tenuta poco in considerazione, rappresenta l'aspetto più critico di tutto il processo e ha l'obiettivo di realizzare un'armonica coesistenza delle due realtà che si concentrano⁴⁵.

Quello dell'integrazione costituisce un processo interattivo e graduale nell'ambito del quale gli individui e le organizzazioni imparano a collaborare ai fini del trasferimento di capacità strategiche e capacità per la creazione di valore⁴⁶.

La sfida in tale momento dell'operazione consiste nel riuscire a creare un'atmosfera propizia a tale trasferimento, andando a limitare le possibili problematiche.

Tale fase si manifesta solo quando occorre che vi sia un'integrazione tra vecchia e nuova società, vale a dire in quelle operazioni il cui obiettivo consiste nel combinare le due unità aziendali per scopi sinergici; dunque, l'obiettivo è rappresentato dalla realizzazione di benefici tramite un lavoro congiunto tra le due società.

Un esempio nel quale, al contrario, non vi è integrazione, concerne le acquisizioni il cui obiettivo consiste nell'ottenere la proprietà del capitale: in tale ipotesi viene mantenuta e una completa autonomia gestionale.

Non è sempre facile riuscire ad effettuare l'integrazione specialmente nei casi in cui i partner sono diversi, sia per cultura che per stili gestionali.

Pertanto, tale ultima fase è il cosiddetto "momento della verità", in cui vengono misurate la fattibilità del progetto iniziale e la capacità del management di far fronte alla situazione e raggiungere gli obiettivi attesi⁴⁷.

⁴⁵ CORTESI A., *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea, Milano, 2000, p. 64.

⁴⁶ CORTESI A., *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano, 2008.

⁴⁷ CONCA V., *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, cit.

Dunque, non è semplicemente uno scambio di risorse e competenze, ma costituisce un aspetto che va ad influire sui processi e sui comportamenti delle imprese coinvolte.

Anche nelle ipotesi delle acquisizioni, oltre che nelle fusioni, questo processo non si riferisce meramente all'unione dell'azienda acquisita con le caratteristiche dell'acquirente, bensì occorre che vi sia attenzione particolare da entrambe le parti verso le rispettive potenzialità così da poter dar luogo a una nuova realtà in grado di beneficiare dei punti di forza di entrambe le unità⁴⁸.

Il processo di integrazione comprende diversi livelli, ossia⁴⁹:

1. integrazione delle procedure, che può essere raggiunta attraverso la combinazione dei sistemi di contabilità e la creazione di una entità giuridico-legale;
2. integrazione delle risorse, i cui effetti si riversano sui beni tangibili, sulle linee di prodotto, sui sistemi di produzione e sulle tecnologie;
3. integrazione manageriale e culturale, che costituisce il livello più critico da raggiungere, poiché si fondono culture e visioni manageriali diverse.

Per far sì che la fase di integrazione proceda correttamente occorre pianificare fin dall'inizio i tempi e le modalità.

Infatti, attraverso una buona pianificazione del processo d'integrazione è possibile anticipare i possibili problemi, sviluppare consapevolezza sulla portata dell'operazione e ridurre che si verifichino insuccessi.

⁴⁸ CORTESI A., *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, cit.

⁴⁹ *Ibidem*.

CAPITOLO III
LE ACQUISIZIONI NEL SETTORE *LUXURY*: IL CASO LVMH

3.1 IL SETTORE *LUXURY*: LE RAGIONI DELLE ACQUISIZIONI

La relatività del concetto “di lusso” la si può evincere da una delle noti affermazioni di Coco Chanel, la quale afferma: “Il lusso comincia dove finisce la necessità”⁵⁰. È in seno a tale relatività che il settore del lusso ha potuto intendersi come riservato ad un gruppo di soggetti e, di conseguenza, il possesso dei “luxury goods” come fattore di differenziazione tra le varie classi sociali.

Se a partire dalla Rivoluzione Industriale del XVIII secolo i beni di lusso sono serviti ad una sempre maggiore fetta di popolazione per ostentare le propria ricchezza e assecondare la propria voglia di possedere qualcosa di assolutamente non necessario, col passare del tempo questi sono diventati fattori determinanti per soddisfare l’esigenza, connessa alla natura umana, di autorealizzazione e riconoscimento⁵¹.

Ad oggi, i testi di economica definiscono “beni di lusso” quei beni o servizi la cui domanda cresce con l’aumentare del reddito⁵². Tuttavia, il macrosettore del lusso si presta ad una suddivisione in microsettori, settori nei quali vanno ricondotti i diversi beni. A tal riguardo, si sottolinea che il primo micro-settore è quello del lusso “inaccessibile”, questo composto di tutti quei beni che presentano un elevato grado di unicità, sono realizzati su misura e si rivolgono ai consumatori “tradizionalisti” che attribuiscono a tali beni di lusso un alto valore e un alto grado di esclusività. Tali beni si configurano come espressione di una determinata classe sociale.

Il secondo micro-settore è quello del “lusso intermedio”, il quale si compone di quei beni distribuiti sì a prezzi elevati ma comunque inferiori a quelli precedenti. Tali

⁵⁰ TARTAGLIA A. M., MARINOZZI G., *Il lusso...magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile*, Franco Angeli, Milano, 2006, p. 33.

⁵¹ *Ibidem*, p. 35.

⁵² VARIAN R. H., *Microeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2010, p. 88.

beni, analogamente ai primi, risultano essere adattabili alle esigenze dei consumatori desiderosi di elevate ed affermare il loro status sociale.

Il terzo micro-settore, infine, è quello del “lusso accessibile”. In esso rientrano quei beni che vengono considerati “di lusso” più per il brand a cui vengono associati che per le caratteristiche qualitative del prodotto. Prodotti e distribuiti su larga scala, tali beni vengono acquistati da consumatori che dispongono di un reddito minore degli acquirenti delle prime due categorie e che, tramite l’acquisto, intendono omologarsi alle prime due classi di clienti⁵³.

Tale classificazione, rendendo perseguibile il lusso anche per le classi sociali aventi un reddito medio, ci permette di parlare di lusso di “massa” o “delle masse”⁵⁴.

Stando alle attuali caratteristiche del mercato e alle sue spinte evolutive, molte aziende operanti nel settore del lusso si sono viste costrette, a partire già dagli anni Ottanta, a riposizionarsi.

La consapevolezza della crescente competitività ha segnato l’inizio di un’attività di consolidamento che nel 2000 ha raggiunto il massimo storico.

Ad essere protagonisti di tale attività sono stati innanzitutto i quattro leader del mercato europeo, ovvero: i conglomerati LVMH, Kering (ex PPR), Richemont e il gruppo Swatch, i quali, attraverso la creazione di portafogli di brand e prodotti altamente diversificati, sono stati in grado di rafforzare la loro posizione sul mercato, contribuendo a farla divenire oligopolistica.

Le aziende operanti nel settore del lusso decidono di acquisire grazie ad alcune caratteristiche specifiche del mercato del lusso, tra le quali si annoverano: i grossi margini di guadagno, le sinergie potenziali, la creazione di canali comuni di

⁵³ ALLERES D., *Luxe: StrategieS-Marketing*, Economica, Paris, 1990, p. 15.

⁵⁴ Sul punto si veda: FRANK R. H., *Why Money Fails to Satisfy in a Era of Excess*, Princeton University Press, Princeton, 2000; SCHOR J., *The Overspent American: Why we Want Don't Need*, Harper, New York, 1998.

distribuzione e produzione, la possibilità di realizzare economiche di scala e di scopo e la possibilità di accrescere e/o mantenere la propria quota di mercato⁵⁵.

Nel 2018 il mondo del lusso ha registrato un record di 265 operazioni M&A con un incremento di 47 deal rispetto all'anno precedente⁵⁶ (Fig. 1).

Fig. 1 – Deals nel 2018 per settore



Fonte: *Lusso, Europa in testa per numero di deal conclusi*, luglio 2019.

I settori che hanno registrato un importante aumento del volume delle operazioni di M&A sono Cosmetics & Frangrances e Hotels. Tale dato permette loro di

⁵⁵ KONING A., SCHIERECK D., *Wealth creation by M&A Activies in the luxury goods industry*, in *European Business School*, 7, 2006, p. 102.

⁵⁶ *Lusso, Europa in testa per numero di deal conclusi*, luglio 2019. Consultabile sul sito: <https://www.milanofinanza.it/news/lusso-europa-in-testa-per-numero-di-deal-conclusi-201907231312285652>

confermarsi come settori più interessanti per gli investitori. Rispetto a questi, i settore Apparel & Accessories e Watches & Jewellery hanno presentato un calo di operazioni rispetto all'anno precedente. Un calo che si attesta rispettivamente al -4 e -1%⁵⁷.

I principali operatori del mercato dei beni di lusso personali intendono incrementare di 1,1 volte il proprio indice di vendita 2018 entro il 2021. Gli altri settori del lusso, invece, intendono incrementare il proprio valore di 1,2 volte nel medesimo periodo⁵⁸. A parere degli investitori, saranno i mercati asiatici e mediorientali a stimolare la crescita dell'industria del lusso per i prossimi anni. Una crescita che potrebbe superare il 10% su base annua. Per in Nord America è prevista una crescita sostenuta, mentre, per gli investimenti in Europa, America Latina e Giappone è prevista stabilità⁵⁹.

Fatta una panoramica di quelle che sono state le più recenti performance globali, non possiamo non ricollegarci alle performance dei quattro leader che a partire dagli anni 2000 hanno caratterizzato i mercati europei.

Fatta una panoramica di quelle che sono state le più recenti performance globali, non possiamo non ricollegarci alle performance dei quattro leader che a partire dagli anni 2000 hanno caratterizzato i mercati europei.

Le operazioni di acquisizione si caratterizzano per l'alta complessità manageriale del processo decisionale. Errore all'interno di questo, che potrebbero riguardare tanto la raccolta di informazioni quanto la valutazione delle alternative possibili, potrebbero pregiudicare l'intera operazione⁶⁰.

⁵⁷ *Ibidem.*

⁵⁸ *Ibidem.*

⁵⁹ *Ibidem.*

⁶⁰ HASPELAG P. C., JEMINSON D. B., *La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*, Etas, Milano, 1992, p. 59.

Il processo decisionale può distinguersi in: *nova, off-the-shelf, appraisal, historical, search*. Discriminante è qui il grado di complessità e di completezza di ognuno⁶¹.

Nel settore del lusso, la fase del processo decisionale che porta all'acquisizione che gode di maggiore importanza è quella della formulazione, in seno alla quale si individua un'opportunità sul mercato o un problema dell'azienda acquirente da risolvere tramite un'operazione di M&A. Cercando attraverso la fase di formulazione di dare credibilità alla strategia sottostante la decisione, l'azienda acquirente adotta tattiche di tipo "idea-driven" e "regraming", queste volte a definire *ex ante* tutte le linee guida dell'operazione, ciò al fine sia di ridurre il rischio e l'incertezza ad essa connesse sia di giustificare la necessità dell'operazione. Qualora l'azienda dovesse invece adottare tattiche di tipo "issue-based" o "objected directed process", possiamo dire essa avrà intenzione di definire il problema da risolvere senza fornire margini ristretti entro i quali operare. Le successive fasi di concettualizzazione e valutazione saranno invece rispettivamente volte a: individuare aziende target immediatamente disponibili, ciò soprattutto mediante la tattica "ready made" e valutare se l'azienda scelta rispetti i parametri di coerenza fissati nelle precedenti fasi e sia in grado di fornire valore aggiunto all'immagine dell'impresa acquirente.

⁶¹ NUTT P., *Types of Organizational Decision Processes*, in *Administrative Science quarterly*, 29, 1984, p. 47.

3.2 L'AZIENDA

La data ufficiale in cui viene collocata la nascita dell'azienda Louis Vuitton, è il 1854, anno in cui l'imprenditore omonimo apre un negozio di pelletterie e valige a Parigi.

Ottenendo fin da subito successo, l'imprenditore può permettersi di guardare oltre, portando l'apertura dei suoi negozi anche nel mercato londinese. Nel 1892, il grande fondatore dell'azienda muore e gli succede suo figlio, George. Nonostante la vastità dell'azienda e il successo che riscuote nel mercato internazionale, possono essere rimandati a due gli episodi in cui il grande marchio ha veramente subito una svolta importante.

Il primo risale al 1987, anno che corrisponde alla sua quotazione in borsa e alla fusione con l'azienda Moët Hennessy, azienda di alcolici, e prendendo il nome LVMH. Nell'anno successivo Bernard Arnault, diviene azionista di maggioranza e dà il via alle operazioni di M&A, che andranno a incidere sulla storia di Louis Vuitton.

L'azienda, ad oggi, conta circa 150 mila dipendenti, 75 maison all'attivo e oltre 44,5 miliardi di euro di ricavo⁶².

Fin dal principio, l'obiettivo centrale del gruppo risiede nel divenire sinonimo di stile ed eleganza, di essere il fulcro tra innovazione e tradizione, incentrandosi continuamente sul considerare i propri impiegati come i primi clienti.

La campagna di acquisizioni del gruppo LVMH ha avuto inizio nel 1988 a seguito dell'acquisto del marchio Celine, azienda di moda ed accessori. Da questo istante in poi, si sono susseguiti numerosi acquisti, determinanti la continua crescita dell'azienda.

Arnault, in un'intervista rilasciata nel 2001 all'Harvard Business Review, afferma che gli incredibili successi ottenuti a seguito di tali movimenti finanziari sono divenuti il punto focale della strategia di Louis Vuitton. Tuttavia, non si è in alcun

⁶² <https://www.lvmh.it/il-gruppo/>

modo limitata, anche dopo l'acquisizione, la facoltà di ogni azienda acquistata di mantenere la propria personalità e il proprio divello di clientela⁶³.

I rischi continuano, in ogni caso, a rappresentare una costante. È proprio in seno a questi, infatti, che l'azionista di maggioranza decise, nel 2001, di frenare gli acquisti per necessità di cassa⁶⁴.

Per questo motivo, LVMH si vide costretto nel 2003, a mettere in vendita le azioni acquistate nel contempo alla Philipps e, suo malgrado, a dover prendere consapevolezza della recessione economica che stava vivendo il Giappone, paese che sulle vendite totali aveva la meglio rispetto agli altri. Ciò non ha comunque impedito al gruppo LVMH di continuare ad operare seguendo operazioni di M&A.

Oggi LVMH è una complessa struttura, perfettamente funzionale che consta più di 75 brands acquisiti⁶⁵.

⁶³ WETLAUFER S., *"The Perfect Paradox of Star Brands: An Interview with Bernard Arnault of LVMH,"* Harvard Business Review , October 2001, p. 116.

⁶⁴ www.referenceforbusiness.com Bernault Arnault Biography

⁶⁵ <https://www.lvmh.it/il-gruppo/>

3.3 L'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE: STRUTTURA E MOTIVAZIONI

Il gruppo LVMH è diventato fin dalle origini uno dei fulcri all'interno del mercato di lusso, tuttavia l'attività riguardante il settore gioielli-orologi, faticava a raggiungere e mantenere il medesimo successo ottenuto dagli altri settori, prima del 2011.

Questa fazione incideva sulla complessità del gruppo per il solo 4.35% sui guadagni complessivi⁶⁶.

Il bisogno di equiparare tale dislivello fra i diversi settori, ha portato il gruppo LVMH a considerare l'acquisizione di una delle più imponenti aziende italiane note per la loro eccellenza nell'ambito gioielleria, azienda che stava in quel momento passando un periodo finanziariamente ostile. L'acquisizione di Bulgari, sarebbe stata un vantaggio, in quanto avrebbe fatto da garante nell'incrementare l'immagine dei loro gioielli.

Nell'avanzare con l'acquisizione, il gruppo LVMH ha ben calcolato gli aspetti di cui poter fruire a seguito della stessa, e delle sinergie presenti fra le due aziende in merito a produzione e distribuzione. Tali sinergie hanno condotto ad un aumento dei profitti da parte delle due aziende e anche alla riduzione dei costi che ha permesso a Bulgari di riassetare la propria condizione finanziaria.

Antecedentemente all'acquisizione da parte del gruppo LVMH, Bulgari registrava un EBITDA pari al 14.4% mentre la concorrenza si aggirava intorno al 28%, in seguito all'intervento di un impero come quello dell'LVMH nell'arco di un paio di anni Bulgari ha raggiunto i propri margini finanziari e ha fatto sì che questi ultimi raggiungessero i livelli dei *competitors*⁶⁷.

⁶⁶ RAMASWAMY K., *Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry*, in *Harvard Business Review*, 16 giugno 2003.

⁶⁷ “*Strategic Alliance between the Bulgari family and LVMH to constitute a World Leader in Watches and Jewelry Contribution to LVMH of a Controlling Participation in Bulgari*”, marzo 2011. Consultabile sul sito: <https://www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/11/strategic-alliance-between-the-bulgari-family-and-lvmh-march-7-2011.pdf>

L'accordo prevedeva che Bulgari trasferisse le proprie 152.486.348 azioni al gruppo LVMH, il quale a sua volta si impegnava ad emettere ordinarie azioni alla famiglia acquisita, deliberandone un aumento di capitale sociale pari a 16.530.588 nuove azioni. Essendo ciascuna azione Bulgari pari a 12.25 euro e ciascuna azione LVMH pari a 113 euro, lo scambio è stato imposto in 0.108407 nuove azioni LVMH per ciascuna azione ordinaria Bulgari.

Le azioni di quest'ultime hanno subito il *lock-up*, ossia il divieto di vendita, valido dal momento dello scambio fino al diciottesimo mese seguente al conferimento dello stesso⁶⁸.

Il processo di acquisizione ha ricevuto il consenso dalla Commissione Europea il 30 giugno 2011; la Commissione ha dato il proprio consenso in quanto l'acquisizione non avrebbe avuto determinante rilevanza sul mercato concorrente, siccome Bulgari deteneva solo esigue quote di mercato.

Dunque la Commissione ha sostenuto che l'attività sinergica dei due non avrebbe in nessun modo portato ad un incremento della quota di mercato, tale da apparire limitativa della concorrenza⁶⁹.

Così l'operazione è terminata nel luglio 2011 e il 31 dicembre il gruppo LVMH ha comprato tutte le azioni possedute da Bulgari, pagando complessivamente 4.3 miliardi di euro, consistenti per il 44% da azioni e per il 56% in liquidità e titoli di debito.

Considerando il prezzo pagato in base ai due metodi più utilizzati mediante le operazioni M&A, il Price to Earnings (P/E) ed il Rendimento del Free Cash Flow (FCF), pare che il prezzo pagato dal gruppo LVMH sia stato troppo alto, come si può denotare dalla seguente Fig. 2.

⁶⁸ “*Louis Vuitton lancia un'Opa su Bulgari*”, marzo 2011. Consultabile sul sito: <https://risklover.wordpress.com/2011/03/07/louis-vuitton-lancia-opa-su-bulgari/>

⁶⁹ “*Concentrazioni: la Commissione autorizza l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH*”, comunicato stampa CE, 30 giugno 2011, Bruxelles. Consultabile sul sito: http://www.marketpress.info/notiziario_det.php?art=175355

Fig. 2 - Parametri di misura del valore di Bulgari

Parametri di misura del valore di Bulgari	2010	2012
P/E	71,08	23,04
Rendimento FCF	0,02%	2,80%
P/E storico a 10 anni	25,18	25,18

Fonte: “Analisi dell’acquisizione di Bulgari da parte di LVMH”, Aprile 2011, www.dominionfunds.com

Facendo un’analisi specifica, risulta invece che l’acquisizione finale del brand sia stata eseguita secondo un’analisi alquanto lungimirante.

Sull’investimento fatto, il ritorno stimato sarebbe del 5.78% annuo maggiore rispetto al risultato che il gruppo LVMH avrebbe ottenuto se avesse stanziato il denaro in fondi di investimento, all’interno del mercato monetario⁷⁰.

⁷⁰ “Analisi dell’acquisizione di Bulgari da parte di LVMH” , Aprile 2011. Consultabile sul sito: www.dominionfunds.com

3.4 I RISULTATI DELL'OPERAZIONE

Al fine di riuscire ad analizzare al meglio i risultati ottenuti e i relativi effetti che ha avuto l'acquisizione di Bulgari, appare necessario analizzare nello specifico i dati di bilancio pubblicati tra il 2010 e il 2012 dalle rispettive aziende, particolarmente da parte del LVMH, per valutare gli effettivi risultati ottenuti in merito alla vendita di orologi e gioielli.

Il ricavo netto, visibile già pochi mesi dopo l'accordo effettuato, nello specifico settore che si sta trattando, è stato di 1949 milioni di euro.

Per notare l'incremento delle vendite, basti pensare che nel 2010 i ricavi ottenuti mediante la vendita di gioielli ed orologi raggiungevano i 985 milioni di euro.

Ulteriori risultati positivi, sono stati rinvenuti nell'ambito di profumeria e cosmesi, ambito in cui si registra un incremento dei ricavi pari a circa 119 milioni tra il 2010 e il 2011⁷¹.

Nel corso dello stesso 2011, il gruppo LVMH rende pubblico l'incremento del proprio fatturato pari al 16% e al 22% nel risultato operativo, in aggiunta al 98% su base annuale rispetto alle vendite di gioielli ed orologi⁷².

Riguardo un aspetto puramente finanziario, sembra interessante affermare che il WACC del LVMH abbia registrato un aumento tra il 2010 e il 2012, andando dal 8.13 % al 8.53%⁷³.

Certamente i risultati di tale acquisizione, sono stati vantaggiosi anche per Bulgari che, in seguito al primo anno dall'acquisizione, è ritornata in attivo e il suo utile si aggirava intorno ai 9.1 milioni di euro⁷⁴.

⁷¹ LVMH, *Financial document 2011*, dicembre 2011. Consultabile sul sito: <https://www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/10/documents-financiers-2011va.pdf>

⁷² *Ibidem*.

⁷³ Report su LVMH, www.hsbc.com

⁷⁴ Bilanci Bulgari 2008 e 2011, www.bulgari.com/reports

Questi incrementi, in linea generale, sono frutto delle sapienti mosse attuate dal gruppo LVMH, il quale approfittando del prodotto di alta qualità fornito da Bulgari, è riuscito a mettere in atto strategie nell'operazioni di marketing; grazie alle quali l'azienda durante la mostra di Parigi volta a celebrare i 125 anni di Bulgari, ha rilanciato il proprio marchio aprendo nuovi punti vendita che hanno riscosso molto successo⁷⁵.

Dunque, si può affermare che l'operazione guidata dal gruppo LVMH, sia andata più che a buon fine, come d'altronde è capitato con tutte le altre strategie promosse dal gruppo stesso. Pertanto si può affermare con certezza che, le operazioni di M&A costituiscano un modello di crescita sostenuta e sostenibile.

Volendo guardare al post-Bulgari, possiamo dire che il gruppo LVMH già durante la trattativa con quest'ultimo marchio cercava di acquisire altri marchi di successo nel mercato del lusso. Ci basti dire, a tal riguardo, che con una scalata iniziata nel 2010, il gruppo di trova oggi in possesso di una partecipazione del 23,1% in Hermes che avrebbe già fruttato un *capitan gain* di 3,5 miliardi⁷⁶.

La svolta però si ha nel dicembre del 2013, periodo in cui LVMH acquisisce uno dei marchi simboli del lusso italiano: Loro Piana.

Loro Piana, azienda le cui origini risalgono agli inizi dell'Ottocento, si è imposta come leader nella produzione di tessuti di laneria e drapperia di alta moda, diventando un marchio di fama internazionale con punti vendita in Europa, negli Stati Uniti e in Asia. Ad oggi, l'azienda si compone di due divisioni: una tessile, formata dalla Fabric Business Unit, la Yarns Business Unit e l'Interior Business Unit e specializzata nella produzione di tessuti in cashmere, vicuna e lane extra fini,

⁷⁵ “*Strategic Alliance between the Bulgari family and LVMH to constitute a World Leader in Watches and Jewelry Contribution to LVMH of a Controlling Participation in Bulgari*”, cit.

⁷⁶ SORRENTI V., *L'acquisto della quota di Hermes costa 8 mln di multa a LVMH*, luglio 2013. Consultabile sul sito: <https://www.milanofinanza.it/news/1-acquisto-della-quota-di-hermes-costa-8-mln-di-multa-a-lvmh-201307012001142919>

l'altra "Luxury Goods" la cui attività consiste nel sviluppare maglieria e accessori per uomo e donna⁷⁷.

L'acquisizione da parte di LVMH ha comportato il trasferimento dell'80% delle azioni di Loro Piana a LVMH con un'opzione put⁷⁸ sul restante 20% attualmente di proprietà dei fratelli Sergio e Luigi Loro Piana.

Per portare a termine l'operazione, il gruppo LVMH ha pagato le azioni Loro Piana circa 2 miliardi di euro, ovvero 21,5 volte il margine operativo lordo del gruppo.

A parere dei proprietari di Loro Piana, il gruppo LVMH era l'unico in grado di rispettare i valori aziendali della società, garantendo altresì un certo livello di autonomia nella gestione e assicurando lo sfruttamento di sinergie eccezionali. Per LVMH il successo era assicurato. Già le previsioni per il 2013 riportavano un aumento dell'11,1% per un totale di 630 milioni di euro.

⁷⁷ LORO PIANA, *Profilo aziendale*, 2019. Consultabile sul sito: https://archivitessili.promemoriagroup.com/backend/media/archivitessili/images/1/5/3/8898_ca_object-representations_media_15336_original.pdf

⁷⁸ Opzione di vendita di un'attività esercitabile ad uno specifico prezzo e in una specifica scadenza. Per un approfondimento si veda: BREALEY R., STEWART M., FRANKLIN A., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2010.

3.5 LE ULTIME ACQUISIZIONI, DIOR E TIFFANY, ED IL PRIMATO DI LEADER DEL SETTORE

Dopo le importanti acquisizioni di cui si è appena dato conto, l'ascesa di LVMH non si è arrestata. Nel 2015 il gruppo ha acquisito, tramite L Capital Asia, un fondo investimento controllato da LVMH, M1 Fashion e Pepe Jeans⁷⁹. Nel 2015 si è poi proceduto con l'acquisizione del quotidiano Le Parisien, mentre, l'anno successivo, dopo aver venduto i marchi Donna Karan e DKNY per 650 milioni di dollari a G-III Apparel⁸⁰, con la rilevazione di Rimowa, società tedesca specializzata in valigie⁸¹ ormai appartenente per l'80% al gruppo LVMH.

Nel 2017 LVMH ha poi rilevato una partecipazione di maggioranza in Maison Francis Kurkdjian, società di profumi creata nel 2009⁸². Nel medesimo periodo il gruppo ha poi acquisito la joint venture "De Beers Diamond Jewelers" di De Beers, questa comprendente 32 negozi⁸³.

Ma il 2017 si caratterizza innanzitutto per l'acquisizione dell'importante casa di moda Christian Dior. Valore dell'operazione 6, 5 miliardi di euro. Allo stesso tempo, Arnault, tramite l'Arnault Family Group, incrementa la sua partecipazione nel

⁷⁹ "LVMH: Bruxelles autorise l'opération Pepe Jeans", in *Cercle Finance*, aprile 2015. Consultabile sul sito: https://www.bfmtv.com/economie/patrimoine/placements-epargne/lvmh-bruxelles-autorise-l-operation-pepe-jeans_AN-201504270213.html

⁸⁰ VULSER N., *LVMH cède la marque de prêt-à-porter Donna Karan*, in *Le Monde*, luglio 2016.

⁸¹ VULSER N., *Le fabricant de valises Rimowa se fait la malle chez LVMH*, in *Le Monde*, ottobre 2016.

⁸² VIDALON V., PASCALE D., *LVMH buys Maison Francis Kurkdjian stake in luxury perfume push*, in *Reuters*, 2017.

⁸³ "Diamond group De Beers buys out retail partner LVMH", in *Reuters*, 2017. Consultabile sul sito: <https://www.reuters.com/article/us-diamonds-debeers-lvmh-idUSKBN16U157>

gruppo Christian Dior (dal 74,1% al 100%). Quasi contemporaneamente, l'Arnault Family Group vende la sua partecipazione dell'8% in Hermes⁸⁴.

Nel 2018 LVMH acquisisce la catena alberghiera di lusso Belmond per 3,2 miliardi di dollari⁸⁵. Tale catena, tra le più rinomate al mondo, possiede e gestisce 46 tra alberghi, ristoranti, treni e navi da crociere fluviali⁸⁶.

Il 2019 è l'anno del difficile accordo con il marchio americano Tiffany & Co, questo conclusosi a 16, 2 miliardi di dollari. L'offerta era partita dai 120 dollari ad azione di ottobre ed è giunta ai 135 dollari per azione di novembre. Con tale acquisizione, LVMH ha cercato, da un lato, di irrobustire la divisione gioielli e orologi, che nonostante la presenza di Bulgari e Tag Heuer continuava ad essere la più piccola del gruppo, dall'altro, di rafforzare la propria presenza negli Stati Uniti⁸⁷.

Nel 2019 Tiffany contava 321 negozi in tutto il mondo, i quali, facevano registrate vendite nette per 4,44 miliardi di dollari⁸⁸ e utili per 586 milioni di dollari⁸⁹.

L'accordo avrebbe dovuto concludersi entro la metà del 2020, tuttavia, è stato annullato da LVMH nel settembre dello stesso anno, portando Tiffany ad intentare una causa contro il gruppo al fine di obbligarlo ad acquisire o quanto meno a pagare i

⁸⁴ GARNIER J., *LVMH Compte racheter Christian Dior couture*, in *Le Monde*, 2017.

⁸⁵ VIDALON D., LANDAURO I., *LVMH splashes out on luxury hotels with \$3.2 billion Belmond deal*, in *Reuters*, 2018.

⁸⁶ SACCHI M. S., *LVMH compra gli hotel di lusso Belmond (come lo Splendido di Portofino e il Cipriani di Venezia)*, in *Corriere della Sera*, Milano, dicembre 2018. Consultabile sul sito: https://www.corriere.it/economia/18_dicembre_14/lvmh-compra-hotel-lusso-belmond-come-splendido-portofino-cipriani-veneziana-448fa386-ff90-11e8-bed7-aa7f93a31797.shtml

⁸⁷ "Nuova intesa tra LVMH e Tiffany", in *Aifi*, ottobre 2020. Consultabile sul sito: https://www.aifi.it/private_capital_today/9630989-nuova-intesa-tra-lvmh-e-tiffany

⁸⁸ SABANOGLU T., *Tiffany & Co.'s number of retail location worldwide in 2018, by region*, in *Statista*, 2019.

⁸⁹ TIFFANY & CO, *Tiffany Reports Net Sales and Net Earnings Growth in Full Year 2018*, marzo 2019.

danni derivati dalla mancata acquisizione. Dietro la rinuncia di LVMH vi è la tesi, sostenuta ovviamente dal gruppo, che Tiffany stesse bruciando liquidità⁹⁰.

Al di là della veridicità o meno della citata motivazione, è doveroso sottolineare quanto, in tal senso, abbia inficiato la crisi economica provocata dalla pandemia, la quale, ha depresso in maniera considerevole la domanda dei beni di lusso, arrivando a devastare il settore della vendita al dettaglio. Solo Tiffany, nel periodo che va da marzo a luglio 2020, ha registrato una perdita di oltre 30 milioni di dollari⁹¹. A peggiorare il quadro è stata poi la politica di Donald Trump, questa finalizzata ad applicare dazi aggiuntivi sui prodotti importati dalla Francia.

Sulla scia di nuovi accordi, nell'ottobre 2020 si è giunti ad una nuova intesa: LVMH acquisisce Tiffany & Co ad un prezzo di 16,2 miliardi di dollari, vale a dire con uno sconto di 425 milioni di dollari. Il prezzo per azione passò dai 135 dollari ai 131,5⁹².

L'intesa raggiunta rivela già i primi risultati. Guardando infatti alla performance, possiamo notare come LVMH abbia chiuso il primo trimestre del 2021 con ricavi pari a circa 14 miliardi di euro (+32% rispetto al primo trimestre del 2020)⁹³.

Eccezion fatta per la distribuzione selettiva, la quale fa registrare una diminuzione dell'11% dovuta probabilmente alle restrizioni ancora in vigore in molti Paesi, tutte le divisioni hanno riportato risultati positivi. Tra le altre spicca quella dei gioielli e degli orologi, la quale, proprio grazie all'acquisizione di Tiffany, ha fatto registrare

⁹⁰ D'INNOCENZIO A., *LVMH files countersuit against Tiffany over US\$14.5B deal*, in *Business*, settembre 2020.

⁹¹ PALAZZO V., *L'impatto dell'emergenza sanitaria nelle operazioni di M&A: il caso LVMH – Tiffany & Co.*, aprile 2021. Consultabile sul sito: <https://www.iusinitinere.it/limpatto-dellemergenza-sanitaria-nelle-operazioni-di-ma-caso-lvmh-tiffany-32764>

⁹² LOMBARDO C., CIMILLUCA D., *Tiffany Agrees to New Deal Terms With LVMH*, in *Wall Street Journal*, ottobre 2020.

⁹³ CAMURARI F., *Tiffany apre l'anno d'oro di Lvmh (+32%)*, in *MF fashion*, aprile 2021.

un +138% rispetto al primo trimestre del 2020, totalizzando 1,88 miliardi di euro⁹⁴ (Tab. 1).

Tab. 1 – *Fatturato Lvmh primo trimestre 2021 (ricavi in milioni di euro per segmento)*

	Q1 2021	Q1 2020	Var.% Q1 2021/ Q1 2020
❖ Vini & liquori	1.510	1.175	+29%
❖ Moda & pelletteria	6.738	4.643	+45%
❖ Profumi & cosmetici	1.550	1.382	+12%
❖ Orologi & gioielleria	1.883	792	+138%
❖ Distribuzione selettiva	2.337	2.626	-11%
❖ Altre attività	(59)	(22)	-
❖ Totale LVMH	13.959	10.596	+32%

Fonte: Camurari, 2021.

Il comparto moda e pelletteria ha invece fatto registrare una crescita del 45% (+6,7 miliardi) anche grazie alle collezioni ready-to-wear di Christian Dior e la storica borsa “Lady Dior”, questa ormai divenuta un’icona globale.

I ricavi del primo trimestre 2021 derivano per il 41% dai territori asiatici (escluso il Giappone) con un aumento organico del fatturato dell’86% rispetto allo stesso periodo del 2020. Gli Stati Uniti coprono il 23% delle vendite, l’Europa il 13%⁹⁵.

Dopo l’ingresso di Tiffany nel portafoglio di LVMH e i conti ben oltre sopra le attese, il comparto del lusso in Europa si è posto sotto i riflettori. Ciò anche alla luce degli importanti risultati ottenuti dagli acquisti effettuati da Ferragamo (+2,2%), Tod’s

⁹⁴ *Ibidem.*

⁹⁵ *Ibidem.*

(+1,8%), questi avvalorati ulteriormente dall'ingresso di Chiara Ferragni nel consiglio di amministrazione, e Brunello Cucinelli (+0,9%).

Con Tiffany per il settore Orologi e gioielleria e con Christian Dior (ma anche Fendi, Luis Vuitton, Loewe e Celine) per il settore Moda e pelletteria, il gruppo di Bernard Arnault ha avuto modo di archiviare il primo semestre del 2021 con risultati non solo di gran lunga migliori rispetto all'anno pandemico del 2020, ma in netta crescita anche rispetto al 2019 (+11%).

Il motivo sostanziale che vi è dietro tale successo è riconducibile alla capacità di continuare ad innovare ed investire anche durante la pandemia e nel bel mezzo di una crisi economica globale⁹⁶. La creatività, l'alta qualità e la natura durevole dei prodotti LVMH, unite al senso di responsabilità che da sempre contraddistingue il gruppo, possono ritenersi elementi fondamentali del successo.

Con le acquisizioni delle maison Dior e Tiffany, il gruppo LVMH può ben sperare di emergere da una crisi sanitaria ed economica, arrivando ad occupare una posizione eccellente per continuare a crescere e rafforzare ulteriormente la leadership nel mercato del lusso globale. Al 2018, la famiglia Arnault era la quarta più ricca al mondo, la 53esima tra le più potenti⁹⁷. L'obiettivo di cui sopra è funzionale al raggiungimento dell'apice di suddette classifiche.

⁹⁶ SACCHI M. S., *Risultati record per Lvmh. Bernard Arnault: continueremo a crescere*, luglio 2021. Consultabile sul sito: https://www.corriere.it/economia/moda-business/21_luglio_26/risultati-record-lvmh-bernard-arnault-continueremo-crescere-5bc09cd8-ee51-11eb-b806-66e6aa5ff564.shtml

⁹⁷ "Bernard Arnault", in *Forbes*, 2018.

CONCLUSIONI

A conclusione del presente lavoro, che ricordiamo essere nato con l'intenzione di presentare le principali caratteristiche delle operazioni strategiche di M&A, non possiamo non sottolineare come lo sviluppo della competitività e la crescita di un'impresa siano necessariamente subordinate tanto alla diversificazione del prodotto quanto all'unione delle forze. Fine ultimo è quello di affrontare al meglio la globalizzazione del mercato.

LVMH, gruppo operante nel settore del lusso, come abbiamo avuto modo di constatare, ha egregiamente sfruttato le potenzialità delle operazioni di M&A, essendo stata in grado, grazie ad esse, di guadagnarsi la leadership nel suddetto settore.

Guardando nello specifico a ciò che si è detto nel presente lavoro, tentando altresì di chiudere il cerchio delle considerazioni, possiamo dire che l'acquisizione di Bulgari abbia permesso ad entrambe le aziende di rilanciare i propri marchi, permettendo altresì al gruppo LVMH di incentrare la propria strategia sulle sinergie preesistenti, queste funzionali a rendere le acquisizioni vere e proprie operazioni di successo.

Nell'attuale situazione economica, si è dimostrato come sia notevolmente aumentata la concorrenza, e che l'unica soluzione volta alla sopravvivenza è quella nella continua crescita. Ed è proprio in questo contesto che si pone il caso LVMH, dimostrando alla concorrenza che colossi di lusso come Louis Vuitton, non possono permettersi di arrestare la propria grandezza ma mirano ad imporsi come leader nel settore che più gli compete.

Concludendo, le strategie di crescita esterna, basate sul difficile ma efficace modello delle operazioni M&A, hanno come principale e fondamentale risultato la creazione di un vantaggio a lunga durata per le imprese. Un vantaggio che LVMH si è ampiamente guadagnata.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Borsa, M&A ed alimentare: l'analisi di KPMG Corporate Finance*, Lecce, 24 Marzo 2006.
- ACCENTURE-EIU (Economist Intelligence Unit), *Global M&A Survey Executive Summary* 2006.
- AIFI, *Come valutare, acquistare e cedere un'azienda*, luglio 2007.
- AIFI, *Il processo di acquisizione*, 2015.
- ALLERES D., *Luxe: StrategieS-Marketing*, Economica, Paris, 1990.
- Analisi dell'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH*, Aprile 2011. Consultabile sul sito: www.dominionfunds.com
- ANDRADE G., MITCHELL M., STAFFORD E., *New evidence and perspectives on mergers*, in *Journal of economic perspectives*, vol. 15, 2001.
- Bernard Arnault*, in *Forbes*, 2018.
- BREALEY R., STEWART M., FRANKLIN A., SANDRI S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2010.
- CAMURARI F., *Tiffany apre l'anno d'oro di Lvmh (+32%)*, in *MF fashion*, aprile 2021.
- CONCA V., *Le acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea, Milano, 2011.
- CONCE V., *Le acquisizioni: il processo, il mercato, i prezzi*, Egea, Milano, 2001.
- Concentrazioni: la Commissione autorizza l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH*, comunicato stampa CE, 30 giugno 2011, Bruxelles. Consultabile sul sito: http://www.marketpress.info/notiziario_det.php?art=175355
- CORTESI A., *La crescita delle piccole imprese. Fusioni, acquisizioni, accordi*, Giappichelli Editore, Torino, 2004.
- CORTESI A., *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano, 2008.
- CORTESI A., *Le acquisizioni d'impresa: strutture e processi per la creazione di valore*, Egea, Milano, 2000.
- D'ALBORA M., TARTAGLIA E., *M&A Mergers & Acquisitions. Fusioni & acquisizioni*, Aracne, Roma, 2011.
- D'INNOCENZIO A., *LVMH files countersuit against Tiffany over US\$14.5B deal*, in *Business*, settembre 2020.

DePAMPHILIS D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press, London, 2015.

Diamond group De Beers nays out retail partner LVMH, in *Reuters*, 2017. Consultabile sul sito: <https://www.reuters.com/article/us-diamonds-debeers-lvmh-idUSKBN16U157>

FRANK R. H., *Why Money Fails to Satisfy in a Era of Excess*, Princeton University Press, Princeton, 2000.

FROMMER R., *Between expectations and experience - an analysis of post-merger integration in two mergers*, London, 2001.

FUBINI D., PRICE C., ZOLLO M., *Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership*, Egea, Milano, 2008.

GALPIN T. J., HERNDON M., *The complete guide to mergers and acquisitions*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 2000.

GARNIER J., *LVMH Compte racheter Christian Dior couture*, in *Le Monde*, 2017.

GOLZIO L.E., *Fusioni e acquisizioni tra imprese: relazioni pericolose o virtuose?*, *www.ticonzero.info*, n.87, 2008.

HASPESLAG P. C., JEMINSON D. B., *La gestione delle acquisizioni. Successi e insuccessi nel rinnovamento delle imprese*, Etas, Milano, 1992.

HASPESLAGH P.C., JEMISON D.B., *Managing Acquisitions. Creating Value Through Corporate Renewal*, The Free Press, 1991.

HAY GROUP, *Risorse umane e logiche di imprese*, Pirola, Milano, 1993.

HOMBURG C., BUCERIUS M., *Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness*, in *Strategic Management Journal*, vol. 27(4), 2006.

KONING A., SCHIERECK D., *Wealth creation by M&A Activies in the luxury goods industry*, in *European Business School*, 7, 2006.

LOMBARDO C., CIMILLUCA D., *Tiffany Agrees to New Deal Terms With LVMH*, in *Wall Street Journal*, ottobre 2020.

LORO PIANA, *Profilo aziendale*, 2019. Consultabile sul sito: https://archivitessili.promemoriagroup.com/backend/media/archivitessili/images/1/5/3/8898_ca_object_representations_media_15336_original.pdf

Louis Vuitton lancia un'Opa su Bulgari, marzo 2011. Consultabile sul sito: <https://risklover.wordpress.com/2011/03/07/louis-vuitton-lancia-opa-su-bulgari/>

Lusso, Europa in testa per numero di deal conclusi, luglio 2019. Consultabile sul sito: <https://www.milanofinanza.it/news/lusso-europa-in-testa-per-numero-di-deal-conclusi-201907231312285652>

LVMH, *Financial document 2011*, dicembre 2011. Consultabile sul sito: <https://www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/10/documents-financiers-2011va.pdf>

LVMH: Bruxelles autorise l'opération Pepe Jeans, in *Cercle Finance*, aprile 2015. Consultabile sul sito: <https://www.bfmtv.com/economie/patrimoine/placements-epargne/lvmh-bruxelles-autorise-l-operation-pepe-jeans-AN-201504270213.html>

MARANGONI A., *Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie*, in *PMI*, volume 6, fascicolo 1, 2001.

MCNAMARA G.M., HALEBLIAN J.J., JOHNSON DYKES B., *The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics*, in *Academy of Management Journal*, vol. 51, n. 1, 2008.

Nuova intesa tra LVMH e Tiffany, in *Aifi*, ottobre 2020. Consultabile sul sito: https://www.aifi.it/private_capital_today/9630989-nuova-intesa-tra-lvmh-e-tiffany

NUTT P., *Types of Organizational Decision Processes*, in *Administrative Science quarterly*, 29, 1984.

PALAZZO V., *L'impatto dell'emergenza sanitaria nelle operazioni di M&A: il caso LVMH – Tiffany & Co.*, aprile 2021. Consultabile sul sito: <https://www.iusinitinere.it/limpatto-dellemergenza-sanitaria-nelle-operazioni-di-ma-caso-lvmh-tiffany-32764>

RAMASWAMY K., *Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry*, in *Harvard Business Review*, 16 giugno 2003.

ROSSI E., *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea, Milano, 1999.

ROVIT S., LEMIRE C., *Your Best M&A Strategy*, Boston, Harvard Business Publishing Corporation, 2003.

SABANOGLU T., *Tiffany & Co.'s number of retail location worldwide in 2018, by region*, in *Statista*, 2019.

SABINE M., *Alta finanza aziendale*, Ipsa, Milano, 1989.

SACCHI M. S., *LVMH compra gli hotel di lusso Belmond (come lo Splendido di Portofino e il Cipriani di Venezia)*, in *Corriere della Sera*, Milano, dicembre 2018. Consultabile sul sito: https://www.corriere.it/economia/18_dicembre_14/lvmh-compra-hotel-lusso-belmond-come-splendido-portofino-cipriani-veneziana-448fa386-ff90-11e8-bed7-aa7f93a31797.shtml

SACCHI M. S., *Risultati record per Lvmh. Bernard Arnault: continueremo a crescere*, luglio 2021. Consultabile sul sito: https://www.corriere.it/economia/moda-business/21_luglio_26/risultati-record-lvmh-bernard-arnault-continueremo-crescere-5bc09cd8-ee51-11eb-b806-66e6aa5ff564.shtml

SALVI A., *M&A e private equity, dal valore al prezzo*, Egea, Milano, 2012.

SCHOR J., *The Overspent American: Why we Want Don't Need*, Harper, New York, 1998.

SICCA L., *La gestione strategica dell'impresa. Concetti e strumenti*, Cedam, Padova, 2001.

SORRENTI V., *L'acquisto della quota di Hermes costa 8 mln di multa a LVMH*, luglio 2013. Consultabile sul sito: <https://www.milanofinanza.it/news/1-acquisto-della-quota-di-hermes-costa-8-mln-di-multa-a-lvmh-201307012001142919>

Strategic Alliance between the Bulgari family and LVMH to constitute a World Leader in Watches and Jewelry Contribution to LVMH of a Controlling Participation in Bulgari, marzo 2011. Consultabile sul sito: <https://www.lvmh.fr/wp-content/uploads/2014/11/strategic-alliance-between-the-bulgari-family-and-lvmh-march-7-2011.pdf>

TALIENTO M., *La stima del valore delle sinergie nelle acquisizioni di aziende in esercizio*, Rirea, Roma, 2004.

TARTAGLIA A. M., MARINOZZI G., *Il lusso...magia e marketing. Presente e futuro del superfluo indispensabile*, Franco Angeli, Milano, 2006.

TIFFANY & CO, *Tiffany Reports Net Sales and Net Earnings Growth in Full Year 2018*, marzo 2019.

UBERTAZZI T.M., *Il procedimento di acquisizione di imprese*, Cedam, Padova, 2005.

VARIAN R. H., *Microeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2010.

VIDALON D., LANDAURO I., *LVMH splashes out on luxury hotels with \$3.2 billion Belmond deal*, in *Reuters*, 2018.

VIDALON V., PASCALE D., *LVMH buys Maison Francis Kurkdjian stake in luxury perfume push*, in *Reuters*, 2017.

VULSER N., *Le fabricant de valises Rimowa se fait la malle chez LVMH*, in *Le Monde*, ottobre 2016.

VULSER N., *LVMH cède la marque de prêt-à-porter Donna Karan*, in *Le Monde*, luglio 2016.

WETLAUFER S., *"The Perfect Paradox of Star Brands: An Interview with Bernard Arnault of LVMH"*, Harvard Business Review, October 2001.

ZANETTI L., *La valutazione delle sinergie nelle acquisizioni*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, volume 24, fascicolo 2, 2001.

ZOLLO M., PURANAM P., SINGH H., *Bringing Some Discipline to M&A Mania*, in *Mastering management, Financial Times*, 2001.