

# LUISS



*Dipartimento di*

*Impresa e Management*

*Cattedra*

*Finanza Aziendale*

*L'Offerta Pubblica Iniziale nel settore della moda italiana:  
il caso Zegna*

**RELATORE**

Prof. Paolo Agnese

**CANDIDATO**

Giuseppe Viggiani

Matr. 240911

***ANNO ACCADEMICO 2021/2022***

*Ai miei genitori, grazie per essere stati sempre presenti anche quando lontani fisicamente, per avermi capito in ogni momento di difficoltà e per avermi dato la possibilità di intraprendere questo percorso di studi spronandomi sempre a fare il massimo ed a non abbattemi mai.*

*A mia sorella, grazie per essere sempre stata mia fonte di ispirazione, per essere stata sempre mia complice, pronta ad ascoltarmi per dare il giusto consiglio, e per aver sempre fatto il tifo per me.*

*Ai miei nonni, grazie per essere stati una fonte di ispirazione unica a non dare mai nulla per scontato e per avermi insegnato che soltanto lavorando veramente sodo si raggiungono gli obiettivi.*

*Alla mia ragazza, grazie per il supporto giornaliero nonostante le distanze, per avermi aiutato a puntare sempre più in alto e dare il giusto valore alle mie capacità per superare le insicurezze.*

## INDICE

<i>Introduzione</i> .....	5
<b>1. L'Initial Public Offering: cos'è e come funziona</b> .....	7
1.1 <i>Introduzione</i> .....	7
1.2 <i>Perché quotarsi?</i> .....	8
1.3 <i>La procedura per la quotazione</i> .....	10
1.3.1 <i>Fase preliminare</i> .....	10
1.3.2 <i>Fase iniziale</i> .....	11
1.3.3 <i>Fase intermedia</i> .....	13
1.3.4 <i>Fase esecutiva</i> .....	15
1.4 <i>Il fenomeno dell'underpricing</i> .....	17
1.4.1 <i>La definizione di underpricing</i> .....	17
1.4.2 <i>Le motivazioni collegate al fenomeno</i> .....	17
1.4.3 <i>La maledizione del vincitore</i> .....	19
1.5 <i>I costi della quotazione</i> .....	19
1.6 <i>Conclusione</i> .....	21
<b>2. Le IPOs nel settore della moda in Italia</b> .....	22
2.1 <i>Introduzione</i> .....	22
2.2 <i>Lo sviluppo del settore e l'evoluzione del mercato della moda in Italia</i> .....	23
2.2.1 <i>La storia del settore e l'evoluzione del mercato</i> .....	23
2.2.2 <i>Analisi dell'andamento del mercato della moda in Italia</i> .....	25
2.3 <i>La quotazione di Moncler</i> .....	28
2.3.1 <i>La storia di Moncler</i> .....	28
2.3.2 <i>Il Gruppo Moncler</i> .....	30
2.3.3 <i>L'ingresso nel mercato borsistico</i> .....	31
2.4 <i>La quotazione di Cucinelli</i> .....	33
2.4.1 <i>La storia di Cucinelli</i> .....	33
2.4.2 <i>Il gruppo Cucinelli</i> .....	35
2.4.3 <i>L'ingresso nel mercato borsistico</i> .....	36
2.5 <i>Conclusione</i> .....	38
<b>3. Il caso Zegna</b> .....	39
3.1 <i>Introduzione</i> .....	39

3.2 <i>La storia di Zegna</i> .....	39
3.3 <i>La struttura di corporate governance</i> .....	41
3.4 <i>La quotazione al NYSE</i> .....	44
3.5 <i>Cosa è una SPAC</i> .....	46
3.5.1 <i>Definizione</i> .....	46
3.5.2 <i>Come funziona</i> .....	48
3.5.3 <i>I vantaggi e gli svantaggi</i> .....	50
3.6 <i>La performance del titolo</i> .....	51
3.7 <i>Conclusione</i> .....	52
<b><i>Conclusione</i></b> .....	53
<b><i>Bibliografia</i></b> .....	55
<b><i>Sitografia</i></b> .....	57

## Introduzione

Molte società, raggiunto un certo livello di sviluppo e maturità, decidono di intraprendere un nuovo percorso evolutivo onnicomprensivo: l'*Initial Public Offering* (IPO).

Questa operazione ha infatti come fine non soltanto l'aumento di capitale di rischio ottenendo finanziamenti dai mercati pubblici, ma anche il raggiungimento di un bacino di persone ben più ampio così da aumentare la consapevolezza del pubblico riguardo le capacità del brand quotato.

L'elaborato ha come obiettivo quello di accertare le condizioni in cui l'IPO possa rappresentare una spinta per le aziende verso nuovi orizzonti sostenibili economicamente e a livello di risorse umane per le aziende italiane appartenenti al settore della moda.

Come prima cosa, sarà svolta un'analisi descrittiva dell'IPO. Verranno dunque presentate: le motivazioni che spingono un'azienda ad intraprendere un tale percorso ed i benefici che ne possono conseguire; le quattro fasi caratterizzanti il processo di quotazione, al fine di avere chiara la complessità dell'operazione e la quantità di risorse necessarie per la sua buona riuscita ed infine il momento della formazione del prezzo di offerta del titolo legata alla possibilità di incorrere nella fattispecie dell'*underpricing*.

Di seguito, una volta compresi i complessi meccanismi dell'IPO, l'intento sarà quello di osservare praticamente come due tra le più importanti aziende italiane appartenenti al settore della moda hanno affrontato il momento della quotazione in borsa e soprattutto come si sono preparate a tale evento.

Dapprima verranno ricordati gli eventi che, storicamente, hanno reso possibile lo sviluppo del settore della moda nella penisola a cui seguirà una breve analisi dell'andamento del mercato al giorno d'oggi. Sarà ripercorsa, sia per Moncler che per Brunello Cucinelli, la storia dei brand ed i momenti salienti che hanno portato le due aziende ad i livelli di ricercatezza ed unicità che oggi li contraddistinguono. Infine, verrà discusso il momento della quotazione in borsa, e dunque sarà possibile osservare effettivamente quanto analizzato nel primo capitolo riguardo le fasi del processo di quotazione a livello teorico.

Infine, il terzo capitolo tratterà il recente caso della quotazione che più ha fatto parlare tra la fine del 2021 e durante il corso del 2022, ovvero quella al NYSE di Zegna tramite una SPAC.

Dopo aver analizzato la storia dell'azienda, verrà posto l'accento sulla sua struttura di *corporate governance* e sulla sua importanza ai fini dell'equilibrio all'interno degli organi decisionali aziendali. A seguire, l'attenzione sarà rivolta all'operazione di quotazione tramite SPAC. Di quest'ultima verrà data definizione e ne sarà descritto il funzionamento ed i relativi vantaggi e svantaggi che questa operazione può comportare per gli investitori, per la società *target* e per la "*shell company*".

A conclusione, sarà valutata la performance del titolo in borsa tenendo come punti di riferimento la data di quotazione e il termine del Q1 del 2022 a cui seguirà un breve giudizio riguardo l'attrattività del titolo per gli investitori.

## Capitolo 1

### *L'Initial Public Offering: cos'è e come funziona*

#### 1.1 Introduzione

L'*Initial Public Offering* rappresenta un momento cruciale per un'azienda che decide di intraprendere un tale percorso. Difatti, non tutte le imprese prevedono nella visione del loro sviluppo a medio o a lungo termine la volontà di quotarsi in borsa. Sia per questioni di immagine e reputazione, sia per questioni prettamente economiche.

La ragione primaria che spinge un'impresa a quotarsi è la necessità di accedere a più capitale di rischio, ma non è certamente l'unica. Ci sono infatti decisioni ben più strategiche che si celano dietro l'operazione e che spesso rappresentano la vera motivazione per procedere all'IPO, come ad esempio l'aumento della visibilità o la diversificazione del portafoglio.

Per attuare una strategia di IPO, il management deve prendere in considerazione principalmente due aspetti. Prima di tutto, trattandosi di un processo che sottrarrà molto tempo ed energie all'azienda, che dovrà quindi concentrare tutte le attenzioni sulla buona riuscita della quotazione, bisognerà tenere in conto il mancato sviluppo di possibili progetti alternativi. Inoltre, in termini di costi, si tratta di un'operazione che richiede un elevato impiego di denaro in più ambiti, a partire dai costi legali fino alle spese del marketing. Dunque, soprattutto per questo, l'impresa dovrà aver valutato attentamente la capacità di poter sostenere tali sforzi.

Nel secondo paragrafo saranno analizzate nel dettaglio le differenti motivazioni che possono spingere le imprese a quotarsi in borsa.

Successivamente, nel terzo paragrafo, sarà attentamente analizzato il processo di quotazione, distinguendo quattro diverse fasi che lo compongono (fase preliminare, fase iniziale, fase intermedia, fase esecutiva). Verranno anche definiti gli attori che intervengono nei diversi momenti che si susseguono nel processo e quali sono i loro compiti.

Nel quarto paragrafo sarà fornita una definizione dell'*underpricing* ed una successiva breve analisi delle motivazioni, anche strategiche, legate all'offerta delle azioni ad un prezzo più basso forniteci dai punti di vista di diversi economisti ed accademici. Ulteriormente, sarà presentato anche il fenomeno della "maledizione del vincitore" e cosa implica.

Infine, nel quinto paragrafo, saranno definiti i costi di quotazione elencando anche tutte le tipologie che possono essere distinte.

## 1.2 Perché quotarsi?

Prima di addentrarci nell'analisi delle fasi che caratterizzano il processo di quotazione, è fondamentale analizzare quali sono le motivazioni che spingono le imprese a quotarsi. Nonostante i diversi studi eseguiti negli anni, è difficile poter dare sempre una risposta chiara ed esaustiva a tale domanda.

La decisione può essere dettata da più condizioni, che variano in base alle caratteristiche specifiche della impresa in procinto di quotarsi che si desidera analizzare, quali:

- *Ottenimento di fonti di finanziamento diverse dalle banche*

Pagano et al. (1998)<sup>1</sup> hanno compiuto uno studio basato sull'analisi di un gran numero di dati relativi ad un lasso temporale compreso tra il 1982 ed il 1992 inerenti ad informazioni contabili di 2181 società private e pubbliche italiane. Le conclusioni di tale ricerca sono che uno dei benefici più rilevanti delle IPOs è la possibilità di poter attingere ai mercati pubblici come fonte di finanziamento, in particolar modo per imprese con ingenti investimenti attuali e futuri, elevata leva finanziaria e crescita. Allo stesso tempo, accedendo al mercato pubblico e concedendo l'accesso alle informazioni a tutti gli investitori, l'impresa sarà in grado di ridurre la rendita estraibile dalle banche concedenti crediti che, prima della quotazione, potevano sfruttare la loro posizione privilegiata di unici creditori.

Cruciali per testare questa affermazione sono stati dati relativi ai tassi di cambio offerti dalle 79 più grandi banche nel periodo preso in analisi. Le stime portano a concludere che, nei primi tre anni che seguono l'operazione di IPO, si può osservare una diminuzione del costo del credito per un valore compreso tra i 40 e i 70 basis points.

Le tre ragioni del decremento che vengono indicate nella ricerca sono: l'aumento della fiducia delle banche nei confronti del debitore neo-quotato in borsa, che ha registrato una riduzione del rapporto di indebitamento; l'aumento di informazioni sulla società che sono state rese pubbliche ed infine la riduzione del potere contrattuale delle banche che devono fronteggiare le nuove opzioni di finanziamento per l'impresa quotata.

- *Diversificazione del portafoglio*

Quotando una società, emergono nuove possibilità di diversificazione per i proprietari di essa. Ciò può avvenire in modo diretto, disinvestendo e reinvestendo i proventi in

---

<sup>1</sup> Pagano et al. (1998), *Why do companies go public? An empirical analysis*, The Journal of Finance, Vol. 53, pp. 38-39.



altri assets, oppure in modo indiretto utilizzando il nuovo capitale, raccolto grazie alla IPO, per acquisire partecipazioni in altre società.<sup>2</sup>

- *Aumento della visibilità rispetto ai possibili investitori*

Usualmente, un investitore detiene nel portafoglio un numero limitato di differenti azioni, ignorando l'esistenza stessa di determinate imprese, se non fino al momento della loro quotazione. Quotarsi in un grande mercato borsistico si traduce dunque in uno strumento per pubblicizzare la propria impresa ed attirare nuovi investitori.<sup>3</sup>

- *Individuazione di un'opportunità*

L'entrata nel mercato pubblico di una società può essere incentivata dalla constatazione da parte di essa che gli investitori sono irrazionalmente ottimisti riguardo al potenziale delle altre imprese facenti parte della stessa industria rispetto al resto del mercato.<sup>4</sup>

- *Massimizzare i profitti dovuti alla vendita della società post-IPO*

Zingales (1995) afferma che il proprietario iniziale dell'impresa può, a seguito di una IPO, massimizzare il valore che può estrarre dalla vendita della stessa ad un prezzo allettante. Nel suo studio l'obiettivo è quello di, in ottica di vendita post-IPO, determinare i metodi in grado di permettere al proprietario iniziale di massimizzare i proventi ottenibili dall'eventuale vendita della sua impresa. Vengono distinte dunque la vendita ad azionisti dispersi, in cui il proprietario può massimizzare i profitti legati alla vendita dei diritti di flusso di cassa, e la negoziazione direttamente con un potenziale acquirente, in cui vengono massimizzati i proventi della vendita dei diritti di controllo.<sup>5</sup>

- *La prospettiva di future acquisizioni*

L'attività di M&A gioca un ruolo fondamentale nella decisione di quotarsi. Difatti le IPOs possono agevolare le acquisizioni sia fornendo iniezione di capitale, sia permettendo l'accesso ai mercati di capitale. Inoltre, l'impresa neo quotata, può sfruttare l'accesso ai mercati azionari pubblici per finanziare le attività di acquisizione.<sup>6</sup>

---

<sup>2</sup> Pagano et al. (1998), *Why do companies go public? An empirical analysis*, The Journal of Finance, Vol. 53, p. 40.

<sup>3</sup> *Ibidem*

<sup>4</sup> Jay R. Ritter (1991), *The long-run performance of Initial Public Offerings*, The Journal of Finance, Vol. 46, p. 4.

<sup>5</sup> Zingales (1995), *Insider ownership and the decision to go public*, The review of Economic Studies, p. 425.

<sup>6</sup> Celikyurt et al. (2010), *Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs*, The Journal of Finance, p. 362.

## 1.3 La procedura per la quotazione

		Mese 1	Mese 2	Mese 3	Mese 4	Mese 5	Mese 6
FASE PRELIMINARE	Valutazioni preliminari	TEMPO INDETERMINATO					
	Scelta dei vari consulenti						
	Studio di fattibilità						
	Firma del mandato						
FASE INIZIALE	<i>Kick-off meeting</i>	■					
	Due Diligence economico-finanziaria, legale e fiscale	■	■	■	■	■	■
	Preparazione del <i>memorandum</i> sul sistema di controllo di gestione		■	■	■	■	■
	Preparazione e aggiornamento Prospetto Informativo		■	■	■	■	■
	Preparazione documento a supporto della valutazione		■	■	■	■	■
	Delibera del CDA di convocazione dell'assemblea		■	■	■	■	■
	Delibera assemblea aumento capitale e approvazione progetto di quotazione		■	■	■	■	■
	Rilascio dei certificati, delle <i>comfort letters</i> e delle <i>legal opinions</i>		■	■	■	■	■
FASE INTERMEDIA	<i>Filing</i> in CONSOB e Borsa Italiana			■	■	■	■
	Istruttoria CONSOB e Borsa Italiana			■	■	■	■
	Approvazione del CDA e dell'assemblea degli ultimi dati finanziari			■	■	■	■
	Predisposizione <i>Offering Circular</i>			■	■	■	■
	<i>Analyst Presentation</i>			■	■	■	■
	Predisposizione e pubblicazione delle ricerche - inizio del <i>black out period</i>			■	■	■	■
	Inizio <i>pre-marketing</i>					■	■
	Rilascio provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana					■	■
Rilascio nulla osta a pubblicazione Prospetto Informativo da parte di CONSOB					■	■	
FASE ESECUTIVA	Pubblicazione Prospetto Informativo e <i>Preliminary Offering Circular</i>					■	■
	<i>Marketing</i> (incontro con analisti, distribuzione ricerca, <i>roadshow</i> )					■	■
	<i>Bookbuilding</i> (raccolta ordini istituzionali)					■	■
	Firma accordo collocamento e garanzia italiano					■	■
	Offerta Pubblica di Vendita e/o Sottoscrizione					■	■
	Fissazione del prezzo di offerta					■	■
	Firma <i>Institutional Underwriting Agreement</i> e <i>Final Offering Circular</i>					■	■
	Inizio negoziazioni					■	■
Stabilizzazione					■	■	

Figura 1. Le fasi del processo di quotazione<sup>7</sup>

### 1.3.1 Fase preliminare

Una volta deciso di procedere alla quotazione della società, è fondamentale operare con cautela seguendo quattro fasi per risultare all'altezza delle aspettative del mercato e ottenere un prezzo di collocamento adeguato.

Dapprima c'è la fase preliminare, che inizia con la presentazione da parte del CdA dello studio di fattibilità che servirà a definire l'eventuale convenienza dell'operazione a livello strategico, economico e finanziario.<sup>8</sup>

Dopo la delibera del CdA riguardo l'ammissione della società a quotazione, viene convocata l'Assemblea ordinaria o, nel caso sia previsto un aumento di capitale, l'Assemblea straordinaria.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Hogan Lovells, *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*, p.5.

<sup>8</sup> *Ibidem*

<sup>9</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, p.19.

Successivamente, si procede alla nomina del team di lavoro, che è composto da sponsor, consulente legale, società di revisione e consulente fiscale. Lo sponsor è un intermediario finanziario che si occupa di garantire al mercato la qualità dell'investimento. I suoi compiti principali sono: raccogliere il maggior numero di informazioni riguardo l'emittente e riferirli alla borsa, attestare che la redazione dei dati previsionali sia avvenuta nella maniera corretta, attestare che le procedure contabili e amministrative siano svolte adeguatamente ed infine garantire di aver messo a conoscenza il manager della società degli obblighi e delle implicazioni che conseguono l'ammissione a quotazione.<sup>10</sup>

Per le imprese di medie dimensioni, lo sponsor ricopre anche il ruolo di global coordinator ma, nel caso in cui non ci si trovasse di fronte a tale fattispecie, il manager deve nominare (con il supporto dello sponsor) il global coordinator. Questo ruolo è ricoperto da un qualsiasi intermediario finanziario citato nell'art.107 del Testo Unico Bancario o, secondo il D.Lgs. 385/1993, da banche di investimento cui è consentito svolgere servizi di collocamento.

Ciò che conclude la fase preliminare è poi il kick-off meeting. Durante questo incontro, il team di lavoro ha il compito di organizzare tutto il processo di quotazione. Tale momento di riunione può essere sfruttato inoltre come prima occasione formale per presentare il business model della società e le sue performance finanziarie.<sup>11</sup>

### **1.3.2 Fase iniziale**

La fase iniziale si apre con il processo di *due diligence*, ovvero una fase in cui lo sponsor e i consulenti svolgono una serie di indagini volte ad assicurare che le informazioni societarie siano vere. Scopo del processo è anche indagare riguardo la reputazione ed il valore dell'azienda al fine di accertare la fattibilità della quotazione in borsa.

Come suggerisce il termine stesso, tale processo deve essere caratterizzato da un'assoluta cura e riservatezza.

È necessario rendersi conto di come la *due diligence* debba riuscire a far coesistere due interessi opposti: da una parte quello dell'impresa che, per poter attirare investitori, deve rendere desiderabili i propri titoli, e dall'altra quello dei sottoscrittori, che prima di procedere alla sottoscrizione hanno necessità di poter valutare il rischio e gli eventuali benefici.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Borsa Italiana, A.I.F.I., PwC, *Guida alla quotazione*, p.23.

<sup>11</sup> Cristian Iosio, *IPO per le PMI Italiane*, Ipsoa, 2011, p.38.

<sup>12</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

Incisivo durante l'attività di *due diligence* è il ruolo della società di revisione, che si occupa di:

- Provvedere alla revisione dei bilanci;
- Fornire un'analisi del budget ed emettere una relazione (“comfort letter”) sui dati contabili in esso contenuti;
- Fornire un'analisi delle procedure di controllo e reporting ed una relazione che attesti l'idoneità della società di revisione stessa a fornire al management un quadro della situazione patrimoniale, economica e finanziaria;
- Fornire un'analisi circa l'accuratezza delle informazioni di ambito economico-finanziarie che sono all'interno del prospetto informativo.<sup>13</sup>

Sulla base di quanto compiuto durante il processo di due diligence, viene poi redatto il prospetto informativo. Da definizione, esso è “il documento che deve essere obbligatoriamente redatto e pubblicato dall'emittente che intende svolgere attività di sollecitazione del pubblico risparmio”.<sup>14</sup>

L'emittente, lo sponsor e i consulenti sono responsabili di produrre questo documento, il cui obiettivo è fornire le informazioni riguardo la società e la struttura dell'offerta sulla base di tutte le analisi svolte durante il processo di *due diligence*.<sup>15</sup>

La sua pubblicazione deve avvenire prima dell'attività di offerta ed emissione del titolo, e deve essere fornito di descrizione della situazione economico-patrimoniale e finanziaria alla data più recente<sup>16</sup> per poter consentire agli investitori di maturare un giudizio sulle caratteristiche degli strumenti finanziari che la società offre.

In modo tale da poter descrivere i rapporti finanziari dell'impresa con maggiore accuratezza, altre informazioni analizzate all'interno del prospetto riguardano i creditori, i clienti, i fornitori e la forza lavoro.

Parallelamente, oltre al prospetto informativo, la società si occupa anche di predisporre i dati economici previsionali (business plan), che poi saranno presentati alla Borsa, ed il Q-MAT (Quotation – Management Admission Test). Quest'ultimo è un test di autovalutazione sotto forma di questionario che l'impresa compila per dar prova della validità dei requisiti necessari ai fini della quotazione.

---

<sup>13</sup> Borsa Italiana, A.I.F.I., PwC, *Guida alla quotazione*, p.25.

<sup>14</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html>

<sup>15</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, p.20.

<sup>16</sup> Borsa Italiana, A.I.F.I., PwC, *Guida alla quotazione*, p.25.

Prima di procedere al deposito del prospetto informativo presso la Consob e alla presentazione alla Borsa della domanda di ammissione alla quotazione, viene convocato il CdA e l'assemblea ordinaria e straordinaria. Essi sono chiamati ad esaminare il progetto di quotazione, l'approvazione del bilancio, la scelta della società di revisione, l'aumento del capitale sociale e gli adeguamenti statutari.<sup>17</sup>

Una volta che tutto è stato approvato, si potrà dunque procedere alla conclusione della fase iniziale del processo di quotazione presentando appunto la domanda di pubblicazione del Prospetto Informativo e la presentazione della domanda di ammissione alla quotazione.

### 1.3.3 Fase intermedia

La fase intermedia si svolge durante tutto l'arco di tempo in cui la documentazione presentata dall'emittente viene esaminata dalla Consob e dalla Borsa Italiana prima di essere eventualmente approvata, comunque al massimo entro due mesi dalla presentazione della domanda. In caso di avvenuta ammissione, questa è valida per un tempo massimo di sei mesi ed è comunque subordinata al deposito del prospetto di quotazione alla Consob.<sup>18</sup>

A questo punto, inizia un altro momento di grande importanza per l'emittente, difatti dovrà essere pubblicato un rapporto di ricerca sul titolo e dovranno essere costituiti consorzi di collocamento.

Il rapporto di ricerca è un documento il cui scopo è di presentare agli analisti l'*investment case* al fine di mettere a disposizione le informazioni relative all'azienda e all'offerta fatta dall'emittente.

Il consorzio di collocamento "è un'associazione o sindacato di banche, SIM o imprese di investimento il cui scopo è collocare titoli azionari od obbligazionari per conto della società emittente. Viene istituito dal Global Coordinator dell'offerta e provvede a contattare tutti i potenziali acquirenti dei titoli oggetto di emissione".<sup>19</sup>

Il collocamento si distingue in pubblico e privato.

Per quanto riguarda il collocamento pubblico, il testo Unico della Finanza (D.Lgs. 58/1988) distingue tre diversi tipi di consorzi:

- Di semplice collocamento, secondo cui gli intermediari autorizzati si fanno carico di vendere una parte dei titoli offerti;

---

<sup>17</sup> Hogan Lovells, *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*, p.5.

<sup>18</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, p.20.

<sup>19</sup> Banco BPM, <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/consorzio-di-collocamento/>

- Di garanzia, secondo cui gli intermediari autorizzati dovranno, in caso di mancata vendita di titoli dopo la fine del periodo di offerta, sottoscrivere la quota di titoli rimasta invenduta;
- Di assunzione a fermo, secondo cui sono direttamente gli intermediari autorizzati ad acquistare i titoli dall'emittente. Saranno poi loro a dover vendere questi titoli entro un tempo prestabilito.<sup>20</sup>

Il collocamento privato si svolge tramite il meccanismo di asta imperfetta, ovvero *bookbuilding*, la quale prevede che il global coordinator annoti nel book istituzionale gli ordini degli investitori ordinandoli in base a criteri quali: prezzo, volume o priorità temporale.

Scopo ultimo dei consorzi di collocamento è, tramite la raccolta di informazioni dai broker, fissare il numero totale di azioni da emettere.

Ulteriormente, durante la fase intermedia, l'emittente e la squadra di lavoro scelta redigono l'*Offering circular*, che sarà poi presentato alla Borsa Italiana e alla Consob.

Questo documento legale è un prospetto che serve per informare gli investitori riguardo una nuova operazione finanziaria. Più specificatamente, all'interno si possono trovare informazioni finanziarie sull'emittente, l'obiettivo dell'operazione e i suoi termini.

Dopo di che, ha inizio il *pre-marketing*. In questo momento viene dapprima, di solito, organizzata l'*Analyst presentation*, ovvero la presentazione dell'emittente agli analisti finanziari dei consorzi di collocamento che sarà poi la fonte delle ricerche degli analisti riguardanti l'emittente. Questa presentazione è di cruciale importanza, difatti essa è ciò che permette agli analisti di venire a conoscenza della società che desidera quotarsi e, dopo, di sviluppare la loro ricerca che sarà la fonte di informazione tramite la quale le banche di collocamento presenteranno l'*equity story* ai loro clienti investitori.<sup>21</sup>

Ancor prima di pubblicare le ricerche, il global coordinator svolge il *pilot fishing*, ovvero un'indagine rivolta agli investitori istituzionali, così che si possa ampliare il campione su cui si indaga e raccogliere ulteriori riscontri.

A questo punto, all'incirca un mese dopo l'*Analyst presentation*, le ricerche sono pronte per essere pubblicate.

---

<sup>20</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collocamento.html>

<sup>21</sup> Organismo Italiano di Valutazione, *Le valutazioni a fini di IPO*, Milano, 2017, p.7.

Una volta che le banche di collocamento hanno appreso i prezzi a cui gli investitori si sono resi disponibili ad acquistare, esse si interfacciano con la società quotanda per stabilire il range di prezzo *pre-money* ed il prezzo massimo da inserire nel Prospetto Informativo. Il range è spesso determinato così che ci sia un divario del 20-25% tra il prezzo minimo e massimo.<sup>22</sup>

La fase intermedia termina dunque con il provvedimento da parte di Borsa Italiana di ammissione alla quotazione e l'autorizzazione alla pubblicazione del Prospetto Informativo da parte della Consob.

### 1.3.4 Fase esecutiva

La fase conclusiva del processo di quotazione è la fase esecutiva, durante la quale l'offerta viene affinata per poi iniziare la negoziazione delle azioni della società neo-quotata in Borsa. A questo punto, inizia l'attività di marketing effettiva.

Il *roadshow* è un momento di fondamentale importanza per questo stadio di sviluppo. Difatti il suo scopo è attrarre più investitori istituzionali possibili presentando l'*investment case* della società tramite una campagna promozionale.

Il top management incontra nelle maggiori piazze finanziarie i potenziali investitori presentando, con i rappresentanti del global coordinator, i dati relativi alla società in modo tale da fornire un quadro veritiero. Gli incontri possono essere sia con gruppi di investitori che *one-to-one meetings*.

Consapevoli del fatto che, nonostante gli investitori siano già stati messi a conoscenza di tutte le informazioni da loro richieste grazie agli analisti del consorzio di collocamento, sia questo il momento decisivo in cui verrà espressa la volontà di voler acquistare titoli o meno, il *global coordinator* e l'*advisor* si sottopongono ad una preparazione per essere pronti a saper affrontare le riunioni al meglio.<sup>23</sup>

Una volta creata un'opinione riguardo la società quotanda, gli investitori istituzionali comunicano al *book runner* quanti titoli sarebbero interessati ad acquistare e il prezzo che sono disposti a pagare. Queste manifestazioni sono riportate nel book istituzionale, che è un sistema elettronico che viene amministrato dalle banche del consorzio di collocamento.

---

<sup>22</sup> Organismo Italiano di Valutazione, *Le valutazioni a fini di IPO*, Milano, 2017, p.8.

<sup>23</sup> *Ibidem*

I prezzi individuati dagli investitori tengono in considerazione sia i *fundamentals* e quanto riportato nelle ricerche degli analisti, sia elementi quali i livelli di valutazione di società comparabili, la corporate governance, i rischi legati all'operazione, le condizioni di mercato ed i sistemi manageriali (SCG, il sistema dei compensi e la struttura organizzativa della società).<sup>24</sup>

A questo punto avviene la fissazione del prezzo, che è il risultato di due momenti consecutivi. Il primo, che abbiamo incontrato nella fase intermedia del processo di quotazione sopra analizzato, riguarda l'approvazione di un range di prezzo preliminare che possa tener conto di possibili variazioni del mercato.

Il secondo e decisivo momento invece, è ciò che scaturisce dal meccanismo del *bookbuilding*. Facendo riferimento a quanto riportato nel book istituzionale, infatti, si determina il prezzo di collocamento.<sup>25</sup>

Scegliere la tecnica di quotazione più adatta all'operazione è cruciale per la buona riuscita di quest'ultima. Vengono distinte:

- L'OPV (Offerta Pubblica di Vendita), che "costituisce lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori la totalità o una parte delle proprie azioni con diritto di voto, con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale".<sup>26</sup>
- L'OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione), che "costituisce lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori azioni di nuova emissione nate a seguito di un'operazione di aumento di capitale".<sup>27</sup>

Vi è poi una terza tecnica che talvolta viene adottata, l'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione, che consiste sia nel vendere azioni di nuova emissione che azioni già esistenti possedute dai soci.

Durante questo processo per l'offerta delle azioni, queste ultime vengono affidate al consorzio di collocamento, che si occuperà di distribuirle agli investitori indistinti per un periodo di almeno due giorni. A seguire, entro cinque giorni, dovrà avvenire il pagamento.<sup>28</sup>

A conclusione della fase esecutiva, hanno luogo le negoziazioni ufficiali. Durante la prima giornata si forma il prezzo, ed il valore del singolo titolo della prima giornata sarà un indicatore del successo dell'operazione e della risposta degli investitori ad essa.

---

<sup>24</sup> Organismo Italiano di Valutazione, *Le valutazioni a fini di IPO*, Milano, 2017, p.8.

<sup>25</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, p.21.

<sup>26</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>

<sup>27</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

<sup>28</sup> Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*, p.21.



I successivi 30 giorni rappresentano un intervallo di tempo dedicato alla stabilizzazione dell'andamento del titolo sul mercato, durante il quale il consorzio di collocamento può intervenire a tal proposito.

## **1.4 Il fenomeno dell'*underpricing***

### **1.4.1 La definizione di *underpricing***

Una volta iniziate le negoziazioni ufficiali, e con la formazione del prezzo del titolo, possono verificarsi due situazioni alternative legate appunto all'andamento del prezzo in borsa.

Nel primo caso, in cui “il prezzo di emissione è risultato inferiore al valore effettivo delle azioni offerte al pubblico”<sup>29</sup>, ci troveremo nella fattispecie dell'*underpricing*. In questa situazione, gli investitori che hanno acquistato le azioni hanno fatto un buon affare a scapito della società quotata e dei vecchi azionisti.

Alternativamente, nel caso in cui il prezzo di emissione risulti maggiore del valore effettivo delle azioni offerte al pubblico, si parlerà di *overpricing* e sarà stata la società quotata a fare un buon affare a scapito degli investitori.

### **1.4.2 Le motivazioni collegate al fenomeno**

L'*underpricing* è un fenomeno che viene comunemente ritenuto come un indicatore di fallimento per l'impresa neo-quotata.

Eppure, diversi studi che affrontano l'argomento affermano che ci sono, spesso, altre motivazioni collegate al fenomeno. “A seconda degli approcci, l'*underpricing* è visto come un mezzo per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta (compensandoli per il rischio che con ciò essi si assumono), o come un mezzo per evitare eventuali controversie legali con gli azionisti o, ancora, per evitare il rischio di un loro disinteresse nei confronti del titolo. L'*underpricing* può anche essere visto come uno strumento idoneo a generare un eccesso di domanda dei titoli, creando per questa via un azionariato largamente diffuso (attraverso la fissazione di lotti minimi ridotti) funzionale a rendere la società più difficilmente scalabile”.<sup>30</sup>

---

<sup>29</sup> Brealey et al., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, Settima edizione, 2015, p.394.

<sup>30</sup> Fabrizio e Samà, *GLI IPO SUL MERCATO ITALIANO NEL PERIODO 1995-1998: UNA VALUTAZIONE DELL'UNDERPRICING E DELLA LONG-RUN UNDERPERFORMANCE*, Quaderni di finanza n.44, Consob, 2001, p.7.

In particolare, Rock (1986) nel suo studio assume che esista un gruppo di investitori che hanno informazioni ben più chiare rispetto ad altri riguardo l'impresa e le sue condizioni. Avendo a disposizione tutte le informazioni necessarie per poter scegliere accuratamente se investire o meno in un determinato titolo, se le azioni dell'azienda emittente vengono vendute ad un prezzo che coincide con il loro valore atteso, tali investitori privilegiati spiazzano gli investitori meno informati. Al contrario, quando vengono offerte azioni poco promettenti, si ritirano. Per questa ragione, l'emittente deve offrire le azioni ad un prezzo più basso in modo da poter permettere anche agli investitori non informati di acquistare i titoli.<sup>31</sup>

Allen and Faulhaber (1989), partendo dalla proposizione che le imprese siano a conoscenza di informazioni relative al progetto di quotazione che non sono accessibili agli investitori, individuano invece la principale motivazione del fenomeno dell'*underpricing* nella necessità di segnalare agli investitori che il progetto sia valido e profittevole per questi ultimi. L'idea è che solamente aziende realmente solide possano affrontare questa perdita per poi recuperare tramite future emissioni a prezzi più favorevoli. Al contrario, un'azienda non ritenuta all'altezza, non potrà permettersi una tale strategia in quanto non in grado di far fronte alla perdita. Ulteriori vantaggi che vengono identificati sono la riduzione della probabilità o, eventualmente, del danno di un procedimento legale nel caso in cui l'impresa non dovesse raggiungere i risultati attesi. Inoltre, la scelta di un prezzo di collocamento più basso potrebbe generare pubblicità nel caso in cui il progetto dell'impresa dovesse avere successo.<sup>32</sup>

Infine, Beatty and Ritter (1986) individuano una relazione tra l'incertezza degli investitori riguardo il valore atteso del titolo ("incertezza ex-ante") e l'*underpricing* atteso. In particolare, viene affermato che più sarà elevata l'incertezza ex-ante, più sarà alto il rischio legato all'acquisto delle azioni da parte degli investitori non informati. Conseguentemente, per compensare l'elevato rischio, dovrà essere assicurato un rendimento atteso maggiore, raggiungibile offrendo le azioni ad un prezzo più basso.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Rock, *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics, 1986, p.187

<sup>32</sup> Allen and Faulhaber, *Signaling by underpricing in the IPO market*, Journal of Financial Economics, 1989, pp.303-304,306.

<sup>33</sup> Beatty and Ritter, *Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Financial Economics, pp.213-214.

### 1.4.3 La maledizione del vincitore

Legato al fenomeno dell'*underpricing* è il cosiddetto concetto della “maledizione del vincitore” (*winner's curse*).

Per comprendere in cosa consista, basti pensare ad un investitore non informato. Esso non è in grado di distinguere se un investimento in un determinato titolo sarà effettivamente redditizio o meno e dunque, nei casi in cui l'acquisto di un'azione non porti al risultato atteso poiché l'impresa non ha fatto bene come sperato, si invoca alla maledizione del vincitore (ovvero l'investitore non informato).

Le imprese, essendo a conoscenza di tale concetto, per attrarre la fascia degli investitori non informati quindi si assicura di fissare un certo livello di *underpricing*.

### 1.5 I costi della quotazione

I costi di quotazione sono “investimenti spesso necessari per migliorare la capacità competitiva della società e affrontare con una struttura più solida le sfide della crescita internazionale”.<sup>34</sup>

Nel dettaglio, si possono distinguere:

- I costi legali

Riguardano la preparazione alla quotazione e la stesura della documentazione ad essa relativa, quali ad esempio la predisposizione del Prospetto Informativo.

Tali costi variano in base alla complessità dell'operazione ed alla struttura della compagnia.

- I costi dello Sponsor

Sono legati a questa figura, “che assiste la società quotanda nell'iter che precede la collocazione dei titoli, detta i tempi e seleziona i consulenti con i quali valuta l'intervallo di prezzo di offerta delle azioni”.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>

<sup>35</sup> Deloitte, *Initial public Offering Credito d'imposta per i costi di quotazione*, 2019, p.6.

- Il costo della società di revisione  
Relativi alla “emissione di *comfort letter*, per la revisione dei bilanci, per la verifica di idoneità della struttura interna”.<sup>36</sup>
- I contributi e diritti  
Pagati alla CONSOB e a Borsa Italiana S.p.A., rispettivamente responsabili di vigilare e occuparsi della gestione delle transazioni.
- Le spese di marketing  
Dovendo preparare una strategia di marketing per comunicare in modo efficiente la prossima quotazione, e dovendo affrontare la fondamentale fase del road show, i costi legati a tali pratiche rientrano senza dubbio nel computo dei costi totali.<sup>37</sup>
- Le commissioni di sottoscrizione  
Le banche di investimento addebitano questo tipo di spese, che rappresentano uno dei costi più incisivi durante un’operazione di quotazione. Le commissioni possono variare tra il 5% ed il 7% dei costi totali affrontati da una società quotanda. I fattori che incidono sulla determinazione dei costi di sottoscrizione sono la dimensione dell’offerta, la natura del business dell’impresa, il suo grado di sviluppo, le condizioni attuali del mercato e le commissioni pagate da imprese quotate con caratteristiche simili.<sup>38</sup>
- I costi di revisione  
Riguardano appunto la remunerazione della società di revisione che si occupa di assicurare la correttezza dei rendiconti finanziari e di tutti gli altri documenti relativi alla quotazione.<sup>39</sup>  
I costi variano in base alla quantità di documentazione che deve essere visionata ed accertata.
- I costi di stampa  
Banalmente, un altro costo che ha un peso specifico non trascurabile è il costo che scaturisce dalla stampa della documentazione relativa alla quotazione e, poi, la distribuzione ai potenziali investitori.

---

<sup>36</sup> Deloitte, *Initial public Offering Credito d’imposta per i costi di quotazione*, 2019, p.6.

<sup>37</sup> KPMG, *A guide to going public*, 2015, p.10.

<sup>38</sup> *Ibidem*

<sup>39</sup> *Ibidem*

- Altri costi

In questa voce rientrano, ad esempio, le commissioni di quotazione, le spese di amministrazione ed il costo indiretto legato al tempo che deve essere investito dal management e dal resto del personale nella IPO e che, quindi, viene sottratto ad altre possibili mansioni.<sup>40</sup>

Generalmente, i costi totali relativi ad una IPO si attestano intorno al 10% della somma dei fondi ricavati dall'operazione di quotazione.<sup>41</sup>

## 1.6 Conclusione

L'analisi svolta in questo primo capitolo riguardo l'*Initial Public Offering* ed il suo funzionamento offre la possibilità di comprendere quanto il processo che porta un'azienda alla quotazione sia articolato.

Le scelte fatte dall'azienda devono, ovviamente, essere intraprese con la massima attenzione per poter assicurare all'operazione di essere sostenuta da fondamenta ben solide.

È dunque possibile affermare che decidere di quotarsi in borsa ed effettivamente affrontare tutto il processo sia un indice di una certa maturità dell'impresa che, per poter affrontare un tale passo in avanti, deve anche dimostrare di avere i mezzi necessari.

Bisogna però fare attenzione a non confondere la volontà di un'azienda di non quotarsi con un'ammissione di non essere all'altezza o di non aver raggiunto un determinato livello di avanguardia. Infatti, molte aziende, pur avendo le possibilità, decidono di non quotarsi per mantenere una tradizionale gestione familiare e per non corrompere agli occhi dei clienti la loro immagine.

Si evince inoltre dallo studio che una IPO richiede la massima cooperazione tra i componenti del management e del team di lavoro e, soprattutto, trasparenza in ogni procedura richiesta ai fini della quotazione.

Infine, non c'è dubbio che tale operazione rappresenti un'opportunità sia di crescita, che di aumento della visibilità tramite l'attività di marketing e quindi raggiungendo un pubblico molto più vasto, che anche di approccio verso una nuova fase evolutiva dell'azienda.

---

<sup>40</sup> KPMG, *A guide to going public*, 2015, p.10.

<sup>41</sup> *Ibidem*

## Capitolo 2

### *Le IPOs nel settore moda in Italia*

#### **2.1 Introduzione**

Il settore della moda, in particolare in Italia, è stato da sempre caratterizzato da momenti di forte sviluppo. Testimone di ciò sono le sempre più numerose quotazioni in borsa che si sono susseguite negli ultimi decenni e che hanno rappresentato una rampa di lancio per i più rinomati marchi, quali Moncler e Brunello Cucinelli, che hanno fatto e stanno facendo la storia della moda del nostro paese nel mondo.

Nel secondo paragrafo, in modo da fornire una visione generale ma esaustiva dello sviluppo del settore in Italia, saranno analizzati i momenti salienti della nascita del settore moda ed il successivo sviluppo a partire dal 1951, data della prima sfilata del conte Giovan Battista Giorgini.

A seguire, nel terzo paragrafo, verrà analizzato il marchio Moncler.

Nel dettaglio, dopo aver sottolineato gli avvenimenti che hanno portato fama all'azienda a partire dalla sua nascita, sarà analizzata brevemente la struttura del Gruppo e delle società controllate. La parte conclusiva ma centrale del paragrafo è rappresentata da una dettagliata analisi del processo di quotazione di Moncler e quale è stata la chiave del successo di tale operazione, seguita dal confronto tra la divisione dell'azionariato dal momento della OPV ad oggi.

Nel quarto paragrafo, infine, secondo le stesse modalità adoperate nel paragrafo precedente, saranno discusse le tappe fondamentali che hanno caratterizzato la storia di Cucinelli, per poi passare alla breve analisi della composizione del Gruppo e delle sue società controllate. A concludere il paragrafo sarà la descrizione del processo di quotazione della Brunello Cucinelli S.p.A. e, anche per questo marchio, il confronto sull'evoluzione degli azionisti rilevanti dall'anno del primo bilancio dopo la quotazione ad oggi.

## 2.2 Lo sviluppo del settore della moda in Italia

### 2.2.1 La storia del settore e l'evoluzione del mercato

Prima di addentrarci nell'analisi dell'andamento del mercato della moda nella nostra penisola, è opportuno avere chiari i momenti salienti che hanno portato il settore al grado di maturità che presenta ad oggi.

I primi passi che hanno portato il mercato della moda in Italia al successo di cui gode oggi vanno collegati ad una data in particolare che viene riconosciuta da tutti gli storici, ovvero il 15 febbraio del 1951. Quel giorno, il conte Giovan Battista Giorgini organizzò a Firenze una sfilata per presentare vestiti e accessori a possibili compratori americani. Fu proprio questo avvenimento a dare un'occasione all'Italia di vendere tali prodotti nel mercato oltreoceano.

Prima di allora, i prodotti non erano riusciti a trovare una facile collocazione nei mercati in quanto in Italia vi era ancora troppa arretratezza sociale, mentre l'Inghilterra e la Francia, nemici politici dell'Italia, erano leader nel settore della moda e dunque la vendita in questi due paesi sarebbe stata di difficile realizzazione.<sup>42</sup>

Alla fine degli anni Cinquanta, erano quattro le città che si resero protagoniste nel panorama della moda: Roma, Torino, Firenze e Milano. La prima avrebbe concentrato gli sforzi sull'alta moda, Firenze sulla moda-boutique e Torino e Milano sull'abito di confezione.<sup>43</sup>

Nel mercato americano attecchì particolarmente la moda-boutique, la cui penetrazione fu resa possibile grazie alla qualità dell'artigianato e alla disponibilità di manodopera a prezzi bassi. Inoltre, nonostante la produzione fosse in serie, la qualità derivata dalla produzione artigianale italiana rendeva i prodotti di lusso.

A cavallo tra gli anni Cinquanta e Sessanta, nel Nord Italia si sviluppò un certo interesse nell'*abbigliamento pronto*. La sfida principale era però quella delle taglie. Infatti, se fino ad allora tutti gli abiti erano stati prodotti su misura, adesso bisognava affrontare il problema di come produrre abiti in determinate misure che potessero vestire una clientela vasta e con differenti esigenze di vestibilità. Furono i fratelli Rivetti, nel 1954, a creare il "sistema 120 taglie" che consentì di risolvere il problema della vestibilità.

---

<sup>42</sup> A. Merlotti, *I percorsi della moda made in Italy*, 2013, p.630.

<sup>43</sup> *Ivi*, p.632.

Gli anni Sessanta rappresentarono poi un periodo di svolta per il settore moda. Infatti, il periodo di crescita dovuto al boom economico portò alla luce nuove influenze sociali che ebbero modo di riflettersi anche nell'ambito della moda. In questo periodo furono i giovani al centro dell'attenzione e coloro che diedero maggiori impulsi allo sviluppo di nuove mode raggiungendo dunque le masse e non lasciando che determinati stili restassero circoscritti a gruppi ristretti. Questo nuovo stimolo derivante dalla gioventù rappresentò per l'alta moda un vero e proprio shock. Difatti, alla fine degli anni Sessanta i clienti delle sartorie di alta moda continuarono ad adottare uno stile ben differente dalle nuove mode che stavano nascendo, restando ben saldi alla tradizione.<sup>44</sup>

Il decennio successivo fu segnato dall'affermazione della figura dello *stilista*. Se negli anni Cinquanta e Sessanta questo appellativo era ancora quasi, se non del tutto, sconosciuto, negli anni Settanta rappresentarono l'affermazione di tale figura anche grazie alla creazione dei contratti di *licensing*.<sup>45</sup> Fu proprio questo decennio, e poi anche il successivo, quello in cui esplosero le griffe e le firme su cui ancora oggi si sorregge la notorietà del *made in Italy* nel mondo.

Un grande riconoscimento, nonché momento fondamentale per il settore moda in Italia fu il 24 gennaio 1986. Questa data è significativa per il neo-assunto ruolo di influenza della moda nella cultura nazionale. Quel giorno, l'allora Presidente della Repubblica Francesco Cossiga insignì di diverse onorificenze sette stilisti italiani (Armani, Versace, Ferrè, Valentino, Paola Fendi, Krizia e Wanda Ferragamo) per aver reso la moda un così tanto influente ramo dell'economia italiana.<sup>46</sup>

Infine, a partire dagli anni Novanta il *made in Italy* dovette affrontare una profonda crisi dovuta a diversi fattori. Primo tra tutti fu l'affievolirsi del grande interesse per la moda degli italiani. In aggiunta a ciò, i prezzi sempre più competitivi hanno portato alla delocalizzazione della produzione ed al mantenimento in Italia dei soli processi produttivi richiedenti il livello di

---

<sup>44</sup> A. Merlotti, *I percorsi della moda made in Italy*, 2013, p.636.

<sup>45</sup> *Ivi*, p.638.

<sup>46</sup> *Ivi*, p.639.



manodopera caratteristico del *made in Italy*. Ulteriormente, per poter provare a conquistare i mercati russi ed asiatici.

### **2.2.2 Analisi dell'andamento del mercato della moda in Italia**

Una volta ripercorse le tappe fondamentali della storia del settore in Italia, al fine di avere un esaustivo quadro delle caratteristiche del mercato, è ora opportuno analizzare l'andamento di esso.

Per prima cosa, è necessario specificare che il “settore moda” preso in analisi è quello definito dalle classificazioni ISTAT come divisioni ATECO 2007 CB 13,14,15, ovvero prodotti tessili, articoli di abbigliamento (anche in pelle e pelliccia) e articoli in pelle (escluso abbigliamento) e simili, escludendo dunque orologeria, gioielleria e cosmetica.

Il sistema della moda italiana è un comparto che nel 2019 contava circa 56 mila aziende e occupava 465 mila lavoratori che hanno generato un valore aggiunto di 1.6% del PIL totale.<sup>47</sup>

La figura 2 mostra un confronto tra 24 paesi, con esportazioni ed importazioni di prodotti tessili, articoli di abbigliamento ed articoli in pelle maggiori di 10 miliardi di euro, e la distribuzione import/export di ognuno di essi.

L'Italia, come si evince dal grafico, ha un saldo commerciale positivo sia per i tessili, che per l'abbigliamento e che per le pelli. Complice di ciò senza dubbio è l'alta qualità di quanto prodotto e la commistione tra grandi e piccole imprese che fioriscono in zone del paese in cui l'artigianato ha modo di essere salvaguardato ma anche di evolversi.

---

<sup>47</sup> Benedetti et al., *Il fashion tornerà di moda?*, Sace gruppo Cdp, 2022, p.5.

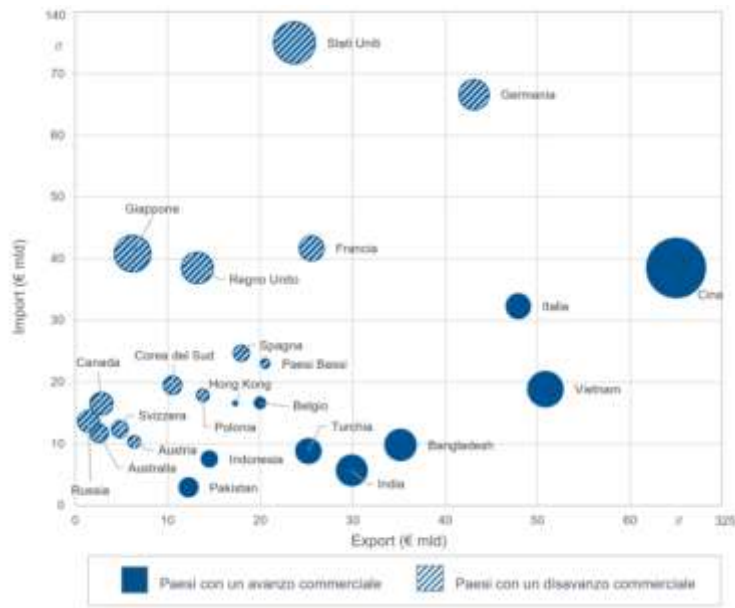


Figura 2. I principali esportatori e importatori di fashion a livello mondiale nel 2020<sup>48</sup> (grandezza bolla = saldo tra export e import)

Per quanto riguarda l'export, nel 2020 la moda è stata classificata terza in termini di peso relativo rispetto al totale delle esportazioni nazionali, con una quota dell'11% del totale (minore rispetto a quella dell'anno precedente). Inoltre, rispetto al 2019 è diminuito del 18,5% il valore dei prodotti venduti all'estero per un totale di 47 miliardi di euro.<sup>49</sup> Nel 2020 l'abbigliamento ha rappresentato la parte più consistente delle esportazioni, per un totale di circa un terzo del totale.

A seguito della crisi che il settore ha dovuto affrontare a causa del Covid-19, nel 2021 le vendite all'estero hanno registrato un aumento del 16,4% rispetto al 2020. Restava comunque ancora una differenza rispetto alla percentuale dell'anno precedente, che era maggiore di più di sei punti percentuali.<sup>50</sup>

Aspetto degno di essere analizzato è la provenienza delle vendite all'estero per l'anno 2020. L'80% di esse riportano a quattro regioni: Emilia-Romagna, Toscana, Veneto e Lombardia.

La prima ha esportato principalmente abbigliamento (fatta eccezione per quello in pelliccia); in Toscana ed in Veneto i beni che sono stati esportati in maggior quantità sono sempre

<sup>48</sup> Benedetti et al., *Il fashion tornerà di moda?*, Sace gruppo Cdp, 2022, p.4.

<sup>49</sup> *Ivi*, p.7.

<sup>50</sup> *Ibidem*

l'abbigliamento (fatta eccezione per quello in pelliccia) e la pelletteria; l'ultima, oltre all'abbigliamento e alla pelletteria, ha esportato anche prodotti tessili.<sup>51</sup>

Per quanto riguarda le aspettative e le previsioni delle imprese della moda, è accertata la positività dei vari attori nel mercato. Resta però ancora della strada da fare per tornare ai livelli pre-covid, e allo stesso modo resta ancora dello scetticismo da parte di alcuni sul fatto se ciò sia effettivamente possibile nel brevissimo periodo.

Un sondaggio di Banca d'Italia<sup>52</sup> svolto nel 2021 mostra come le prospettive delle imprese del settore moda che hanno partecipato siano ottimistiche riguardo i risultati del 2022. I dati raccolti indicano che nei primi tre trimestri del 2021, il 60% delle imprese del settore che stiamo analizzando abbiano visto il loro fatturato aumentare se confrontato con i risultati del 2020. Inoltre, il prospetto di circa il 75% delle imprese analizzate per l'anno appena passato è stato quello di procurarsi utili o per lo meno di chiudere l'esercizio in pareggio. Per quanto riguarda la possibilità di attestarsi nuovamente ai livelli pre-covid prima del termine del 2021, solo il 41% delle imprese del settore ha indicato di ritenere che ciò potesse effettivamente avvenire.

In termini di occupati, il 28% delle imprese ha ritenuto che nello scorso anno si sarebbero raggiunti livelli di occupazione più elevati; il 32% ha avuto una visione ben più negativa aspettandosi che ci si sarebbe attestati a livelli addirittura inferiori e le rimanenti imprese avevano ipotizzato che il livello sarebbe rimasto pressoché invariato.

Infine, un ulteriore argomento che è emerso a seguito della crisi riguarda l'ipotesi di *reshoring*. Ciò è una strategia che vede le imprese "riportare personale o servizi precedentemente esternalizzati o delocalizzati nel luogo nel quale si trovavano originariamente"<sup>53</sup>. Infatti, la sempre maggiore influenza della tematica della sostenibilità e i ritardi nelle consegne e la dilatazione delle tempistiche in generale dovuti alla pandemia potrebbero far pensare che tale strategia possa rappresentare realmente una soluzione, eppure un recente studio fatto da Confindustria<sup>54</sup> a novembre 2021 mostra come ciò non stia avvenendo. Sulla base dei dati raccolti fino al 20 ottobre 2021, il 73,5% delle imprese facenti parte dell'industria tessile e dell'abbigliamento e calzature non abbia rilocalizzato alcun impianto entro l'ultimo trimestre del 2021 e non abbia mostrato interesse nel farlo nel 2022. Per quanto riguarda la provenienza

---

<sup>51</sup> Benedetti et al., *Il fashion tornerà di moda?*, Sace gruppo Cdp, 2022, p.8.

<sup>52</sup> Banca d'Italia, *Sondaggio congiunturale sulle imprese e sui servizi*, 2021.

<sup>53</sup> Treccani, [https://www.treccani.it/enciclopedia/reshoring\\_%28altro%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/reshoring_%28altro%29/)

<sup>54</sup> Confindustria, *Rapporto Scenari Industriali*, 2021, p.89.

dei fornitori, il 75% delle imprese non ha ridotto i rapporti con quelli esteri e non lasciano intendere una futura volontà a farlo.

## **2.3 La quotazione di Moncler**

### **2.3.1 La storia di Moncler**

L'origine del marchio risale al 1952, quando Renè Ramillon e André Vincent costituirono a Monestier de Clermont la Moncler S.à r.l. Il concept originario su cui si basava il marchio erano i capi sportivi destinati alle attività in montagna. Il primo capo prodotto fu un piumino in nylon e piuma, nel 1954. Grazie all'affinità dei capi con gli sport in montagna, Moncler fu incaricata nel 1954 di fornire l'equipaggiamento necessario per la spedizione italiana sul K2. Successivamente, a conferma delle qualità tecniche dei prodotti, nel 1968 Moncler divenne il fornitore ufficiale del team francese di sci alpino per le olimpiadi invernali di Grenoble.

A partire dagli anni '80 il marchio iniziò ad essere riconosciuto anche tra i giovani e divenne una moda.

Nel 1992, la società Pepper acquistò la Moncler S.à r.l., divenuta poi Pepper Grenoble S.à r.l., acquisendo anche la titolarità del marchio Moncler.<sup>55</sup>

Successivamente, nel 1998, Pepper venne acquisita dalla società del settore dell'abbigliamento Fin.Part S.p.A. Un anno dopo, Remo Ruffini divenne direttore creativo di Pepper, con l'obiettivo di far assumere ai prodotti Moncler un carattere di unicità, ed entrò dunque a far parte di Fin.Part.<sup>56</sup>

Nel 2000, con il fine di diversificare i prodotti in base ad un criterio di stagionalità, venne presentata la prima collezione S/S a marchio Moncler.

Tre anni dopo poi, il marchio Moncler venne ceduto alla Moncler S.à r.l., allora controllata da Remo Ruffini. Nel 2006, sempre nell'ottica di diversificazione dei prodotti in termini di unicità, Moncler presentò la prima collezione dedicata alla donna e denominata "Gamme Rouge". L'anno successivo avvenne l'apertura strategica del primo negozio fisico del brand, a gestione

---

<sup>55</sup> Moncler S.p.A., *Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e all'ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Moncler S.p.A.*, 2013, p.93.

<sup>56</sup> *Ibidem*

diretta, che avrebbe rappresentato solo la prima delle future aperture di negozi dislocati in Europa, Asia ed America.<sup>57</sup>

Nel 2008, la CEP III Participations stipulò un accordo con i soci della Moncler S.p.A. secondo il quale l'allora Fuori dal Sacco S.p.A. avrebbe acquistato il 100% di Moncler S.p.A. Lo scopo ultimo era, una volta compiuta l'acquisizione, quello di procedere alla fusione in Fuori dal Sacco S.p.A. di Moncler S.p.A., Moncler Maison S.p.A. e Marina Yachting S.p.A.<sup>58</sup>

Successivamente, per facilitare la vendita dei prodotti nel mercato giapponese, nel dicembre del 2008, il Gruppo Moncler costituì con Yagi Tsusho Limited la società "Moncler Japan Corporation". Nello stesso mese, venne avviata la vendita di prodotti Moncler per bambino.

Nel 2009, data la crescita del marchio, il gruppo decise di adottare un modello organizzativo divisionale, che vedeva distinti rispettivamente: "la Divisione Moncler responsabile del solo marchio Moncler e la Divisione Altri Marchi responsabile dei marchi Henry Cotton's, Marina Yachting e Coast Weber Ahaus"<sup>59</sup>.

Momento cruciale per lo sviluppo dell'azienda fu il 2011. Infatti, a marzo, volendo procedere alla domanda di ammissione alla quotazione presso il Mercato Telematico Azionario, fu registrato un aumento del capitale sociale a 50 milioni di euro a titolo gratuito. Dopo aver ricevuto il provvedimento di ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana e l'approvazione del prospetto informativo dalla CONSOB, a giugno dello stesso anno venne concordato di non procedere alla quotazione in borsa a seguito di più attente valutazioni finanziarie.

Si dovette aspettare il 2013 per vedere finalmente Moncler approdare sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana, con un prezzo di quotazione di 10,20 euro per azione. Il processo di quotazione dell'azienda sarà però più approfonditamente discusso nel paragrafo 2.3.3.

Gli avvenimenti chiave degli ultimi anni che è necessario ricordare invece sono: il superamento del miliardo di euro di fatturato del Gruppo Moncler nel 2016; il lancio del progetto *Moncler Genius* nel 2018, il cui obiettivo è quello di unire il lavoro di diversi designer con formazioni differenti per rafforzare l'identità del brand ed infine l'acquisizione del 100% di Stone Island per 1.15 miliardi di euro.

---

<sup>57</sup> Moncler S.p.A., *Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e all'ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Moncler S.p.A.*, 2013, p.94.

<sup>58</sup> *Ivi*, p.95.

<sup>59</sup> *Ivi*, p.96.

## 2.3.2 Il Gruppo Moncler

Il Gruppo Moncler, nato il 1° aprile 2021 con i due brand Moncler e Stone Island, si pone come obiettivo principale quello di interpretare i gusti delle nuove generazioni.

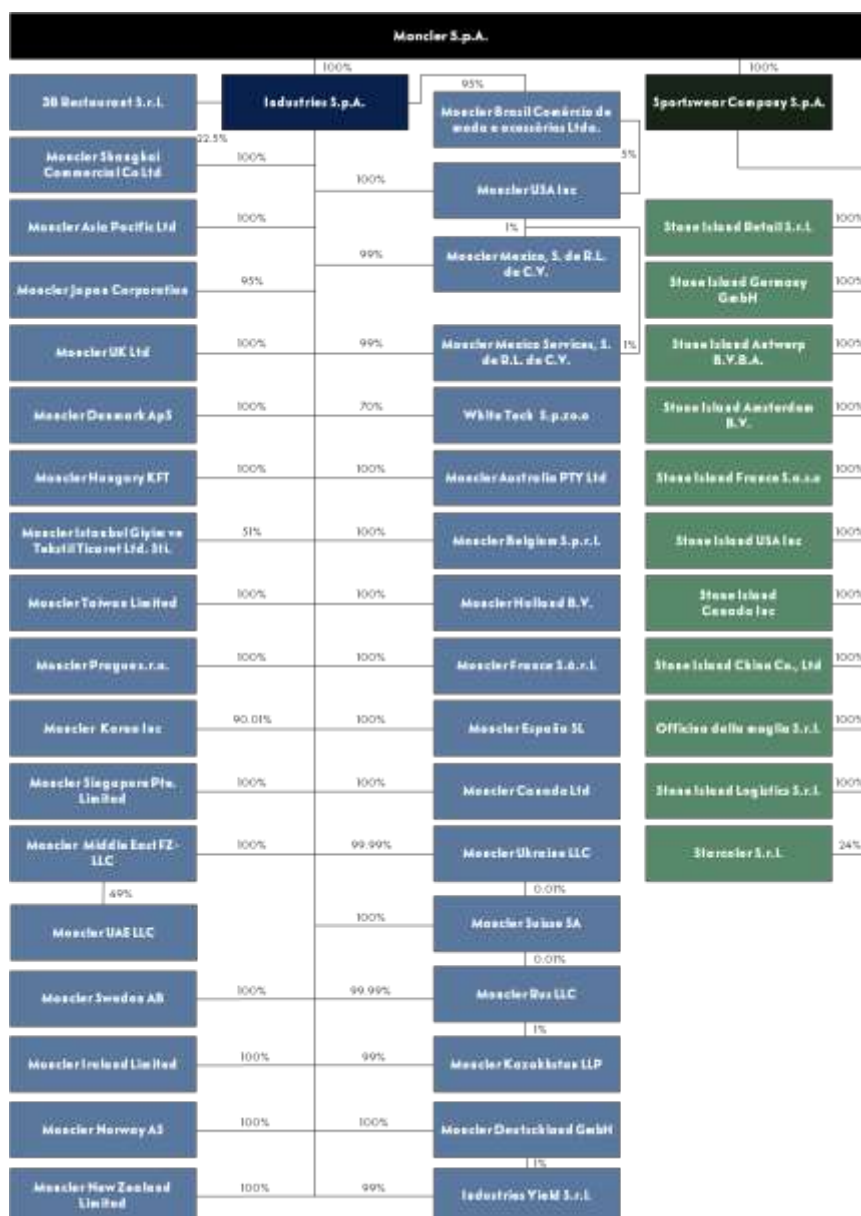


Figura 3. Group chart al 31 dicembre 2021<sup>60</sup>

“Il Bilancio Consolidato del Gruppo Moncler al 31 dicembre 2021 include Moncler S.p.A. (“Moncler” Capogruppo), Industries S.p.A., Sportsweat Company S.p.A., società direttamente

<sup>60</sup> Moncler Group, *Management Report al 31 December 2021*, 2021, p.4.

controllate da Moncler, e 45 società consolidate nelle quali la Capogruppo detiene indirettamente la maggioranza dei diritti di voto, o sulle quali esercita il controllo o dalle quali è in grado di ottenere benefici in virtù del suo potere di governarne le politiche finanziarie ed operative”.<sup>61</sup>

### 2.3.3 L’ingresso nel mercato borsistico

Come anticipato nel paragrafo 2.3.1, il 2013 ha rappresentato per Moncler un momento di svolta. Infatti, dopo aver rinunciato nel marzo del 2011 a quotarsi in borsa, questa volta era il momento adatto a compiere questo passo in avanti.

Il 16 dicembre 2013 Moncler fece il suo ingresso a Piazza Affari, dopo un *roadshow* di più di due settimane che vide interessati le principali piazze mondiali quali: New York, Milano, Parigi, Londra, Tokyo, Hong Kong e Singapore.

I dati mostrano come la domanda istituzionale superò di 30 volte l’offerta, mentre da sola la domanda *retail* italiana superò di 20 volte l’offerta e sarebbe stata in grado di coprire tutta l’offerta di azioni Moncler.<sup>62</sup>

Inoltre, dato il rapporto del brand con il mercato giapponese, fu offerta una *tranche* di azioni tramite POWL (“*Public Offering Without Listing*”) agli investitori *retail* giapponesi.

L’offerta prevedeva più di 66 milioni di azioni ordinarie, con un flottante all’incirca tra il 26,7% e il 30,7%. La forchetta di prezzo venne fissata tra 8,75 e 10,2 euro. Secondo questi numeri, la capitalizzazione stimata sarebbe stata compresa tra i 2,19 miliardi ed i 2,55 miliardi di euro.

A seguito di una domanda talmente elevata, il *global coordinator* optò per fissare il prezzo finale per azione a 10,2 euro (la parte più alta della forchetta di prezzo prestabilita).<sup>63</sup>

Alla fine del primo giorno di quotazione, il prezzo dell’azione chiuse a 14,97 euro (+47% sul prezzo di IPO), per una capitalizzazione di 3,742 miliardi di euro e rendendo tale IPO la più di successo in tutta Europa nel 2013.<sup>64</sup>

Ciò che verosimilmente fu in grado di realizzare un tale successo per la quotazione di Moncler va ricercato nelle *performances* degli anni precedenti. Infatti, “nel biennio 2011-2012 Moncler ha registrato una crescita del fatturato del 34,5% mentre il margine operativo lordo è cresciuto del 44,7% a seguito di una crescita dei margini di 2,3 punti percentuale; il risultato operativo è

---

<sup>61</sup> Moncler Group, *Management Report al 31 December 2021*, 2021, p.4.

<sup>62</sup> Moncler, *Relazione Finanziaria Annuale*, 2013, p.26.

<sup>63</sup> *Ibidem*

<sup>64</sup> Crivelli, *Moncler, debutto boom in Piazza Affari*, *IlSole24Ore*, 17 dicembre 2013.

passato da 101,7 a 145,8 milioni di euro (+43,3%) mentre il risultato netto è cresciuto del 47,5% a 82,4 milioni. Gli indicatori di redditività vedono il ROE passare dal 47% al 44,1% ed il ROI salire dal 25,4% al 34,1%. A livello patrimoniale si registra una diminuzione del rapporto *debt to equity* da 2,18 a 1,19.”<sup>65</sup>

In aggiunta, è interessante analizzare la suddivisione dell’azionariato e come esso si è modificato ad oggi rispetto al 2014 a seguito della OPV.

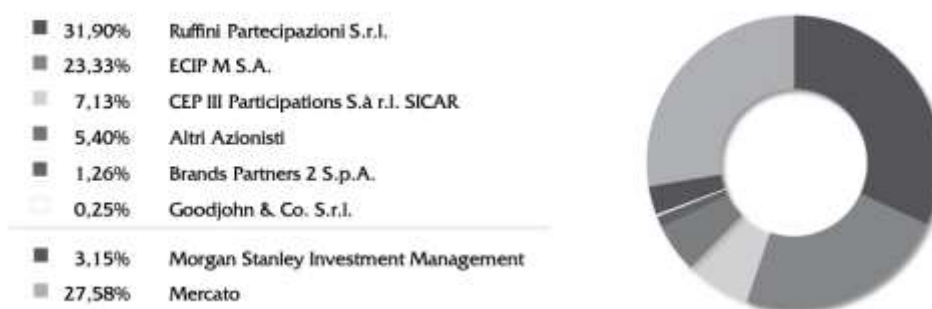


Figura 4. Divisione azionario al 2014<sup>66</sup>



Figura 5. Divisione azionario al 2022<sup>67</sup>

Prima di tutto, è possibile notare come il maggiore azionista di Moncler ad oggi sia Double R S.r.l., che detiene il 19,9% del totale delle azioni. Questa società non è altro che il frutto di un accordo tra Ruffini e la famiglia Rivetti. Difatti essa è quella che nel 2014 e fino al 2020 è stata

<sup>65</sup> <https://www.evaluation.it/rubriche/sezione-ipo/moncler/>

<sup>66</sup> Moncler, *Relazione Finanziaria Annuale*, 2013, p.27.

<sup>67</sup> Moncler, <https://www.monclergroup.com/it/investor-relations/informazioni-sul-titolo>



la Ruffini Partecipazioni S.r.l. e che ora ha cambiato nome a seguito della rilevazione di Stone Island.

Morgan Stanley Investment Management ha visto invece aumentare la sua quota dell'8,35%. Per ultimo, la voce "altri azionisti" ha visto la sua quota aumentare notevolmente fino a raggiungere il 53,7%.

Per concludere, il titolo Moncler ad oggi ha raggiunto importanti obiettivi a livello di *performance* sul mercato. Infatti, nel 2014 è divenuto uno dei 40 titoli a maggior capitalizzazione della Borsa di Milano; due anni dopo è entrato nella classifica dei principali titoli europei (STOXX EUROPE 600) e nel 2018 è entrato a far parte dell'indice MSCI Global Standard.<sup>68</sup>

## **2.4 La quotazione di Cucinelli**

### **2.4.1 La storia di Cucinelli**

La Brunello Cucinelli è una società nata nel 1978 a Castel Rigone, borgo in provincia di Perugia, e posizionata nel segmento dell'*absolute luxury*, caratterizzato da prodotti di spiccata qualità, eccelente manifattura e esclusività.

Brunello Cucinelli e la sua azienda vengono considerati dei capisaldi del *Made in Italy* e del "capitalismo umanista".

Il principio di quello che oggi è un marchio riconosciuto a livello internazionale va ricercato nella gioventù di Brunello. Infatti, all'età di 20 anni iniziò a domandarsi cosa ne sarebbe stato del suo futuro. Contemporaneamente si iniziò ad interessare ai classici argomenti economici quali la massimizzazione del profitto, maturando un'idea contraria a chi si poneva come obiettivo ultimo appunto la massimizzazione dei profitti.

Negli anni '70 molte aziende tessili si erano sviluppate nei dintorni di Perugia, e fu proprio questo lo spunto che diede vita all'idea del futuro imprenditore di produrre maglie in cachemire da donna colorate. Fino ad allora, tale materia di lusso era usata quasi unicamente per produrre maglioni da uomo in tonalità scure. Al contrario, l'idea di Brunello fu quella di produrre maglioni da donna e, poi, in tintoria tingerli con colori pastello. Era la cosiddetta "tintura in

---

<sup>68</sup> Moncler Group, <https://www.monclergroup.com/it/investor-relations/informazioni-sul-titolo>

capo”, introdotta negli anni ’60 dai Benetton e che consiste nel produrre i maglioni “grezzi” per poi tingergli di colori pastello.<sup>69</sup>

Nel 1978 dunque, venne costituita la società SMAIL di Brunello Cucinelli & C. Snc.

Nel 1985 Brunello acquistò il Castello di Solomeo, piccolo borgo nei pressi di Perugia, a cui era molto legato e vi trasferì la sede dell’impresa nel 1987. Da quel momento Solomeo è divenuto un tratto caratterizzante dell’azienda, ed infatti il castello e lo stemma del borgo sono stati raffigurati nel marchio.

Due anni dopo, nel 1989, la SMAIL Snc divenne S.r.l. La società si basava su sani principi quali l’assenza di una rigorosa ramificazione gerarchica, flessibilità e retribuzione superiore alla media dell’epoca.

Dalla seconda metà degli anni ’80, l’offerta di prodotti venne ampliata grazie alla produzione di pantaloni e gonne, e poi grazie alla prima collezione da uomo.<sup>70</sup> Fu sempre in questo periodo che avvenne l’approccio ai mercati internazionali tramite lo sviluppo del canale di distribuzione *wholesale* multimarca.<sup>71</sup>

Nel 1998 la SMAIL S.r.l. divenne la Brunello Cucinelli S.p.A.

Durante il nuovo millennio, nel 2002, venne sviluppata la prima collezione *total look* uomo/donna. Poi, nel 2009 si arrivò all’introduzione delle calzature.

Molti sono stati i riconoscimenti conferiti all’azienda. Primo tra tutti, nel 2004 la Brunello Cucinelli si classificò al primo posto nella classifica “Pitti Immagine Uomo” per “Il talento creativo e la qualità delle collezioni abbinati ad una straordinaria capacità di valorizzazione del tessuto produttivo italiano”.<sup>72</sup> Successivamente, nel 2009 le furono consegnati i premi “Imprenditore Olivettiano”, “Imprenditore italiano dell’anno” dalla Ernst&Young e “Leonardo Qualità Italiana”. A questi si aggiunse nel 2010 il “Confindustria Awards for Excellence Andrea Pininfarina” e nel 2011 il “Premio Guido Carli”.

Ad aprile del 2012 Brunello Cucinelli compì il passo che lo portò a procedere alla quotazione alla Borsa di Milano e, come sarà approfonditamente discusso al paragrafo 2.4.3, ciò fu un grande successo.

Osservando i ricavi degli ultimi anni, l’azienda ha registrato nel 2019 un ammontare netto di 607,7 milioni di euro. Nel 2020, complice lo scoppio della pandemia, è stato registrato un calo dei ricavi netti del 10,5%, che sono stati in tutto 544,1 milioni di euro. Infine, nel 2021, i risultati

---

<sup>69</sup> Martini et al., *Brunello Cucinelli*, 2015, p.5.

<sup>70</sup> Brunello Cucinelli S.p.A., *Prospetto Informativo*, 2012, p.98.

<sup>71</sup> *Ibidem*

<sup>72</sup> Martini et al., *Brunello Cucinelli*, 2015, p.10.

finanziari hanno stabilito ricavi netti per 712,1 milioni di euro, in aumento del 30,9% rispetto all'anno precedente.

### 2.4.2 Il Gruppo Cucinelli

Il Gruppo Cucinelli a dicembre 2021 include Brunello Cucinelli S.p.A., Brunello Cucinelli Europe S.r.l., Brunello Cucinelli USA Inc., società che sono direttamente controllate da Brunello Cucinelli, e 27 società consolidate nelle quali la Capogruppo detiene indirettamente la maggioranza dei diritti di voto, o sulle quali esercita il controllo o dalle quali è in grado di ottenere benefici in virtù del suo potere di governarne le politiche finanziarie ed operative.



Figura 6. Group chart a dicembre 2021<sup>73</sup>

<sup>73</sup> Brunello Cucinelli, <http://investor.brunellocucinelli.com/it/governo-societario/struttura-del-gruppo>

### 2.4.3 L'ingresso nel mercato borsistico

Il 27 gennaio 2012, il CdA della S.p.A. deliberò l'approvazione di domanda di ammissione alla quotazione sul MTA.

L'offerta consistette in un'Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS) "rivolta al pubblico indistinto in Italia, e in un contestuale collocamento privato riservato a:

- Investitori qualificati in Italia e investitori istituzionali all'estero, ai sensi della *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1993, come successivamente modificato, con esclusione di Canada, Giappone ed Australia e di qualsiasi altro paese nel quale l'offerta di strumenti finanziari non sia consentita in assenza di autorizzazioni da parte delle competenti autorità, fatte salve eventuali esenzioni previste dalle leggi applicabili; e
- "*Qualified Institutional Buyers*" negli Stati Uniti d'America ai sensi della Rule 144 A dello *United States Securities Act* del 1993, come successivamente modificato"<sup>74</sup>.

A seguire, le date chiave precedenti la quotazione furono il 10 aprile 2012, in cui fu disposta da Borsa Italiana l'ammissione alla quotazione e, il giorno dopo, l'approvazione del prospetto informativo da parte di Consob.

L'offerta ebbe per oggetto un massimo di 20.400.000 azioni ordinarie, cioè il 30% del capitale sociale della società una volta conclusa l'operazione (33% nel caso in cui fosse esercitata l'opzione *Greenshoe*) e durò dal 16 aprile 2012 al 27 di aprile.

I proponenti (Brunello Cucinelli S.p.A., Fedone S.r.l. e Fundita S.r.l.) insieme ai Coordinatori dell'Offerta Globale individuarono un intervallo di prezzo compreso tra un minimo di 6,75 euro per azione ed un massimo di 7,75 euro per azione.

Il successo dell'operazione non tardò ad arrivare, ed addirittura si dovette procedere alla chiusura anticipata del *roadshow* a causa di una domanda di azioni 17 volte più alta dell'offerta ed alla conseguente fissazione del prezzo al massimo di quanto stabilito, ovvero 7,75 euro per azione.

Il primo giorno di quotazione si concluse con il prezzo di una singola azione a 11,6 euro (+49,7% sul prezzo di IPO) ed una capitalizzazione arrivata a 527 milioni di euro.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Brunello Cucinelli, *Relazione Finanziaria Annuale – Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2012*, 2012, p. 39.

<sup>75</sup> Crivelli, *Milano festeggia il debutto record di Cucinelli*, *IlSole24Ore*, 28 aprile 2012.

A fine 2012, il prezzo ufficiale del titolo fu di 13,36 euro (72,4% sul prezzo di IPO), per una capitalizzazione di 908 milioni di euro.<sup>76</sup>

Successivamente, come già fatto per Moncler, è altrettanto interessante ispezionare la suddivisione dell'azionariato di Brunello Cucinelli S.p.A. dal 2012 ad oggi.

Azionista Rilevante	Quota % su capitale ordinario
Fedone S.r.l.	63,32%
Ermenegildo Zegna Holditalia S.p.a.	3,00%
FMR Llc	2,85%
Fundita S.r.l.	2,52%
Capital Research and Management Company	2,05%
Altri azionisti	26,26%

Tabella 1. Divisione dell'azionariato al 31 dicembre 2012<sup>77</sup> (Brunello Cucinelli, *Relazione Finanziaria Annuale – Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2012*, p.35, 2012)

Azionista Rilevante	Quota % su capitale ordinario
Trust Brunello Cucinelli (Fedone S.r.l.)	50,05%
FMR LLC (Fidelity)	9,48%
Invesco LTD	4,16%

Tabella 2. Divisione dell'azionariato al 31 dicembre 2021<sup>78</sup> (Brunello Cucinelli, <http://investor.brunellocucinelli.com/it/azionisti/capitale-sociale>)

Ad oggi, il maggiore azionista è rimasto Trust Brunello Cucinelli (Fedone S.r.l.) che ha però visto diminuire la quota del 13,27%, mentre FMR LLC rimane tra gli azionisti rilevanti con una quota del 9,48% (+6,63% rispetto al 31 dicembre 2012).

Per concludere, al 31 dicembre 2021 il prezzo di chiusura del titolo è stato di 60,70 euro (+683,32% sul prezzo di IPO del 2012 e +70,03% sul prezzo di chiusura del 31 dicembre 2020), per una capitalizzazione di 2,06 miliardi di euro.<sup>79</sup>

<sup>76</sup> Brunello Cucinelli, *Relazione Finanziaria Annuale – Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2012*, 2012, p.39.

<sup>77</sup> *Ivi*, p. 35.

<sup>78</sup> Brunello Cucinelli, <http://investor.brunellocucinelli.com/it/azionisti/capitale-sociale>

<sup>79</sup> Brunello Cucinelli, *Relazione Finanziaria Annuale – Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2021*, 2021, p.58.

## 2.5 Conclusione

Quanto trattato in questo secondo capitolo ha mostrato le difficoltà che il settore moda ha incontrato, soprattutto negli ultimi due anni, nel suo sviluppo e nella sua espansione. Ciò che è emerso però è l'ottimismo con cui le imprese guardano al futuro specialmente in termini di fatturato.

Gli esempi delle quotazioni di Moncler e Brunello Cucinelli hanno poi offerto la possibilità di osservare praticamente le fasi della quotazione descritte nel primo capitolo e le implicazioni di una effettiva quotazione.

È stata confermata l'essenzialità di un'efficace attività di marketing, in particolare attraverso il *roadshow*, per attrarre più investitori possibili e di conseguenza rendere il titolo ancora più attraente agli occhi di ulteriori eventuali azionisti.

Fondamentale si è ovviamente rivelata un'accurata analisi per la corretta fissazione del prezzo da parte del *global coordinator*.

Inoltre, come nel caso di Moncler, emerge che talvolta affrettarsi a quotare la propria azienda in borsa non sia la scelta corretta. Difatti, il successo in quella fattispecie è anche riconducibile alla posticipazione nell'attesa delle condizioni di mercato ideali.

Il successo di una quotazione però, non risiede solamente nell'attuazione della corretta strategia nei soli mesi che precedono l'entrata nel mercato pubblico. Gran parte del successo può essere infatti ricondotto ai risultati degli anni precedenti la quotazione.

Le *performances* attuali di borsa sono rese possibili grazie a ciò che l'azienda è stata in grado di costruire nel passato. Essere stata capace di garantire risultati eccellenti negli esercizi prima della quotazione rappresenta la base per consentire all'azienda che si appresta a quotarsi di evolversi e maturare nel modo più efficace per non essere travolta dal mercato azionario.

## Capitolo 3

### *Il caso Zegna*

#### **3.1 Introduzione**

Il più recente caso di quotazione in borsa di un'azienda del settore moda italiano è quello di Zegna. La peculiarità principale, e che ha generato anche un grande interesse nel pubblico, è la decisione di quotarsi al NYSE. Altra caratteristica fondamentale della quotazione ed altrettanto importante è stata la decisione di quotarsi tramite una SPAC, la Investindustrial Acquisition Corp (“IIAC”).

Nel secondo paragrafo di questo ultimo capitolo sarà trattata dunque brevemente la storia del brand e le strategie che la famiglia Zegna ha adottato negli anni per permettere l'evoluzione del marchio e il suo affermarsi tra le più rinomate aziende della moda in Italia e nel mondo.

Successivamente, nel terzo paragrafo, verrà analizzata la struttura di corporate governance. In particolare, saranno sottolineati l'importanza della presenza di direttori non esecutivi nel CdA, i compiti svolti dai diversi Comitati nominati e la fattispecie particolare della *CEO duality*.

A seguire, il quarto paragrafo si concentrerà sulle dinamiche relative alla quotazione del titolo alla borsa di New York, con una certa attenzione alla divisione dell'azionario a seguito dell'operazione.

Il quinto paragrafo invece, tratterà nello specifico le caratteristiche di una SPAC. A partire dall'individuazione degli attori coinvolti nella sua creazione e nel suo sviluppo, alle quattro fasi critiche della creazione di una SPAC e della ricerca della società *target* da acquisire, fino ai vantaggi ed agli svantaggi dell'adozione di una tale strategia.

Infine, nell'ultimo paragrafo, l'attenzione sarà posta sull'andamento del titolo in borsa dal giorno della sua quotazione.

#### **3.2 La storia di Zegna**

Nel 1910, Ermenegildo Zegna fondò a Trivero, città nel nord dell'Italia, il Lanificio Zegna. La sua aspirazione era quella di produrre tessuti per abbigliamento maschile di altissimo livello e “rendere la propria città natale, e il mondo che vi ruotata attorno, un luogo migliore, offrendo

prodotti pregiati senza compromettere la qualità della vita delle future generazioni”<sup>80</sup>. Per potersi assicurare fibre naturali di ottima qualità, Ermenegildo decise di importare le materie prime (lana, cashmere e mohair) da paesi quali il Sud Africa, Perù, Mongolia e Australia.

Il fondatore fu pioniere di una “trovata” di marketing che consisteva nell’apporre il nome dell’azienda direttamente sulle cimose dei capi.

Negli anni Trenta l’azienda arrivò a contare più di 1000 dipendenti, e fu sempre in questo periodo che iniziò un processo di internazionalizzazione che vide l’impresa impegnata nell’esportazione dei prodotti in America.

Successivamente, al termine della Seconda guerra mondiale, al fianco del padre subentrarono i figli Aldo e Angelo, che negli anni Sessanta presero il comando inserendo il gruppo nel settore di abbigliamento sartoriale di alta gamma.<sup>81</sup> Ciò su cui i fratelli basarono lo sviluppo aziendale fu il bisogno di creare un ciclo produttivo *in house* che non facesse perdere qualità al prodotto tramite l’affidamento di fasi di produzione a terzi. Questa idea ebbe poi riscontro nella realtà con il *ready to wear*.

Nel 1968 a Novara venne aperto un nuovo stabilimento per la produzione di capispalla e pantaloni.

Alla fine degli anni Sessanta, nonostante l’ampliamento degli stabilimenti e del business in generale, uno dei punti cardine dell’azienda continuò ad essere il mantenimento di standard qualitativi impeccabili, come dimostra anche la nascita nel 1972 di Su Misura, ovvero un servizio che consentiva la realizzazione di abiti nel giro di poche settimane, permettendo una personalizzazione del prodotto sulla base dei gusti del cliente.

I due fratelli in quel periodo optarono inoltre per uno sviluppo multidirezionale di Ermenegildo Zegna, che vide prima di tutto l’apertura di filiali commerciali in Europa, Stati Uniti e Asia. Un’altra delle direzioni che prese lo sviluppo fu l’introduzione di accessori e abbigliamento sportivo. Infine, un altro ambito in cui si continuò ad investire molto fu l’innovazione.

Negli anni Ottanta poi, vennero aperti i primi negozi monomarca nel 1980 e nel 1985, rispettivamente a Parigi e Milano.<sup>82</sup>

Alla fine degli anni Novanta invece fu avviato un processo basato sulla diversificazione e sulle *brand extensions* con il fine di arricchire lo “Stile Zegna”, ma senza discostarsi eccessivamente dalla tradizione.<sup>83</sup>

---

<sup>80</sup> Ermenegildo Zegna Group, <https://www.zegnagroup.com/it/our-road/storia/>

<sup>81</sup> Beretta, *Quando il Made in Italy è una storia di famiglia*, MFfashion, 21 gennaio 2022.

<sup>82</sup> Ermenegildo Zegna, *Zegna Responsibility*, p.6.

<sup>83</sup> *Ibidem*



Fu poi il turno della terza generazione Zegna di guidare l'azienda.

Nel 1999, a seguito di un accordo, furono acquisite le Lanerie Agnona, approcciandosi così alla produzione di abbigliamento di alta gamma al femminile. Inoltre, nello stesso anno Ermenegildo Zegna fu il primo marchio di lusso ad aprire un *e-commerce* negli Stati Uniti per poter vendere i prodotti.

Negli anni 2000 la differenziazione dei prodotti era ormai elevata. Ricordiamo, ad esempio, l'ingresso nel business delle fragranze in cui l'azienda entrò grazie all'accordo con Estée Lauder companies nel 2003, nel business degli occhiali tramite la sigla della licenza con Marcolin nel 2013.

Strategica fu anche la ZeFer, società creata insieme a Ferragamo per poter affrontare in maniera più efficiente la gestione del settore delle calzature e della pelletteria di Ermenegildo Zegna.

La cosa che invece ha caratterizzato, e caratterizza tuttora l'azienda è l'attenzione alla sostenibilità. Difatti sin dalla nascita di essa, l'obiettivo fu lo sviluppo armonico dell'impresa e dell'ambiente in cui le strutture fisiche della produzione sorgevano. L'iniziativa che è anche uno dei simboli per il marchio è l'Oasi Zegna, ovvero un progetto che consiste nella qualificazione del territorio limitrofo la zona in cui sorge l'azienda e la riforestazione della parte delle Alpi Biellesi vicino a Trivero con più di 500.000 conifere, rododendri e ortensie.

Nell'ultimo anno, Ermenegildo Zegna è stato protagonista di un *rebranding* che vede oggi il nome del marchio mutato in soltanto Zegna. Questa decisione è avvenuta in contemporanea alla quotazione al NYSE del 20 dicembre 2021.

### **3.3 La struttura di Corporate Governance**

Una adeguata struttura di *Corporate Governance* è essenziale per risolvere il “problema principale-agente” (“*principal-agent problem*”<sup>84</sup>), ovvero il conflitto che si viene a creare nel momento in cui ci si trova davanti ad un conflitto di interesse all'interno dell'impresa: il principale (gli azionisti) non può controllare completamente l'agente (manager nominato dagli azionisti per sostituirli in alcuni compiti) a causa dell'asimmetria informativa, situazione dovuta alla separazione tra proprietà e controllo. In questa situazione, l'agente che possiede più

---

<sup>84</sup> Teoria formulata da Jensen e Meckling, ed esposta in *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 1976.

informazioni rispetto al principale può sfruttare queste in maniera opportunistica a beneficio della sua utilità. Tutto ciò si traduce nella creazione di costi aggiuntivi da sostenere da parte dell'azienda, i cosiddetti “costi d'agenzia”.

È importante sottolineare che, nel caso di Zegna, questa sfida non si pone in quanto a seguito della quotazione la famiglia ha mantenuto il controllo dell'azienda detenendo una partecipazione di circa il 62%. Plausibile è che, tra le varie motivazioni che hanno spinto la famiglia Zegna a mantenere il controllo ci sia anche la volontà di evitare tutte le problematiche eventuali che sarebbero potute scaturire e che avrebbero potuto danneggiare il brand e la sua ascesa nel mercato azionario.

Data l'importanza di poter contare su una struttura solida e coesa che limiti un'eccessiva dispersione di risorse, resta comunque opportuno analizzare la struttura organizzativa dell'azienda

Il Consiglio di Amministrazione, che ha il ruolo di guidare la compagnia in tutte le decisioni economiche e strategiche, è composto in totale da 11 membri. Uno solo, ovvero Ermenegildo Zegna, è direttore esecutivo, mentre gli altri 10 membri sono direttori non esecutivi. Ciò che differenzia i direttori esecutivi da quelli non esecutivi è che questi ultimi devono essere caratterizzati da un certo grado di indipendenza rispetto all'impresa che serve a far sì che il loro giudizio non sia influenzabile da nessuna circostanza interna all'azienda.

Oltre al Consiglio di Amministrazione, altri tre organi hanno un'influenza notevole: il Comitato di revisione, il Comitato di remunerazione ed il Comitato per la governance e la sostenibilità.<sup>85</sup>

Il Comitato di revisione è composto da tre membri, tutti direttori non esecutivi, che sono nominati dal Consiglio di Amministrazione. Il suo ruolo è di controllo rispetto all'integrità e alla qualità dell'informativa finanziaria e dell'effettivo funzionamento dei sistemi e procedure di controllo interno.

Inoltre, secondo l'atto costitutivo del Comitato, tra i membri ce ne deve essere almeno uno identificabile come “esperto finanziario del Comitato di revisione”.<sup>86</sup>

---

<sup>85</sup> Ermenegildo Zegna Group, <https://www.zegnagroup.com/it/corporate-governance/committees/>

<sup>86</sup> Ermenegildo Zegna Group, *Audit Committee Charter*, 2021, p.2.

Vi è poi il Comitato di remunerazione, anche esso composto da tre membri direttori non esecutivi e nominati dal CdA. La sua responsabilità riguarda le decisioni della sfera della remunerazione appunto, e dei piani di incentivazione azionaria. Svolge inoltre il ruolo di consulente del CdA sempre in ambito di compensi. In particolare, l'assistenza che offre riguarda:

- I compensi dei dirigenti;
- La politica di remunerazione della compagnia;
- I compensi dei direttori non esecutivi;
- I report sulla remunerazione.<sup>87</sup>

Infine, il Comitato per la governance e la sostenibilità è incaricato di supervisionare il Gruppo in merito alla corretta messa in atto delle politiche di sviluppo sostenibile. L'altro compito che svolge è quello di preparare le decisioni del CdA riguardo a come è strutturato.

Nello specifico, i compiti svolti sono:

- Scegliere i criteri per la selezione dei direttori e della loro modalità di nomina;
- Produrre report periodici riguardo la composizione e dimensione del CdA e proporre eventuali modifiche della composizione;
- Produrre report periodici sulle performance individuali dei direttori;
- Proporre ai componenti non esecutivi del CdA la nomina o rinomina di determinati direttori;
- Accertarsi della corretta applicazione delle politiche di selezione degli alti dirigenti e della pianificazione della successione;
- Monitorare e valutare le politiche di sostenibilità.<sup>88</sup>

I membri facenti parte sono anche in questo caso tre, e tutti sono direttori non esecutivi.

Infine, un ultimo aspetto che va analizzato e che caratterizza l'azienda è il fenomeno identificato come "*CEO duality*". Ermenegildo Zegna, infatti, ricopre sia il ruolo di CEO che di Presidente. Questa fattispecie è molto discussa, e non condivisa da tutti gli esperti. Ciò che viene criticato alle aziende che optano per tale scelta organizzativa è che c'è un alto rischio di concentrare tutto il potere decisionale nelle mani di un unico individuo.

---

<sup>87</sup> Ermenegildo Zegna Group, *Charter of the Compensation Committee*, 2021, p.1.

<sup>88</sup> Ermenegildo Zegna Group, *Charter of the Governance and Sustainability Committee*, 2021, p.1.

Quello che si può controbattere a chi è contrario a tale scelta è che all'interno degli organi vi è comunque un grande bilanciamento a livello decisionale garantito dalla numerosa presenza di direttori non esecutivi indipendenti.

Inoltre, soprattutto negli Stati Uniti, la “*CEO duality*” è un fenomeno molto diffuso. Anche in Italia è presente un caso famoso, ovvero Moncler, con Remo Ruffini che anch'esso ricopre le cariche di CEO e Presidente.

### 3.4 La quotazione al NYSE

Il 20 dicembre 2021, Zegna ha debuttato al NYSE.

L'operazione, che prevedeva di generare circa \$880 milioni di proventi, è stata resa possibile grazie alla finalizzazione di un accordo da \$403 milioni, il 19 luglio 2021, tra il Gruppo Ermenegildo Zegna e Investindustrial Acquisition Corp (“IIAC”), una SPAC. Ad esso si aggiungono un PIPE (*Private Investment in Public Equity*) di \$250 milioni ed un contratto di acquisto a termine di \$225 milioni con Strategic Holding Group S.a.r.l.<sup>89</sup>

La famiglia Zegna, prima dell'operazione, aveva già dichiarato che una volta quotata avrebbe continuato a mantenere il controllo della società tramite la detenzione di circa il 62% delle partecipazioni.

Il valore aziendale della neo-azienda frutto della fusione era di 3,1 miliardi di dollari, con una capitalizzazione di mercato di 2,4 miliardi di dollari.<sup>90</sup>

È da sottolineare come l'operazione di aggregazione abbia ricevuto da parte degli azionisti di IIAC un elevatissimo sostegno, con più del 97% di essi a favore.

Il giorno dell'esordio a Wall Street, dopo l'apertura a 10,33 dollari, il titolo ha visto una variazione a rialzo del prezzo a 11,6 dollari (+10%) per azione, per poi stabilizzarsi sul +7% rispetto al prezzo di apertura.

Gildo Zegna, in merito alle motivazioni della quotazione al NYSE, ha tenuto a sottolineare che non si sarebbe andata a perdere l'essenza del brand, per come fu creato dal nonno Ermenegildo, a causa di mere logiche speculative: “Più di 111 anni fa, mio nonno e mio omonimo, fondò Zegna con la convinzione che l'attenzione all'ambiente, alla comunità e alle persone dovesse

---

<sup>89</sup> Ermenegildo Zegna Group, *Il Gruppo Ermenegildo Zegna si quoterà alla borsa di New York*, 19 luglio 2021, <https://www.zegnagroup.com/it/news/25-il-gruppo-ermenegildo-zegna-si-quotera-alla-borsa-di-new-york/>

<sup>90</sup> IlSole24Ore, *Ermenegildo Zegna, debutto brillante a Wall Street*, 20 dicembre 2021.

essere il fondamento per creare i tessuti più raffinati e un marchio di successo. Da allora, abbiamo seguito con orgoglio le sue orme per diventare un autentico Gruppo del lusso italiano nel mondo. L’annuncio di oggi sottolinea il successo della nostra strategia nel focalizzarci costantemente sulla brand equity di Zegna continuando allo stesso tempo a rafforzare la nostra eredità, la nostra etica della sostenibilità e l’unicità artigianale che ha reso il nostro nome sinonimo di altissima qualità e lusso a livello globale. Al perfezionamento dell’operazione, la famiglia Zegna manterrà il controllo della Società e continueremo ad investire in creatività, innovazione, talento e tecnologia per sostenere la nostra leadership nel mercato globale del lusso.”<sup>91</sup>

Ad ulteriore supporto di quanto espresso dal CEO di Zegna, anche Andrea Bonomi, fondatore di Investindustrial, ha ribadito la volontà di preservare la tradizione e l’artigianalità del brand: “Per oltre trent’anni, Investindustrial ha investito e supportato marchi italiani sia in crescita che consolidati. Crediamo nella forza del Made in Italy, riconosciuto da sempre in tutto il mondo per qualità, artigianalità e innovazione. In Zegna abbiamo identificato un Gruppo che unisce anche una forte tradizione familiare e una posizione di leadership nella sostenibilità – uno dei pilastri della strategia di investimento di Investindustrial. Vogliamo supportare il Gruppo Zegna con un impegno di lungo termine e un investimento significativo per sostenere l’attuale espansione e la crescita della Società con l’obiettivo di portare l’eccezionale tradizione e artigianalità di lusso di Zegna a una base sempre più ampia di consumatori in tutto il mondo.”<sup>92</sup>

Per finire, opportuno è analizzare la divisione dell’azionario tra gli azionisti rilevanti.

---

<sup>91</sup> Ermenegildo Zegna Group, *Il Gruppo Ermenegildo Zegna si quoterà alla borsa di New York*, 19 luglio 2021, <https://www.zegnagroup.com/it/news/25-il-gruppo-ermenegildo-zegna-si-quotera-alla-borsa-di-new-york/>

<sup>92</sup> *Ibidem*

Azionista Rilevante	Quota % su capitale ordinario
Monterubello SS	61.8%
Strategic Holding Group SARL	14.3%
T. Rowe Price Associates, Inc.	4.57%
Investindustrial Acquisition Corp. LP	4.10%
T. Rowe Price International Ltd.	2.92%
Invesco Advisers, Inc.	2.34%
The Baupost Group LLC	0.87%
RP Investment Advisors LP	0.66%
Aristeia Capital LLC	0.59%
Moore Capital Management LP	0.41%

Tabella 3. Divisione dell'azionario al 27/05/2022 <sup>93</sup> (MarketScreener, <https://www.marketscreener.com/quote/stock/ERMENEGILDO-ZEGNA-N-V-130945896/company/> )

Come annunciato dalla famiglia Zegna prima della quotazione, la loro detenzione di circa il 62% delle partecipazioni è confermata. Infatti, la Monterubello SS è la società semplice tramite cui le famiglie Zegna e Trbaldo Togna detengono il controllo del Gruppo. Investindustrial invece, in qualità di controllante di Strategic Holding Group SARL che detiene il 14.3% delle partecipazioni totali, ha un ruolo di azionista rilevante.

### 3.5 Cosa è una SPAC

#### 3.5.1 Definizione

Nel paragrafo precedente è stato introdotto un concetto nuovo rispetto a quanto trattato fino ad ora, ovvero la SPAC.

La sigla sta per *Special Purpose Acquisition Company*. In America, ci si riferisce ad essa anche con i termini *shell* oppure, in modo dispregiativo, *blank-check companies*, cioè una tipologia di società molto diffusa negli anni Ottanta.<sup>94</sup>

<sup>93</sup> MarketScreener, <https://www.marketscreener.com/quote/stock/ERMENEGILDO-ZEGNA-N-V-130945896/company/>

<sup>94</sup> Gagliardi, *Le SPAC approdano in Italia*, 2011, p.62.

Una SPAC è “una società costituita con capitale raccolto da investitori istituzionali e immediatamente quotate in Borsa, con l’obiettivo di realizzare – entro un determinato e relativamente breve periodo di tempo (tra i 12 e i 24 mesi) – l’acquisizione per incorporazione di una società produttiva particolarmente conveniente (c.d. “target”) la quale, in tal modo, risulta anch’essa immediatamente quotata in Borsa dando sostanza e contenuto al valore sottostante del titolo e al suo scambio sui mercati finanziari. In altri termini, si tratta di realizzare un singolo investimento con una logica assimilabile a quella del private Equity, nell’ottica però di realizzare in breve tempo l’intera operazione beneficiando di una sostanziale garanzia del capitale investito fino all’acquisizione del target”.<sup>95</sup>

Storicamente, le SPAC nacquero nel 1985, ma fu solamente da dopo lo scoppio del “dotcom” (bolla speculativa, relativa alla scoperta di nuove tecnologie del settore informatico, sviluppata a metà anni Novanta) nel 2003 che iniziò il suo effettivo utilizzo. In quell’anno, infatti, un’*Investment Bank* statunitense registrò presso la SEC (*Security and Exchange Commission*) un prospetto informativo che si differenziava da tutti quelli precedentemente depositati. Fu così che nacque la prima SPAC americana.

A seguire, furono molte altre le quotazioni che seguirono lo stesso “modello”, con collocamenti riconducibili a operatori quali Citi e Deutsche Bank.

In Europa, due anni dopo la prima quotazione negli Stati Uniti, la novità arrivò anche nel Regno Unito, aprendo così le porte delle borse europee alle SPAC.

Nel 2007 arrivò poi ad Amsterdam sull’Euronext e, nel 2010 in Germania in Deutsche Bourse. In Italia invece, fino al 2010 le SPAC potevano essere negoziate solamente sull’AIM Italia (*Alternative Investment Market*) che era dedicato alle piccole e medie imprese.

Il 24 maggio 2010 però, a seguito dell’entrata in vigore delle modifiche al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A., tramite la delibera della CONSOB n. 17302 del 4 maggio 2010, fu introdotto un nuovo segmento del MIV dedicato alle *Special Investment Vehicles*, che permise dunque alle SPAC l’accesso al mercato regolamentato.

Gli attori principali della creazione della SPAC e della successiva acquisizione per incorporazione di una società *target*, che saranno descritti più approfonditamente nel paragrafo successivo, sono: i *promoter* (o *sponsor*), gli investitori e l’imprenditore della società *target*.

---

<sup>95</sup> Falconi, *SPAC: Special Purpose Acquisition Company*, Anteo, numero 57, novembre 2010, p.7-8.

### 3.5.2 Come funziona una SPAC

Il processo di creazione della SPAC e della successiva individuazione dell'azienda *target* prevede quattro fasi critiche: la creazione della “*shell company*”; la IPO con assegnazione di azioni e *warrant*; la ricerca della società da acquisire ed infine la *business combination* con la società *target* o, alternativamente, la liquidazione della SPAC che entro i 24 mesi non abbia individuato alcuna società adatta alla *business combination*.

La prima fase prevede che gli *sponsor* creino una *shell company*. La SEC definisce una *shell company* come: “un società con operazioni nulle o nominali e attività nulle o nominali, attività costituite esclusivamente da disponibilità liquide e mezzi equivalenti, o attività costituite da qualsiasi importo di disponibilità liquide, mezzi equivalenti o altre attività nominali”.<sup>96</sup>

Gli *sponsor* devono far fronte a tutti i costi legati alla IPO, che siano di quotazione, ricerca, legali e due diligence.

Prima dell'IPO, gli *sponsor*, che generalmente entrano a far parte del *management team*, acquistano per un importo nominale i *founders shares* che, una volta avvenuta l'acquisizione della società *target*, si trasformeranno gratuitamente in azioni ordinarie a titolo di remunerazione per il lavoro svolto. La peculiarità di queste azioni è che, di solito, non possono essere rivendute prima di un anno dall'avvenuta *business combination* (“lock-up”).<sup>97</sup>

L'inizio della seconda fase è segnato poi dalla quotazione della SPAC tramite. Il tutto, non avendo la società un'effettiva attività, avviene in maniera semplificata.

Data la fattispecie della SPAC che non possiede una storia pregressa o bilanci di esercizi passati, gli investitori interessati a tale quotazione devono affidarsi unicamente all'esperienza del *management team*. È dunque essenziale che questi ultimi vantino una riconosciuta esperienza per poter risultare credibili agli occhi dei possibili investitori.

I proventi netti della IPO sono successivamente depositati in un fondo chiamato *escrow account* (o *trust account*) fino a che la *business combination* non sarà compiuta o, alternativamente, la SPAC sarà liquidata. Questo conto di deposito garantito è caratterizzato dall'indisponibilità rispetto al *management team*. Essendo infatti esso destinato alla sola realizzazione della *business combination*, non potrà essere usato per alcuna attività che differisca da essa.

---

<sup>96</sup> Securities and Exchange Commission, *USE OF FORM S-8, FORM 8-K, AND FORM 20-F BY SHELL COMPANIES*, 17 CFR Parts 230, 239, 240 and 249, 2004.

<sup>97</sup> Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021, p.5.



È previsto che agli investitori sia corrisposta una quota di *units*, ovvero azioni e frazioni di *warrant*. Il *warrant* è un tipo di contratto che concede al possessore il diritto nel futuro di acquistare un'altra quota di azioni ad un prezzo prefissato detto *strike price*.

Si possono distinguere le azioni e i *warrant* a seconda che esse siano vendute al pubblico durante la IPO o che siano sottoscritti dagli *sponsor*. Nel primo caso si parlerà di “*market shares*” e di “*market warrants*”, mentre nell'altro caso di “*sponsor shares*” e di “*sponsor warrants*”.<sup>98</sup>

Durante la terza fase, il *management team* della SPAC è impegnato nella ricerca della società *target*. In termini di tempo, generalmente la ricerca non deve richiedere un tempo superiore ai 12 o 24 mesi da quando è stata realizzata la IPO.

A seguito dell'individuazione, gli *sponsor* possono decidere di fornire capitale aggiuntivo, e ciò avviene di solito tramite un PIPE (“*Private Investment in Public Equity*”), in cui vengono conferiti agli investitori azioni ordinarie ad un prezzo minore del loro valore di mercato.

Infine, una volta individuata la società *target*, la SPAC può annunciare l'acquisizione e l'eventuale aumento di capitale. Successivamente, gli azionisti della SPAC sono chiamati a votare dal *management team*, in sede di assemblea straordinaria, sull'approvazione della *business combination*. Per essere approvata, la proposta di acquisizione deve rispettare due criteri: la maggioranza degli azionisti, il 70-80%, deve votare a favore e la percentuale di azionisti che decidono di riscattare le proprie azioni non deve essere superiore al 20-30%.<sup>99</sup>

In caso di mancata approvazione, la SPAC viene sciolta e si procede al rimborso tramite liquidazione agli azionisti-investitori del capitale investito inizialmente.

In caso di approvazione invece, la SPAC si trasforma divenendo pienamente operativa e assumendo il nome della società *target*.

---

<sup>98</sup> Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021, p.6.

<sup>99</sup> *Ibidem*

### 3.5.3 I vantaggi e gli svantaggi

Come per tutte le diverse tipologie di società, anche per la SPAC è possibile individuare quali sono i vantaggi e gli svantaggi che derivano dalla sua adozione.

I principali vantaggi sono:

- La celerità del processo di quotazione di una SPAC, la minor complessità ed i minori costi rispetto ad una tradizionale IPO;
- La possibilità per i piccoli investitori privati di acquistare azioni prima della fusione tra la SPAC e l'azienda *target*;
- Il mantenimento del controllo alla società *target* dopo l'operazione di acquisizione;
- L'anticipo con cui vengono definiti eventuali aumenti di capitali post-fusione (i.e. PIPE);<sup>100</sup>
- La possibilità di scegliere se quotarsi su un mercato regolamentato (i.e. il NASDAQ) o sul mercato OTC (“*Over The Counter*”);
- La maggiore trasparenza rispetto ai *private equity*, essendo soggette alle regolamentazioni delle Borse;<sup>101</sup>
- L'auto-imposizione di limiti all'operatività per poter tutelare gli investitori dopo l'IPO (i.e. il rinvio del premio azionario dei *promoters* ad un tempo prestabilito successivo all'acquisizione);<sup>102</sup>
- La possibilità di rimborso del capitale agli azionisti qualora l'acquisizione non andasse a buon fine;
- Possibilità di recuperare l'investimento fatto in qualsiasi momento, tramite recesso o vendita delle azioni.

Per quanto riguarda gli svantaggi invece, i principali sono:

- L'aumento dei “costi d'agenzia” e dell'asimmetria informativa a causa sulla non totale trasparenza della struttura proprietaria della società dopo l'acquisizione;<sup>103</sup>
- Il totale affidamento sull'esperienza del *management team* per la buona riuscita dell'operazione a causa della mancanza di ulteriori termini di giudizio;

---

<sup>100</sup> Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021, p.8.

<sup>101</sup> Gagliardi, *Le SPAC approdano in Italia*, 2011, p.64.

<sup>102</sup> *Ibidem*

<sup>103</sup> Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021, p.8.

- La creazione di un conflitto di interessi tra gli *sponsor* e gli investitori. I primi, infatti, si impegnano a concludere l'acquisizione entro le tempistiche prestabilite, anche se non concludendo un affare adatto, per poter ottenere una quota di capitale della nuova società;<sup>104</sup>
- La possibilità, nel caso in cui l'identificazione di una società *target* richieda molto tempo, che i fondatori della SPAC potrebbero rivolgere maggiori attenzioni a nuovi progetti trascurando la ricerca di società da acquisire;
- Il possedimento di una notevole percentuale del totale delle azioni della SPAC da parte dei *promoters* che va a ridurre il potere degli altri investitori.

### 3.6 Le performance del titolo

Prima di concludere l'analisi del brand Zegna e della sua quotazione al NYSE, è opportuno analizzare l'evoluzione del prezzo per azione del titolo dal momento dello sbarco sul mercato azionario il 20 dicembre 2021 al 1° giugno 2022 (ultimi dati completi disponibili al momento delle ricerche).

Il giorno dell'esordio a Wall Street, il prezzo di apertura fu fissato a 10,33 dollari, mentre in chiusura il prezzo si attestò a 10,74 dollari.

Il 31 marzo 2022, al termine del Q1, il prezzo di chiusura è stato registrato a 10,55 dollari (-1,77% sul prezzo di chiusura del 20 dicembre 2021).

Il 1° giugno 2022, il prezzo di chiusura registrato è stato di 10,27 dollari (-4,38% sul prezzo di chiusura del 20 dicembre 2021).

---

<sup>104</sup> Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021p.8.



Figura 7. Grafico quotazione Zegna al 1° giugno 2022<sup>105</sup>

Sulla base di questi dati, grazie alla poca volatilità del titolo, esso risulta essere un'opzione di investimento allettante per investitori che non cercano titoli ad alto rischio e disposti a rendimenti anche non elevati nel breve-medio termine.

### 3.7 Conclusione

L'obiettivo di questo ultimo capitolo è stato quello di analizzare, da ogni punto di vista, il caso della quotazione al NYSE di Zegna.

Ciò che è emerso è che la SPAC è in grado di offrire numerose forme di tutela agli investitori e risulta essere caratterizzata da un processo di quotazione più veloce rispetto ad una IPO.

D'altro canto, un aspetto fondamentale che caratterizza le *Special Purpose Acquisition Companies* è l'essere una "scatola vuota", ovvero una società priva di storia o strategia di lungo termine. Gli investitori dovranno quindi basare la loro fiducia nel progetto unicamente sulla professionalità dei *promoters* e la loro volontà di convogliare tutte le energie sull'acquisizione di una società *target* compatibile con la SPAC.

Dunque, il successo dell'investimento dipende dalle qualità dei *promoters*, che dovranno essere in grado di soddisfare tutte le aspettative per non rischiare di fallire e dover liquidare la SPAC.

<sup>105</sup> Yahoo Finance, *Ermenegildo Zegna N.V. (ZGN)*, <https://it.finance.yahoo.com/quote/ZGN/chart>

## Conclusione

Lo scopo primario dell'elaborato è stato quello di presentare le potenzialità della IPO e come essa sia sinonimo per le aziende quotate di maturità e trasparenza.

Indubbiamente, aprire il capitale al mercato è una scelta che incide profondamente sulle dinamiche aziendali e che dunque, soprattutto in Italia, a causa dell'orientamento a reperire capitale e dunque a finanziare i progetti affidandosi esclusivamente alle banche, spaventa molto. Questa strategia, però, incide sui costi di finanziamento facendoli aumentare a causa della mancata diversificazione delle fonti di finanziamento che potrebbe essere garantita soltanto dall'apertura al mercato.

L'IPO di Zegna ha attirato l'attenzione non soltanto per la scelta di quotarsi a New York, nonché la prima volta nella storia per un'azienda del settore moda italiano, ma anche perché le quotazioni più rilevanti prima di essa risalgono al 2012 con Brunello Cucinelli ed al 2013 con Moncler.

Ad oggi, in Italia non emergono nomi di grandi case di moda che nel futuro prossimo prevedono di quotarsi in borsa. Ad esempio, Giorgio Armani ha ribadito di non avere intenzione di optare per una tale strategia per raccogliere capitale, ed allo stesso modo anche Dolce & Gabbana non mostra interesse nel quotare l'azienda.

Nonostante la borsa non serva solo a raccogliere capitale di rischio, ma è anche un modo per le aziende di dimostrare il loro ruolo da protagoniste nel mercato, ciò che emerge dalla storia recente delle quotazioni nel settore in Italia è che le imprese, molto spesso a conduzione familiare, non accettano un tale cambiamento che comporta il rischio che si possa andare a stravolgere la natura del brand. D'altra parte, però, se la moda Made in Italy vuole riconquistare la massima rilevanza nel mercato mondiale, deve essere pronta ad abbracciare il cambiamento ed a scegliere la strada delle quotazioni.

Esprimere un giudizio circa la performance del titolo Zegna al NYSE risulta essere prematuro data la ancora troppo recente quotazione. Ciò che è possibile affermare però è che le aspettative riguardo la raccolta di capitale e il riconoscimento del brand nei mercati internazionali sono stati rispettati.

È corretto, perciò, concludere che la quotazione di Zegna possa rappresentare un segnale di rilancio della moda italiana, che può finalmente tornare ad essere protagonista del mercato internazionale, non solo europeo ma anche americano.

## BIBLIOGRAFIA

- A. Merlotti, *I percorsi della moda made in Italy*, 2013
- Allen and Faulhaber, *Signaling by underpricing in the IPO market*, Journal of Financial Economics, 1989
- Banca d'Italia, *Sondaggio congiunturale sulle imprese e sui servizi*, 2021
- Beatty and Ritter, *Investment banking, reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings*, Journal of Financial Economics
- Benedetti et al., *Il fashion tornerà di moda?*, Sace gruppo Cdp, 2022
- Beretta, *Quando il Made in Italy è una storia di famiglia*, MFfashion, 21 gennaio 2022
- Borsa Italiana, A.I.F.I., PwC, *Guida alla quotazione*
- Borsa Italiana, *Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei mercati di borsa italiana*
- Brealey et al., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Education, 2015, Settima edizione
- Brunello Cucinelli, *Relazione Finanziaria Annuale – Bilancio Consolidato al 31 dicembre 2012*, 2012
- Brunello Cucinelli S.p.A., *Prospetto Informativo*, 2012
- Celikyurt et al. (2010), *Going public to acquire? The acquisition motive in IPOs*, The Journal of Finance
- Confindustria, *Rapporto Scenari Industriali*, 2021
- Cristian Iosio, *IPO per le PMI Italiane*, Ipsosa, 2011
- Crivelli, *Milano festeggia il debutto record di Cucinelli*, IlSole24Ore, 28 aprile 2012
- Crivelli, *Moncler, debutto boom in Piazza Affari*, IlSole24Ore, 17 dicembre 2013
- Deloitte, *Initial public Offering Credito d'imposta per i costi di quotazione*, 2019
- Ermenegildo Zegna Group, *Audit Committee Charter*, 2021
- Ermenegildo Zegna Group, *Charter of the Compensation Committee*, 2021
- Ermenegildo Zegna Group, *Charter of the Governance and Sustainability Committee*, 2021
- Ermenegildo Zegna, *Zegna Responsibility*
- Fabrizio e Samà, *GLI IPO SUL MERCATO ITALIANO NEL PERIODO 1995-1998: UNA VALUTAZIONE DELL'UNDERPRICING E DELLA LONG-RUN UNDERPERFORMANCE*, Quaderni di finanza n.44, Consob, 2001

- Falconi, *SPAC: Special Purpose Acquisition Company*, Anteo, numero 57, novembre 2010
- Ferretti e Castelli, *Le Special Purpose Acquisition Companies (SPACs): un fenomeno in crescita*, 2021
- Gagliardi, *Le SPAC approdano in Italia*, 2011
- Hogan Lovells, *Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana e su AIM Italia*
- Jay R. Ritter (1991), *The long-run performance of Initial Public Offerings*, The Journal of Finance, Vol. 46
- IlSole24Ore, *Ermenegildo Zegna, debutto brillante a Wall Street*, 20 dicembre 2021
- Jensen and Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 1976
- KPMG, *A guide to going public*, 2015
- Martini et al., *Brunello Cucinelli*, 2015
- Moncler Group, *Management Report al 31 December 2021*, 2021
- Moncler, *Relazione Finanziaria Annuale*, 2013
- Moncler S.p.A., *Prospetto Informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e all'ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di Moncler S.p.A.*, 2013
- Organismo Italiano di Valutazione, *Le valutazioni a fini di IPO*, Milano, 2017
- Pagano et al. (1998), *Why do companies go public? An empirical analysis*, The Journal of Finance, Vol. 53
- Rock, *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics, 1986
- Securities and Exchange Commission, *USE OF FORM S-8, FORM 8-K, AND FORM 20-F BY SHELL COMPANIES*, 17 CFR Parts 230, 239, 240 and 249, 2004
- Zingales (1995), *Insider ownership and the decision to go public*, The review of Economic Studies



## SITOGRAFIA

- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html>
- <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/consorzio-di-collocamento/>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/collocamento.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>
- <https://www.borsaitaliana.it/azioni/quotarsi-in-borsa-italiana/il-processo-di-quotazione/il-processo-di-quotazione.htm>
- [https://www.treccani.it/enciclopedia/reshoring\\_%28altro%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/reshoring_%28altro%29/)
- <https://www.evaluation.it/rubriche/sezione-ipo/moncler/>
- <https://www.monclergroup.com/it/investor-relations/informazioni-sul-titolo>
- <http://investor.brunellocucinelli.com/it/governo-societario/struttura-del-gruppo>
- <http://investor.brunellocucinelli.com/it/azionisti/capitale-sociale>
- <https://www.zegnagroup.com/it/our-road/storia/>
- <https://www.zegnagroup.com/it/corporate-governance/committees/>