

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di
Finanza Aziendale

Le Initial Public Offerings nel settore dell'e-commerce di lusso: il caso MyTheresa

Prof. Murro Pierluigi

RELATORE

Sterpetti Valeria

Matr. 239301

CANDIDATO

Alla mia famiglia.

INDICE

| | |
|--|--|
| INTRODUZIONE | 4 |
| CAPITOLO 1: L'INITIAL PUBLIC OFFERING | 6 |
| 1.1 INTRODUZIONE | 6 |
| 1.2 LA STRUTTURA DELL'OPERAZIONE | 7 |
| 1.2.1 I SOGGETTI COINVOLTI..... | 11 |
| 1.2.2 IL DISEGNO ECONOMICO E TECNICO | 12 |
| 1.3 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE | 14 |
| 1.3.1 LA PIANIFICAZIONE DELL'OFFERTA | 14 |
| 1.3.2 PREPARAZIONE DELL'OFFERTA..... | 16 |
| 1.3.3 L'OFFERTA | 18 |
| 1.3.4. L'AFTERMARKET PERFORMANCE | 21 |
| 1.4 GLI OBIETTIVI PERSEGUITI | 22 |
| CAPITOLO 2: LE QUOTAZIONI NEL SETTORE DEL LUSO ONLINE | 24 |
| 2.1 INTRODUZIONE | 24 |
| 2.2 L'ANALISI DEL SETTORE | 24 |
| 2.3 L'EVOLUZIONE DELLE QUOTAZIONI NEL SETTORE | 30 |
| 2.3.1 LA QUOTAZIONE DI YOOX | ERRORE. IL SEGNALIBRO NON È DEFINITO. |
| 2.3.2 LA QUOTAZIONE DI FARFETCH | 35 |
| CAPITOLO 3: IL CASO MYTHERESA | 38 |
| 3.1 INTRODUZIONE | 38 |
| 3.2 LA STORIA DEL GRUPPO | 38 |
| 3.3 LA SITUAZIONE FINANZIARIA | 41 |
| 3.4 LA QUOTAZIONE | 46 |
| CONCLUSIONE | 53 |
| BIBLIOGRAFIA | 55 |
| SITOGRAFIA | 56 |

INTRODUZIONE

La quotazione in Borsa rappresenta un cambiamento nella vita di un'azienda, soprattutto per tutti gli azionisti. L'approdo in Borsa non solo evidenzia come la società abbia affrontato con successo il percorso di crescita, ma apre anche le porte alla concorrenza mondiale, e ad uno scenario che non sarà mai scontato.

Lo svolgimento di IPO ha uno scenario macroeconomico complesso e, nonostante gli anni trascorsi, è stato gravato a causa della crisi finanziaria del 2008 e della recente crisi sanitaria, nonché dalla conseguente crisi economica che ha colpito anche il mercato dei beni di lusso.

Per le aziende che operano in questo settore, i temi della crescita, dello sviluppo e delle nuove opportunità all'estero, un caso particolare è il boom vissuto nei Paesi dell'Est nell'ultimo decennio, rappresentano un punto chiave che dà loro una marcia in più. Quindi, un alto livello di redditività.

Il seguente elaborato mira a dimostrare l'importanza delle IPO per le aziende nel settore dell'*e-commerce* di abbigliamento di lusso e valutarne le prestazioni. Quest'ultimo è diventato uno dei settori chiave durante la pandemia e la sua crescita è stata esponenziale negli ultimi anni. L'analisi inizialmente descrittiva si conclude con l'analisi di un *business case*: il caso Mythesa.

Nel primo Capitolo verrà data la definizione di IPO seguita da un'analisi teorica del processo di quotazione delle imprese. Saranno spiegate le motivazioni che spingono una società a quotarsi con i conseguenti vantaggi e svantaggi. Verranno poi elencati i requisiti, formali e sostanziali, che un'impresa deve avere prima di diventare pubblica per poi entrare più nel dettaglio nel processo di quotazione, analizzando i soggetti coinvolti e le varie fasi come la pianificazione, la preparazione, l'offerta e l'*after-market performance*. Successivamente, in chiusura del primo capitolo, si analizzeranno gli obiettivi perseguiti dalla maggioranza delle società tramite l'IPO.

Nel secondo Capitolo, si procederà all'analisi del settore dell'*e-commerce* dell'abbigliamento di lusso. In particolare, ci si soffermerà sulla crescita che questo ha affrontato negli ultimi anni e le strategie adottate dalle principali aziende. Dalla prima metà del capitolo emergerà lo stretto rapporto tra finanza e lusso ed il cambiamento del pensiero delle società verso l'apertura al pubblico. Inoltre, verranno presentati i principali *players* e verranno descritte le quotazioni dei principali *e-commerce* di boutique multibrand: YOOX e Farfetch.

Il Capitolo finale si esaminerà il caso aziendale del Gruppo Mytheresa, Sarà descritta la quotazione nella Borsa di New York di dell'azienda, la quale è una dei *leader* dell'*e-tailer* del lusso. Saranno presentate le motivazioni che hanno spinto la società a diventare pubblica, ovvero una strategia di internazionalizzazione per sviluppare

i propri canali *retail* e aspettative di crescita ottimistiche per il settore dell'*e-commerce*. Verrà presentata la storia del Gruppo Mytheresa, con un focus particolare sugli eventi che ne hanno segnato la storia, oltre ad una discussione del suo rapporto con Neiman MarcusGroup, sua ex casa madre. Per poi studiare la situazione finanziaria della società nei due anni precedenti la sua quotazione (2019-2020), analizzando brevemente bilanci e indici di quel biennio. Infine, verranno tratte, grazie all'analisi finanziaria, ulteriori ragioni che hanno portato la società a scegliere di quotarsi e sarà descritta la struttura societaria del Gruppo. Verrà inoltre presentata la composizione dell'Offerta, il processo di quotazione e il suo impatto sulla redditività del Gruppo.

CAPITOLO 1: L'INITIAL PUBLIC OFFERING

1.1 INTRODUZIONE

L'initial public offering, in italiano “offerta pubblica iniziale”, rappresenta il momento in cui un'azienda intende quotarsi sul mercato azionario offrendo le proprie azioni al pubblico di investitori.

L'acronimo IPO è stata per lungo tempo una parola d'ordine a Wall Street e tra gli investitori. I pionieri di questa operazione sono stati gli Olandesi che offrirono azioni al pubblico di una Compagnia olandese delle Indie orientali, circa nel 17 secolo; da quel momento, le offerte pubbliche iniziali sono diventate un mezzo per le aziende di raccogliere capitali da investitore esterni attraverso l'emissione di partecipazioni pubbliche. Progressivamente, le IPO sono state conosciute per i trend rialzisti e ribassisti delle emissioni, di cui anche i singoli settori ne risentono sia per l'innovazione sia per ulteriori fattori economici. Al culmine delle dot-com, il numero di IPO tecnologiche è incrementato esponenzialmente date le molteplici startup che si affrettavano a quotarsi sul mercato azionario. Con l'arrivo del 2008, invece, la crisi finanziaria ebbe come una delle sue conseguenze un inferiore numero di IPO, che diventò irrisorio dopo la recessione. Recentemente, gran parte del clamore dell'IPO si è concentrato sui cosiddetti unicorni, società start-up che hanno raggiunto valutazioni private di oltre 1 miliardo di dollari. Gli investitori e i media speculano pesantemente su queste società e sulla loro decisione di diventare pubbliche tramite un'IPO o rimanere privati.¹

In questo capitolo verrà spiegato il processo di quotazione in maniera teorica. Verranno quindi spiegati in ordine i seguenti macro-argomenti: Il secondo paragrafo definirà l'operazione, le diverse forme che possono verificarsi e la sua funzione principale. Il terzo spiegherà la struttura dell'operazione, con riferimento ai soggetti coinvolti e alla configurazione economica e tecnica che può essere data all'operazione.

Il quarto paragrafo fornirà invece una panoramica dettagliata del processo di quotazione alla Borsa Italiana e delle sue principali fasi, quali la pianificazione, la preparazione, la quotazione e l'andamento del post-vendita (*aftermarket performance*). Infine, il quinto paragrafo illustrerà i principali motivi per cui le società con le caratteristiche necessarie decidono di quotarsi in borsa. Attraverso una rassegna delle principali teorie esistenti in letteratura, cercheremo di rispondere alla domanda di tutte le aziende che hanno raggiunto un certo stadio di sviluppo e stanno valutando la quotazione in borsa, ovvero quando è il momento migliore per fare una IPO e non finanziare progetti di investimento attraverso altre forme di finanziamento.

¹ <https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp>

1.2 LA STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

L'IPO avviene quando una società manifesta il volere di quotarsi su mercati regolamentati, ed ha diverse modalità di presentazione: la prima è l'OPS (offerta pubblica di sottoscrizione) che consiste nell'emissione nuove azioni con corrispondente aumento del capitale sociale; una seconda modalità è l'offerta pubblica di vendita, OPV, in cui, a differenza della precedente, si vendono azioni già in possesso dei precedenti azionisti perciò non si verificherà una variazione del capitale sociale o proprio dell'azienda ma della compagine sociale; Le OPS e OPV possono assumere differenti conformazioni a seconda dei soggetti destinatari dell'offerta stessa, ovvero²:

- Offerte pubbliche, indirizzate al pubblico indistinto di investitori
- Offerte istituzionali, indirizzate solo agli investitori istituzionali
- Collocamenti privati, esclusive e destinate ad un numero limitato e preselezionato di soggetti.

Se il destinatario dell'OPS è un depositario al dettaglio, esiste un caso di sollecitazione all'investimento, pertanto la società emittente deve darne preventiva comunicazione alla Consob, consegnare contestualmente il prospetto dell'operazione ed operare in ottemperanza agli obblighi previsti dal TUF (Decreto n. 58/1998). Nell'ambito di un OPS per il pubblico al dettaglio, si potrebbe prevedere una quota riservata a specifiche classi di investitori, come i dipendenti dell'azienda o altre classi di stakeholder dell'azienda.

Nelle altre due tipologie di offerta, OPV e OPVS (esiste infatti una forma ibrida tra le due già citate, l'OPVS ovvero offerta pubblica di vendita e sottoscrizione.), invece, le imprese non sono obbligate ad attenersi a regole particolarmente rigide in materia di informativa e trasparenza, in quanto si presume che la categoria dei destinatari richieda una minore tutela per la sua professionalità.

L'attività di collocamento tra il pubblico e gli investitori istituzionali può essere svolta solo da intermediari abilitati; quindi, se il destinatario di una OPS rientra in queste categorie, la società deve ricorrere all'aiuto del coordinatore globale (*global coordinator*, di cui spiegheremo la figura più avanti).

La quotazione rappresenta quindi una scelta strategica per la società rilevante sia per gli azionisti sia in generale per l'ambiente finanziario in cui l'impresa è inserita.³ Infatti, attraverso questa scelta si accede ad un nuovo canale di finanziamento ma non solo, poiché trasforma la società sia internamente ma anche nei suoi

² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

³ <https://capital.com/it/ipo-offerta-pubblica-iniziale>

rapporti con l'ambiente e per questo è essenziale un'analisi a priori dei costi-benefici derivanti dalla scelta di quotarsi oltre che una previsione dell'effetto sulle attività aziendali.

I motivi per cui le aziende decidono di ricorrere all'IPO sono molteplici.⁴ Il più comune è quello di raccogliere capitale; un'altra ragione è la crescita aziendale tramite il rafforzamento delle attività esistenti o l'acquisizione di nuove. Inoltre, la quotazione può avvenire anche per ripartire il rischio tra un numero più elevato di investitori, quindi non solo tra fondatori e primi azionisti. Il fine di intraprendere questa scelta finanziaria potrebbe anche essere dettato dalla volontà degli azionisti di vecchia data di incassare i dividendi⁵: “Immaginiamo che una società non quotata in borsa abbia investito in una transazione e ora voglia incassare i dividendi. Per farlo può ricorrere all'IPO. È un modo elegante per chiudere una transazione.” Tuttavia, Ellingsen e Rydqvist (1997) affermano le quattro ragioni più comuni per quotarsi: raccogliere capitali, rafforzare l'immagine aziendale, aumentare la pubblicità e utilizzarla anche per motivare i dipendenti. Ad esempio: La raccolta di capitali rappresenta l'acquisizione di capitale di rischio, che ha un rendimento collegato all'andamento finanziario della società, grazie alla quale l'impresa potrà svilupparsi, consolidarsi e anche ridurre la propria dipendenza dai finanziamenti bancari. Mentre il rafforzamento dell'immagine aziendale avviene perché la quotazione, e particolarmente il suo processo, prevedono l'obbligo di pubblicare alcuni documenti e far revisionare i bilanci da Organismi di *audit*, assolvendo a questi vincoli la società si presenta agli investitori come trasparente e solida, potendo così anche godere di un costo minore per l'accesso ai finanziamenti bancari.⁶

Esistono però anche degli svantaggi che sono da prendere in considerazione nel momento in cui si sceglie di implementare la strategia dell'IPO. Tra i più rilevanti riportiamo:

- 1) L'influenza del mercato: la società neo quotata è vulnerabile rispetto alle fluttuazioni del mercato. Potrebbe accadere infatti che, al di là della sua efficiente gestione, fattori esterni all'azienda possano minacciarne l'equilibrio. Facendo un esempio, le attività speculative hanno la capacità di abbassare il prezzo delle azioni in modo ingiustificato e non rifletterà più in modo oggettivo il valore dell'azienda. L'impresa diventa perciò molto più dipendente da eventi esogeni, che hanno effetti sul mercato e quindi anche sui di lei.

⁴ AA.VV., “Dalla strategia al piano. Elementi informativi e di supporto”, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 282-286.

⁵ ¹² MYERS S.C., “The capital structure puzzle, in *Journal of Finance*”, 39 (3), 1984, pp. 575-592.

⁶ www.borsaitaliana.it, “Guida alla quotazione”, 2001.

- 2) Perdita di controllo: se un vantaggio dell'operazione è quello di ripartire il rischio tra un numero più elevato di investitori, la ridefinizione dell'assetto proprietario comporta però perdita di controllo e frammentazione di proprietà. Infatti, modificando le quote degli azionisti potrebbe verificarsi che coloro che venivano definiti come azionisti di maggioranza a seguito della quotazione possano perdere il loro ruolo di *blockholders*; i *manager* inizierebbero a concentrarsi su *performance* virtuose nel breve periodo per accontentare i nuovi investitori, fallimentari se analizzate nel lungo termine. Inoltre, un azionariato troppo diffuso è assente di forza decisionale, necessaria per la gestione aziendale.⁷
- 3) Divulgazione di informazioni strategiche: alcune attività speculative sono facilitate perché determinate informazioni, contabili finanziarie e di controllo della conformità normativa o *compliance*, devono essere obbligatoriamente divulgate dalla società e questo può accadere sia *ex ante*, durante o *ex post* la quotazione. Si genera così un meccanismo di *disclosure* e perdita della *privacy* che per essere limitato richiede alcuni investimenti, di risorse umane e finanziarie, che la società potrebbe invece finalizzare alla produzione aziendale.
- 4) Sostenimento di costi: il *Going Public Process* richiede ingenti costi all'azienda sia nella fase preliminare che successivamente alla quotazione. I costi sono relativi alle attività necessarie del processo, e si dividono in diretti e indiretti. I primi sono spese *standard* sostenute dall'emittente come commissioni di vendita, spese di consulenza legale oppure per la revisione contabile; tra i costi indiretti, meno quantificabili, rientrano invece il dispiegamento di forza lavoro e di tempo, i cambiamenti radicali dell'assetto aziendale, di *audit* e di *marketing*.

Affinché si possa realizzare l'*Initial Public Offering* la società deve soddisfare due tipologie di requisiti: formali e sostanziali. I requisiti formali sono annunciati dai Regolamenti dei mercati diretti dalla Borsa Italiana S.p.A. ed indicano le caratteristiche per l'ammissione in Borsa, al segmento STAR e al Nuovo Mercato.

⁷ www.londonstockexchange.com, "A practical guide to listing", 2002.

Borsa

| REQUISITI DELL'EMITTENTE | REQUISITI DELLE AZIONI |
|--|---|
| Capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale | Libera trasferibilità |
| Pubblicazione e deposito degli ultimi tre bilanci annuali (anche non in utile) (*) | Frottante pari ad almeno il 25% del capitale |
| Ultimo bilancio sottoposto a revisione contabile | Capitalizzazione di mercato pari ad almeno € 5 milioni |
| | Gestione accentrata presso Monte Titoli in forma dematerializzata |

(*) Con possibilità di deroga (vedi Art. 2.2.1, comma 2 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana Sp.A.)

NUOVO MERCATO

| REQUISITI DELL'EMITTENTE | REQUISITI DELLE AZIONI |
|--|---|
| Capacità di generare ricavi in condizioni di autonomia gestionale | Libera trasferibilità |
| Bilancio, eventualmente anche consolidato e non necessariamente in utile, relativo ad almeno un esercizio annuale (*) | Frottante pari ad almeno il 20% del capitale |
| Bilancio sottoposto a revisione contabile | Offerta minima pari a € 5 milioni, rappresentata da un numero di azioni non inferiore a 100.000 |
| Patrimonio netto contabile minimo di € 1,5 milioni | Almeno la metà dell'offerta deve essere costituita da azioni di nuova emissione |
| Clausola di lock-in: impegno da parte degli azionisti soci fondatori, amministratori e dirigenti a non vendere, per la durata di un anno a partire dalle negoziazioni, quantitativi di azioni almeno pari all'80% delle azioni detenute da tali soggetti. Per le start-up (società costituite da meno di un anno) il lock-in ha una durata di 2 anni sul 100% delle azioni per il primo anno e sull'80% delle azioni per il secondo anno. | Prezzo unitario di offerta delle azioni pari ad almeno € 10 |

(*) Con possibilità di deroga (vedi Art. 2.2.1, comma 5 del Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana Sp.A.)

Figura 2.0: Requisiti formali
Fonte: <https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

I requisiti sostanziali sono fortemente congeniti all'identità propria e specifica di ciascuna impresa, e sono sia economico-finanziari che di ordine organizzativo. Tra quelli più richiesti rientrano:

-La trasparenza nella contabilità: requisito di tipo organizzativo. La società deve comunicare in modo efficace con l'esterno. L'accessibilità a verificate e rapide informazioni aiuta il mercato nella valutazione dell'azienda e contribuisce alla realizzazione e divulgazione del valore dell'impresa stessa. Si presuppone quindi l'attenzione del principio della trasparenza ed un'organizzazione interna del sistema contabile ed informativo diretto a questa filosofia ed a questi obiettivi.

-La qualità e motivazione del management: è necessario nel momento in cui si decide di quotarsi che l'azienda abbia una direzione gestionale motivata, abile ed indipendente. Il vertice dell'azienda dovrà poi assumersi gli obblighi verso una più vasta platea di azionisti. È inoltre rilevante la trasparenza nel rapporto impresa-proprietà.

-Reali previsioni di crescita e di generazione di flussi di cassa: questo requisito è importante perché con queste è possibile intuire la liquidità della società nel medio termine, e calcolare tempi ed importi dei *cash-flow*. Inoltre, se le previsioni sono positive, l'impresa si presenterà al mercato come solida e performante in modo tale che gli investitori saranno più propensi all'acquisto delle azioni.

Altri requisiti sostanziali sono l'orientamento alla creazione di valore, un buon posizionamento competitivo, una struttura finanziaria equilibrata, avere marginalità di crescita ed una strategia chiara fedelmente riportata nel piano industriale.

1.2.1 I SOGGETTI COINVOLTI

Le IPO sono caratterizzate da una molteplicità di attori che si presentano durante le varie fasi della quotazione dirette al raggiungimento di fini specifici.⁸ I soggetti coinvolti nell'operazione sono

- La società emittente: oltre ad avere i requisiti formali e sostanziali già menzionati, deve mostrarsi con una struttura di *corporate governance* che garantisce l'autonomia del *management* e la tutela delle minoranze.
- Il *global coordinator*: intermediario che svolge attività sia di consulente della società che di coordinatore del Consorzio di Collocamento titoli. Tra i suoi compiti c'è sia quello di pubblicizzare l'IPO che quello di verificare i requisiti della società che vuole quotarsi.

⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

- Lo *sponsor*: figura scelta dalla società che può essere una banca, un'impresa d'investimento nazionale oppure un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del Testo Unico bancario. Può anche il ruolo di *global coordinator* ma anche quello di *specialist*.⁹
- Lo *specialist*: agisce sul mercato per garantire la liquidità dei titoli dell'emittente, avanzando offerte di acquisto e vendita migliorando anche l'informativa del titolo proposto.¹⁰
- L'*advisor* finanziario: offre un servizio di consulenza ed è responsabile di ideare un progetto di fattibilità dell'operazione; il suo ruolo non è necessario se l'azienda ha già il *know-how* necessario a supportarla durante l'operazione.
- Gli studi legali: hanno un ruolo rivolto agli aspetti giuridico/legali dell'operazione.
- I membri del consorzio di collocamento: di questo ne esistono tre tipi 1. di semplice collocamento, raccoglie ordini e distribuisce i titoli agli investitori 2. di assunzione a fermo, ovvero acquista i titoli dall'emittente, o dai suoi azionisti, impegnandosi a venderli sul mercato e quindi accollandosi il rischio del buon esito del collocamento 3. di collocamento e garanzia, si impegna a sottoscrivere i titoli rimanenti al termine della fase di collocamento, così che la quotanda si garantisce il reperimento di fondi, a prescindere dall'esito dell'offerta al pubblico.

1.2.2 IL DISEGNO ECONOMICO E TECNICO

In base ai fini della quotazione, la società delimita gli aspetti tecnici della stessa.¹¹ Gli elementi fondamentali sono quattro: 1) la dimensione dell'operazione. È una scelta conseguente alla quantità di risorse che si vogliono ricavare con l'operazione, al sistema di controllo che si vuole stabilire dopo l'offerta, ed al prezzo stesso di offerta. 2) La composizione dell'offerta. Rilevante è la distribuzione di OPV e OPS, ma anche la vendita tra investitori *retail* e istituzionali. 3) il *pricing*. Se il collocamento avviene attraverso un sindacato di banche allora il prezzo viene determinato attraverso un sistema di *bookbuilding*. I potenziali acquirenti di specificano nel "libro degli ordini" il numero ed il prezzo delle azioni che sono bendisposti a comprare, queste informazioni, anche se non obbligatorie, servono da linea guida per la determinazione del prezzo delle azioni.¹² Inoltre, il *pricing* può avvenire anche per ricorso ad un'asta pubblica, utilizzata spesso dai Governi: gli investitori manifestano la volontà di acquisto relativa ad il numero e al prezzo delle azioni, che verranno vendute agli offerenti migliori. Due sono i tipi di asta possibili: marginale e competitiva. Nella prima gli

⁹ <http://www.consulenzafinanziaria.net/strumenti/Principi%20generali/IPO.htm>

¹⁰

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKewjLtciz0pP2AhXXhv0HHsvECy4QFnoECAyQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.borsaitaliana.it%2Fborsa%2Fglossario%2Fadvisor.html&usq=AOvVaw2XDl0dbHCqvFDmDj6vdOzk>

¹¹ Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano

¹² Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

offerenti scelti pagano tutti lo stesso prezzo, uguale a quello proposto dal vincitore con l'offerta più bassa; nella seconda, ogni vincitore paga il prezzo da lui offerto. 4) La selezione del mercato di quotazione. Questa scelta dipende essenzialmente dal territorio in cui l'azienda vuole sviluppare la propria *brand image* e dove mira ad investire maggiormente.¹³

In Italia il Mercato Borsistico è diretto da Borsa Italiana S.p.A., un'azienda privata approvata dalle Autorità Pubbliche di Controllo che dal 2007 fa parte del *London Stock Exchange Group*. La Borsa italiana amministra mercati sia azionari che obbligazionari, Fixed income degli ETP e dei derivati. In particolare, i mercati azionari di Borsa italiana sono in grado di raccogliere capitali da tutto il mondo, e questa caratteristica li rende tra i più liquidi d'Europa. Esempi di mercati azionari di Borsa italiana sono: EXM- Euronext Milan, EGM- Euronext Growth Milan, MIV – Euronext MIV Milan ed EuroTLX Equity. In generale Borsa italiana ha tra i principali fini la costante crescita del mercato, il potenziamento dell'efficienza, adattabilità al cambiamento e della trasparenza.

La struttura di Borsa Italiana è schematizzata nella Figura seguente (2.1):



Figura 2.1: La struttura della Borsa Italiana
 Fonte: https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta_pdf.htm

¹³ <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/home/chi-siamo.htm>

Dall'immagine soprariportata è evidente come il Mercato Borsistico italiano sia suddiviso in quattro principali listini:

1. Il Mercato Telematico Azionario (MTA), in cui si quotano società di media - grande capitalizzazione. Presenta anche MTA *International*, il segmento volto alle azioni di importanti emittenti esteri precedentemente negoziate in altri mercati regolamentati comunitari¹⁴;
2. Il segmento STAR, indirizzato alle imprese che rispettano notevoli standard di trasparenza e qualità di direzione e controllo;
3. Il segmento MIV (Mercato Telematico degli *Investment Vehicles*), dedicato a fondi chiusi, *investment companies*, *special purpose acquisition companies (SPAC)* e *real estate investment companies*;
4. Il mercato AIM Italia, dedicato alle PMI con elevato potenziale di crescita.

1.3 IL PROCESSO DI QUOTAZIONE

Il numero di fasi di cui l'operazione di IPO è organizzata, ed il coinvolgimento di plurimi soggetti implica che i tempi affinché le azioni vengano scambiate nel mercato siano piuttosto lunghi, circa sei/dodici mesi.

Il processo di quotazione nel segmento ordinario di Borsa si articola in quattro fasi principali:

1. La pianificazione
2. La preparazione
3. L'offerta
4. L'*after-market performance*

1.3.1 LA PIANIFICAZIONE DELL'OFFERTA

La pianificazione è una delle fasi più delicate dell'intero processo, poiché offrire azioni al pubblico ha un significato più profondo della semplice decisione di aumentare il capitale. Questa fase prevede l'ottenimento della deliberazione dell'ente, la verifica della sussistenza dei requisiti formali e sostanziali, la nomina di un soggetto preposto a coadiuvare il processo di quotazione della società, l'elaborazione del *business plan* e il *kick off meeting*.

In merito all'ottenimento della delibera della persona giuridica, "il management deve presentare al Consiglio di Amministrazione (CdA) il progetto di quotazione unitamente alla relazione di studio di fattibilità. Dopo che il Consiglio di Amministrazione ha deliberato sulla domanda di quotazione della società, un azionista ordinario', e se è previsto un aumento di capitale, si tiene l'assemblea straordinaria degli azionisti. Gli sponsor, i

¹⁴ Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

consulenti legali, le società di revisione e gli altri consulenti che seguono la società durante la quotazione devono essere nominati immediatamente dopo la deliberazione dell'assemblea generale. (www.borsaitaliana.it). Per poter effettuare un'IPO su Borsa Italiana, una società deve possedere una serie di requisiti minimi formali e sostanziali determinati da Borsa Italiana S.p.A., che variano a seconda del segmento di mercato in cui la società decide di quotarsi. I requisiti formali minimi richiesti per accedere alla sezione generale della borsa possono essere osservati nella Figura 2.2.

| MTA | |
|------------------------------------|--|
| Flottante | 25% |
| Bilanci certificati | 3 |
| Documento d'Offerta | Prospetto Informativo (Consob) |
| Capitalizzazione minima (€) | min 40 m |
| CdA (N. indipendenti) | Raccomandato (Codice di Corp Gov) |
| Comitato Controllo Interno | Raccomandato (Codice di Corp Gov) |
| Dati trimestrali | I – III quarter: resoconti trimestrali di gestione |
| Principale consulente | Sponsor/Global Coordinator |
| Specialista | NO |

Figura 2.2: Requisiti formali minimi per poter accedere al segmento ordinario di Borsa Italiana
 Fonte: Borsa Italiana SPA (2010), *Guida pratica alla quotazione: i 10 perché della quotazione in Borsa*

Ulteriori requisiti formali sono il libero trasferimento delle azioni e la gestione accentrata (in forma dematerializzata) nella società Montetitoli. Avere una condizione formale è una condizione necessaria ma non sufficiente per consentire a una società di quotarsi in borsa, poiché deve anche soddisfare requisiti sostanziali. Questi sono svincolati dalla normativa vigente e sono determinati di volta in volta da Borsa Italiana. I requisiti di materialità comprendono una serie di caratteristiche qualitative e quantitative che l'impresa deve possedere, quali l'esistenza di *trend* di crescita e specifiche prospettive di sviluppo, la capacità di generare liquidità, la credibilità dei sistemi di pianificazione e controllo, la trasparenza della comunicazione esterna e la *performance* delle attività stesse e la presenza di un *management team* attivo, competente e indipendente. (Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*) Per quanto riguarda la nomina degli *advisor*, è obbligatoria se la società non possiede le competenze necessarie per supportarla durante il processo di quotazione. I consulenti sviluppano piani di fattibilità operativa e partecipano alla redazione di prospetti. Inoltre, viene eseguita una valutazione finanziaria per quantificare il valore intrinseco dell'azienda, che viene utilizzata per determinare il prezzo di collocamento. L'*advisor* è stato selezionato tra figure di spicco del

mondo finanziario che hanno assistito con successo altre società durante le loro quotazioni. Generalmente si adottano incentivi tariffari in due fasi, che si dividono in parte fissa e parte variabile in funzione dell'andamento dell'operazione.¹⁵ L'immagine di uno *sponsor* può essere paragonata a quella di un vero *partner*; quindi, nella scelta di questa immagine è importante considerare la sua esperienza, conoscenza dei mercati finanziari e professionalità. Inoltre, è importante che il soggetto possa garantire la piena partecipazione all'operazione e la piena disponibilità a collaborare anche dopo l'operazione di quotazione. Nelle aziende di medie dimensioni, lo *sponsor* in genere funge anche da coordinatore globale (*global coordinator*). Un coordinatore globale è un istituto di credito o altro intermediario bancario a cui la società affida la costituzione di un consorzio di banche per gestire il collocamento di titoli. Generalmente, le alleanze vengono scelte sulla base di relazioni che sono state cementate nelle puntate precedenti. Questo ruolo è generalmente ricoperto da grandi banche commerciali e di investimento. Insieme al consorzio, il coordinatore globale svolge una triplice funzione: consigliare l'azienda, acquistare azioni e rivenderle al pubblico investitore. Come compenso, viene pagato sotto forma di *spread*, ovvero può acquistare azioni a un prezzo inferiore a quello offerto agli investitori. Le banche che fanno parte del consorzio acquistano le azioni dall'emittente e poi le rivendono al pubblico, assumendosi il rischio dell'offerta. Quando una quotazione è ritenuta particolarmente rischiosa, gli investitori possono basare o affrontare il problema sulla base o del "miglior risultato" o del "tutto o niente".¹⁶ Per "migliore risultato" si intendono i termini in cui l'abbonato non si impegna a vendere l'intero numero, ma il più possibile. "Tutto o niente" si riferisce a una clausola che annulla un abbonamento se la banca non può vendere l'intera emissione. Come ultimo passaggio nella pianificazione di un'offerta, la società pubblica tiene una riunione di avvio. Questo evento rappresenta il momento di inizio dell'operazione: il *management*, le altre parti coinvolte nell'operazione e il coordinatore globale, in accordo con il suo ruolo di coordinatore generale dell'operazione, definiscono il piano delle attività, i tempi e le responsabilità.

1.3.2 PREPARAZIONE DELL'OFFERTA

Questa fase comprende principalmente la redazione della *due diligence* e del prospetto. Una volta nominate le persone che assisteranno la società nel processo di quotazione, inizia la *due diligence* approfondita sulla società. Pur non essendo una definizione condivisa da tutti, la *due diligence* si riferisce generalmente a una serie di attività e verifiche svolte dai consulenti al fine di condurre un'analisi accurata di un'azienda per determinarne i punti di forza e stimarne il valore intrinseco. "L'obiettivo della *due diligence* è quello di far

¹⁵ (Borsa Italiana SPA (2010), *Guida pratica alla quotazione: i 10 perché della quotazione in Borsa*)

¹⁶ Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano

convivere due interessi contrapposti: gli interessi della società, che deve rendere interessante la propria sottoscrizione di titoli per poter accedere a nuove risorse, e gli interessi degli investitori istituzionali e *retail* che devono valutare il rischio /ritorno profilo, ma non hanno tutte le informazioni” (www.borsaitaliana.it).

- Analizzare il *budget* ed emettere una lettera di approvazione dei dati in esso contenuti (obbligatori secondo Borsa Italiana);
- Analizzare le procedure di controllo e *reporting* ed emettere tempestivamente *report*, fornendo al *management* una panoramica della situazione economica, patrimoniale e finanziaria (obbligatoria secondo Borsa Italiana);
- Analizzare l'accuratezza delle informazioni economiche e finanziarie contenute nel prospetto.¹⁷

La redazione del prospetto inizia nella fase di predisposizione dell'offerta e prosegue fino alla quotazione. Il documento è stato redatto dallo sponsor in collaborazione con altri *advisor* e *management* aziendale sulla base dell'analisi condotta durante il processo di *due diligence*. L'obiettivo è fornire tutte le informazioni rilevanti sull'azienda e sulla struttura dell'offerta. “Il prospetto di quotazione deve essere redatto nella forma prevista dalla Consob (Regolamento n. 11971/99) e deve contenere: il regolamento dell'offerta, alcune informazioni relative ai proventi dell'offerta e al suo utilizzo, l'importo di fondi e obblighi finanziari, l'attività dell'emittente, gli organi di amministrazione, controllo e vigilanza, i bilanci, i regimi fiscali applicabili all'emissione di strumenti finanziari” (www.borsaitaliana.it). Contestualmente al prospetto, l'azienda deve prepararsi per il Preventivo *Management Admission Test* (QMAT), un documento che tocca l'intero sistema aziendale dell'azienda. Il documento descrive nello specifico le attività della società, le strategie perseguite, il posizionamento sul mercato ed i progetti di quotazione. Una volta redatto il prospetto, avviene il cd *filing*, deposito dove la società versa presso Borsa Italiana e CONSOB la domanda di quotazione e la relativa documentazione. Quanto alla documentazione da allegare alla domanda, questa è rigorosamente regolata nella seconda parte del regolamento di mercato di Borsa Italiana. Dopo il deposito, consulenti e aziende sviluppano l'*equity story* e rapporti di ricerca mentre le borse valori e le autorità di regolamentazione analizzano le domande di ammissione. Il primo è una presentazione aziendale che elenca tutti i motivi che rendono interessante investire nel suo titolo, mentre il secondo è un documento che fornisce agli analisti tutti i dati necessari per formarsi un'opinione. In particolare, il rapporto di ricerca contiene un'analisi dettagliata dell'attività della società offerente, la composizione dell'offerta e una descrizione dei metodi di valutazione utilizzati.

¹⁷ Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

Segue una fase pre-IPO, in cui le banche del consorzio di collocamento si incontrano informalmente con potenziali investitori, presentano l'azienda e distribuiscono rapporti di ricerca. L'obiettivo di questa fase è fornire agli investitori un'opinione sulla probabile fascia di prezzo preliminare per il titolo. Questi incontri sono in preparazione per identificare i candidati per incontri individuali e servono anche a fornire ulteriori chiarimenti per gli investitori interessati. La domanda di ammissione a quotazione deve essere predisposta secondo lo specifico modello contenuto nelle Istruzioni al Regolamento. Entro due mesi dalla comunicazione, Borsa Italiana deve comunicare l'esito all'emittente, comunicando contestualmente alla Consob e rendere pubblica la decisione mediante la propria comunicazione. Le misure di accesso hanno una validità di sei mesi, subordinatamente al deposito del progetto di quotazione presso la Consob. L'accesso al mercato è completato quando Borsa Italiana determina la data di inizio delle negoziazioni tramite apposite condizioni.¹⁸

1.3.3 L'OFFERTA

Una volta determinata la data di apertura del titolo alla negoziazione sul mercato, l'operazione passa alla fase di commercializzazione vera e propria. L'obiettivo dell'azienda è determinare la funzione di domanda per i suoi titoli e lo strumento principale che utilizza per aumentare l'interesse degli investitori è il suo *roadshow*. Il *roadshow* prevede una serie di eventi nei principali centri finanziari internazionali volti a far quotare le aziende a potenziali investitori. L'obiettivo del *management* è comunicare il proprio impegno a mantenere contatti regolari con gli investitori per influenzare il prezzo di offerta per raccogliere capitali. Dopo aver intervistato gli investitori interessati, la società può redigere un prospetto indicando il numero di titoli che l'investitore intende acquistare e il prezzo massimo che intende offrire. Infatti, quando diciamo *bookbuilding*, intendiamo letteralmente "la formazione dei libri degli ordini". Sulla base degli ordini raccolti, l'azienda determina la fascia di prezzo e l'entità dell'offerta. Parte della sovrapposizione è l'offerta agli investitori al dettaglio dopo la fissazione del prezzo massimo. Il *bookbuilding* è il metodo principale con cui le aziende costruiscono la loro funzione di domanda di titoli. Il livello della domanda e la sua composizione sono la base per la determinazione del prezzo. Il capo del processo è il *global coordinator* che raccoglie gli ordini dagli investitori istituzionali e li ordina per fascia di prezzo all'interno della forchetta. La distribuzione risultante presenta una diminuzione dell'importo degli aumenti di prezzo, mentre la funzione di offerta è una retta parallela all'asse dei prezzi perché rappresenta un importo fisso rispetto all'asse dei prezzi. Successivamente, gli ordini raccolti per ciascuna fascia di prezzo vengono suddivisi in categorie (*tiers*) in base alla qualità dell'investitore. Di conseguenza, sarà più probabile che i coordinatori globali mettano le azioni a investitori di qualità. La qualità delle controparti può dipendere da diversi fattori, quali la stabilità delle scelte di investimento o il loro contributo alla determinazione del prezzo. La priorità riconosciuta è quindi compensata

¹⁸ Borsa Italiana SPA (2001), *Guida alla quotazione*

da un trattamento preferenziale al momento del collocamento delle azioni.¹⁹ Come si può vedere nella Figura 2.3, la determinazione del prezzo è un processo che inizia con una valutazione iniziale di un'offerta.

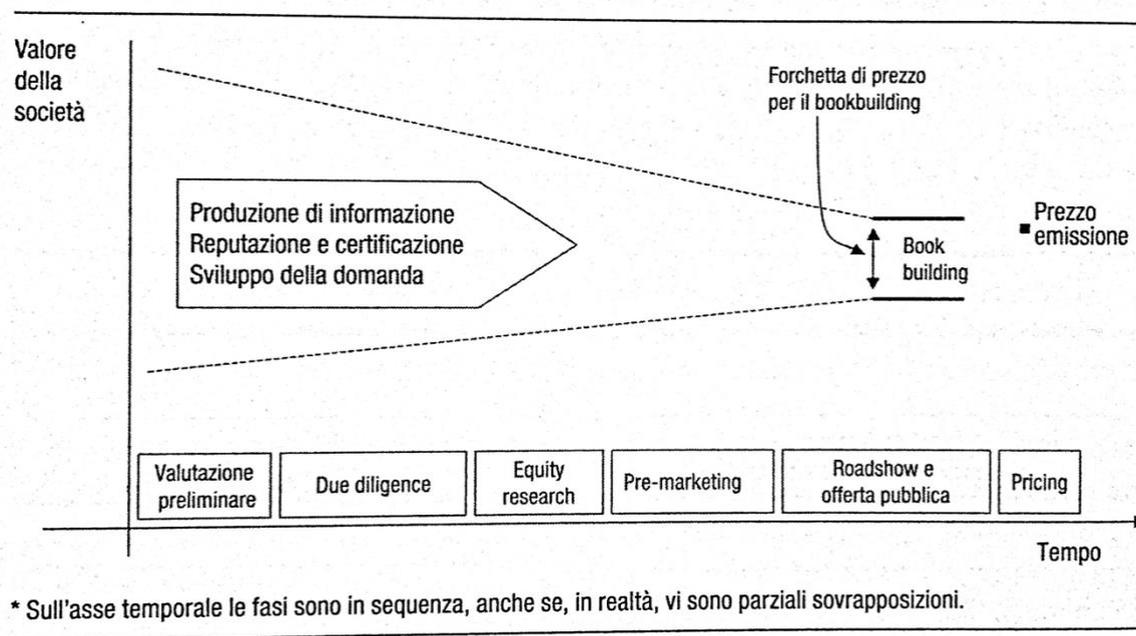


Figura 2.3: Il processo di pricing

Fonte: Forestieri G. (2007), *Corporate & Investments Banking*, 4. ed., Egea, Milano

A causa della generazione di informazioni e dello sviluppo della domanda, le operazioni di tariffazione si arricchiscono di fasi successive. Questi elementi aiutano a ridurre l'asimmetria informativa ed a ridurre il divario tra prezzi massimi e minimi. È importante sottolineare che, a differenza dei mercati europei, gli Stati Uniti non consentono agli investitori di tenere riunioni informali; quindi, di solito viene fissata una gamma più ampia di prezzi. Nei giorni di borsa successivi al collocamento, il prezzo espresso dal mercato può risultare più o meno coerente con il prezzo. Se il prezzo è superiore al prezzo di collocamento (*Underpricing*), gli investitori otterranno un buon affare a carico della società emittente e degli azionisti venditori. D'altra parte, se il prezzo è inferiore (*overpriced*), la conclusione sarà invertita. Il risultato di *underpricing* o *overpricing* determina un impatto significativo sulla reputazione della società quotata, e le stesse problematiche reputazionali colpiscono naturalmente le banche del sindacato di collocamento. L'immagine dell'azienda rimane segnata negativamente da una quotazione "fallita" nonostante la cancellazione dei prezzi. Mentre il *depricing* rappresenta un fallimento per la società, l'emittente può aver deliberatamente sottovalutato i titoli che stava offrendo.²⁰ L'entità del fenomeno può essere calcolata come "simple underpricing" (o rendimento del

¹⁹ Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano.

²⁰ Fabrizio S., Samà M. (2001), *Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995- 1998: una valutazione dell'Underpricing e della long-run underperformance*, Quaderni di Finanza n.44, Consob

primo giorno) o con l' "*adjusted underpricing*". Il primo è la variazione percentuale tra il prezzo di chiusura e il prezzo di emissione del titolo nel primo giorno di negoziazione.

$$PR_i = \frac{P_{i1}}{P_{i0}}$$

La formula analitica per il calcolo del "*simple underpricing*" è il rapporto tra il prezzo di chiusura dell'i-esimo titolo e il prezzo di emissione del primo giorno di negoziazione. Mentre l'*adjusted pricing* è dato dalla sottrazione dal "*simple pricing*" del *market index return*, calcolato tra l'inizio dell'IPO ed il primo giorno di negoziazione.²¹ Sulla base di uno studio su oltre 6.000 IPO condotto tra il 1980 e il 2001, il rendimento medio del primo giorno è risultato essere del 18,8%.²² Chiaramente, l'*underpricing* non può essere attribuito esclusivamente a errori di valutazione.

Nel tempo sono state sviluppate varie teorie per spiegare questo fenomeno, la più importante delle quali è l'asimmetria informativa.²³ Secondo questa teoria, possono sorgere due situazioni: una è che gli emittenti hanno più informazioni degli investitori e l'altra è che gli investitori traggono vantaggio da una distribuzione imperfetta delle informazioni. Nel primo caso, l'*underpricing* può essere interpretato come la necessità per le aziende migliori di essere discriminate dalle aziende di qualità più bassa. Per fare ciò, devono segnalare al mercato e uno dei segnali che le aziende di qualità più elevata possono utilizzare è utilizzare quotazioni più basse (*underpricing*). Questo fenomeno consente al mercato di distinguere tra le aziende "migliori" e "peggiori", poiché queste ultime non saranno in grado di replicare questo calo. Pertanto, l'*underpricing* può essere visto come una tecnica che le società emittenti utilizzano per rendere le loro azioni più attraenti agli occhi del mercato. Gli investitori ottengono maggiori informazioni quando la curva di domanda dell'emittente per le loro azioni sorprende, come spesso accade. L'esistenza di un'asimmetria informativa ha portato a un fenomeno, definito in gergo come la "maledizione del vincitore", per cui investitori non informati acquistano un gran numero di azioni che gli investitori informati sanno essere sopravvalutate. Pertanto, la presenza di un gran numero di altri investitori disinformati è nell'interesse degli investitori più informati. Si può quindi concludere che la decisione sul prezzo è la chiave dell'intero processo di quotazione. Una decisione di tale importanza richiede un'attenzione particolare perché non viene presa solo nel contesto dell'asimmetria informativa, ma coinvolge anche soggetti con interessi contrastanti.

²¹ L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), *IPO underpricing in Italy*, *Applied Financial Economics*, 14:3, 179-194

²² Ritter, J. R. and Welch, I. (2002), *A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*. *The Journal of Finance*, 57: 1795-1828

²³ Rock K. (1986), *Why new issues are underpriced*, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp. 187-212

1.3.4. L'AFTERMARKET PERFORMANCE

All'inizio delle negoziazioni, si forma un prezzo finale, che segna la fine teorica del processo di quotazione. Il valore del prezzo alla chiusura del primo giorno di negoziazione è altamente simbolico perché è un indicatore del successo dell'operazione di quotazione. Tuttavia, la data di scadenza di un'IPO si verifica durante la fase di *performance aftermarket*. Il periodo di tempo cui si riferisce tale termine comprende i trenta giorni successivi alla quotazione iniziale in Borsa. Durante questo periodo è possibile esercitare una serie di opzioni per stabilizzare l'andamento del titolo. La stabilizzazione viene effettuata dal consorzio di collocamento attraverso due strumenti: la *greenshoe* o tramite *lock-up*. Un'opzione *greenshoe* è un'opzione che consente a un consorzio di banche di gestire l'eventuale eccesso di domanda nel mercato. L'esistenza di opzioni deve essere espressamente menzionata nel prospetto per garantire la massima trasparenza. Tale facoltà è concessa dai soci che si impegnano ad aumentare il numero delle azioni emesse, riducendo automaticamente la propria partecipazione. Nel caso di *greenshoe*, il consorzio di collocamento vende allo scoperto le azioni dell'emittente al prezzo di collocamento (*overallotment*) per un importo solitamente pari al 10/15% dell'offerta pubblica. A copertura della propria posizione, gli è stata concessa un'opzione per l'acquisto delle azioni necessarie dall'emittente ad un prezzo pari al prezzo di collocamento. Questa opzione è valida per trenta giorni dal primo giorno di negoziazione. Pertanto, la *greenshoe* è utile per la piena performance dell'offerta. Quando un'opzione viene esercitata, il numero di titoli sul mercato aumenta, determinando un aumento del flottante. Ci sono due possibili situazioni a questo punto:

1. Il prezzo di quotazione eccede il prezzo di assegnazione: la banca esercita l'opzione rimborsando il prestito di titoli previsto per l'*overallotment*;
2. Al di sotto del prezzo di collocamento: La banca non esercita l'opzione, affinché possa rimborsare il prestito dei titoli acquista sul mercato, compensando la pressione al ribasso e realizza così il *markup* tra il prezzo di collocamento e il prezzo di mercato.²⁴

La clausola di *lock-up*, invece, prevede che i soci titolari di azioni rilevanti siano tenuti a non ridurre le proprie partecipazioni per un massimo di dodici mesi dal primo giorno di quotazione. Questa disposizione rappresenta sia l'assicurazione che il mercato richiede agli azionisti di controllo sia una forma di protezione per i sottoscrittori in quanto impedisce l'ulteriore emissione di titoli sul mercato. In effetti, l'eccesso di offerta può influire negativamente sulla performance del titolo. L'esercizio del *lock-up* impedisce alla società di emettere nuove azioni e ai maggiori azionisti di vendere, in tutto o in parte, le azioni in loro possesso, per un periodo

²⁴ Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano.

massimo di dodici mesi dal primo giorno di quotazione delle azioni. Anche i termini di *lock-up* devono essere chiaramente riportati nel prospetto. www.borsaitaliana.it

1.4 GLI OBIETTIVI PERSEGUITI

I motivi principali che spingono le imprese a quotarsi in borsa dipendono sia dalle caratteristiche delle società prima del “*going public*”, ma anche da quelle caratteristiche che le imprese potrebbero acquisire dopo.

La quotazione in borsa può avere molti vantaggi che vanno ben oltre una maggiore disponibilità di capitale. I principali vantaggi delle liste sono mostrati nella Figura 2.4.

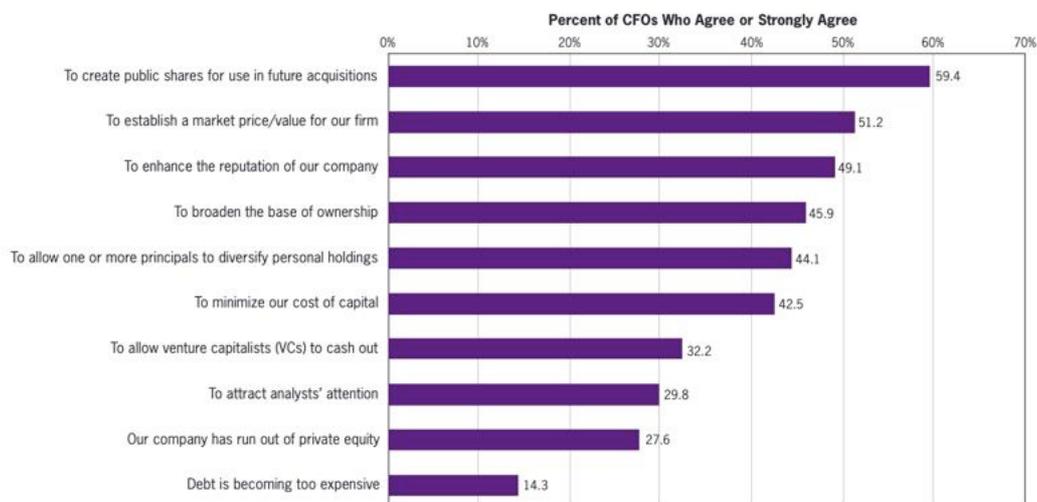


Figura 2.4: Evidenza empirica relativa ai principali motivi per cui i CFO propendono per la quotazione in borsa delle imprese.

Fonte: Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006), *Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications*. Journal of Applied Corporate Finance, 18: 107-117

La Figura 2.4 mostra che uno dei motivi principali per cui i CFO tendono a perseguire IPO è che l'azienda può godere di una migliore reputazione, diversificare le fonti di finanziamento e ridurre il costo del debito. Secondo il pensiero tradizionale, la quotazione è solo una fase di sviluppo dell'impresa. Pertanto, la decisione di procedere con una IPO è caratteristica di tutte le aziende che hanno raggiunto una fase di sviluppo "avanzata".

Se queste teorie sono corrette, allora la decisione fondamentale diventa decidere quando una società dovrebbe diventare quotarsi, piuttosto che continuare a utilizzare il debito per finanziare i suoi progetti, piuttosto che forme private di finanziamento come il *venture capital* e il *private equity*. Il momento ottimale

per condurre un'IPO determinato dal compromesso tra la riduzione al minimo dei costi di duplicazione delle informazioni ed evitare il premio per il rischio richiesto dai *venture capitalist*.²⁵

Sebbene ci sia del vero in queste teorie, non riescono a spiegare alcune delle tendenze osservate nel mercato. Ad esempio, ci sono molte grandi società che non sono quotate, soprattutto nei paesi europei, dove la quotazione è l'eccezione piuttosto che la regola. Quindi la quotazione in borsa sembra essere un'opzione, non una fase del ciclo di vita che tutte le aziende devono attraversare.

Altre teorie suggeriscono che ci sono fundamentalmente due fattori che influenzano la probabilità di una società di essere quotata in borsa. Innanzitutto, c'è il fatto che la valutazione delle società quotate operanti nella propria industria è positiva (la qualità della valutazione può essere espressa da multipli di mercato, come il *price to book value* al quale quotano società dello stesso settore). In secondo luogo, la probabilità che un'azienda decida di quotarsi in borsa è influenzata dalle sue dimensioni, quindi è più probabile che le aziende più grandi rispetto alle società più piccole si aprano al pubblico. Inoltre, le aziende non tendono a diventare pubbliche per finanziare progetti di investimento, ma piuttosto per riequilibrare le proprie finanze dopo un periodo di massicci investimenti e crescita.²⁶

Altre teorie suggeriscono che il fattore più influente nella decisione di una società per eseguire un IPO sia la *market condition*.²⁷ Si parla di "teoria del market timing", quando le aziende tendono a ritardare la quotazione in borsa se sanno di essere sottovalutate. Infine, altre teorie suggeriscono che le aziende realizzino un'IPO perché il prezzo delle azioni può essere utilizzato come indicatore della performance gestionale.²⁸

Il prezzo di un'azione contiene in realtà una serie di informazioni che non possono essere ottenute da documenti contabili e piani aziendali. Queste informazioni addizionali risultano utili in quanto permettono di strutturare degli incentivi manageriali ad hoc. È importante chiarire che la quantità di informazioni inclusa nel prezzo del titolo dipende dalla diffusione dell'azionariato della società. Pertanto, la concentrazione della proprietà è associata a incentivi manageriali più deboli e minore capacità del prezzo di agire da *performance monitoring*.

Dall'analisi dettagliata del processo iniziale di quotazione del settore ordinario di Borsa Italiana, si evince che l'IPO è un'operazione molto complessa, che coinvolge diverse fasi e soggetti diversi, e gli obiettivi sono spesso contrastanti. Affinché un'azienda abbia successo, tutti i soggetti coinvolti devono esercitare il massimo sforzo, convinzioni e obiettivi.

²⁵ Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). *A Theory of the Going-Public Decision*. *The Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279

²⁶ Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998), *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*. *The Journal of Finance*, 53: 27-64

²⁷ Lucas, D., & McDonald, R. (1990). *Equity Issues and Stock Price Dynamics*. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043

²⁸ Holmström, B., & Tirole, J. (1993). *Market Liquidity and Performance Monitoring*. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.

Un'analisi dettagliata di tutte le fasi di un'IPO mette in evidenza l'efficacia del processo e lo sforzo necessario per un'azienda pubblica, i suoi consulenti e tutte le parti interessate. Tuttavia, non c'è dubbio che la quotazione in borsa sia un'opportunità unica per l'azienda. Attraverso un'IPO, un'azienda può intraprendere nuovi progetti di finanziamento, diversificare le fonti di finanziamento e migliorare la reputazione dell'azienda aumentando la trasparenza delle sue relazioni interne ed esterne.

CAPITOLO 2: LE QUOTAZIONI NEL SETTORE DEL LUSSO ONLINE

2.1 INTRODUZIONE

In concomitanza con la conferenza annuale Altagamma Retail Insights 2021, la Fondazione Altagamma ha pubblicato un'analisi secondo la quale le vendite digitali del settore del lusso sono aumentate di quasi il 50% nel 2020, passando dai 33 miliardi di euro del 2019 a 50 miliardi, rappresentando il 23% del fatturato totale (12% nell'anno precedente). Secondo il rapporto, l'e-commerce di lusso dovrebbe raggiungere i 10,5-115 miliardi di euro entro il 2025, con un aumento del 30%.²⁹ Uno dei principali catalizzatori di questa crescita è stato sicuramente il Coronavirus che si è imposto come leva di crescita dell'*e-commerce*, accelerando il passaggio dalla vendita tradizionale nei punti vendita fisici al *retail online*.

Numerose, negli ultimi dieci anni, sono state le quotazioni di società operative in questa innovativa forma di mercato. Nel seguente capitolo si cercherà di dare una presentazione generale del settore e ne verranno analizzate le quotazioni delle aziende più rilevanti in termini di performance e dimensione.

2.2 L'ANALISI DEL SETTORE

Il settore dell'*e-commerce* ha origine nei primi anni Settanta con l'EDI, *Electronic Data Interchange*, un programma che permetteva la trasmissione di informazioni e documenti aziendali, come ordini di acquisto e fatture, in formato elettronico. In altre parole, un modo molto semplice per automatizzare gli acquisti. Nonostante gli enormi vantaggi dell'adozione di EDI, le aziende dovevano però sostenere un esborso finanziario significativo per la necessità di linee di collegamento con i partner commerciali; inoltre, eventuali modifiche al sistema erano molto frequenti a causa della diversa configurazione dei database aziendali. Pertanto, la trasmissione dei dati non era così semplice e diretta, e non era un sistema interattivo, in cui acquirenti e venditori potevano negoziare il prezzo della merce, ma soltanto accettare i termini della transazione. Successivamente sono state introdotte nuove funzionalità per compensare le esigenze di velocità, sicurezza, affidabilità e integrazione, che hanno portato alla nascita dell'*e-commerce* in senso stretto. Gli

²⁹ <https://it.fashionnetwork.com/news/Altagamma-l-e-commerce-del-lusso-e-cresciuto-del-50-nel-2020,1298087.html>

acquisti di beni e servizi vengono effettuati sul *World Wide Web*, utilizzando *server* sicuri, come HTTPS, che fungono da garante per i consumatori crittografando i dati sensibili dei clienti. Con comunicato stampa del 19 febbraio 1996 Olivetti Telemidia annunciava l'apertura di Cybermercato, il primo negozio virtuale in Italia e il primo in Europa, dal sito www.mercato.it (questo sito oggi non esiste più) in cui era possibile acquistare libri, regali, computer, prodotti multimediali e altro ancora. L'iniziativa fu trainata da La Rinascente, editori come Franco Maria Ricci e McGraw-Hill, Apple, Olivetti, Vobis, Dessilani, Parmadoro/Hero. Attualmente gli utenti internet sono circa 4,6 miliardi, rappresentando circa il 59% della popolazione mondiale di cui 4,3 accedono alle piattaforme online tramite mobile. La regione Asia-Pacifico è al primo posto in termini di numero di utenti, con 2,4 miliardi di persone che accedono a Internet, pari a oltre il 50% del totale. Alla fine del 2020 solo in Cina c'erano 990 milioni di utenti. Il tasso medio di penetrazione digitale è del 59%, con un picco del 70,4% in Cina, e ci sono circa 2 miliardi di siti web in tutto il mondo, 400 milioni dei quali sono inattivi. Secondo le ultime stime, l'e-commerce globale ha generato un fatturato di 10.780 miliardi, tra B2C e B2B³⁰. Il commercio al dettaglio online, che rappresentava il 23% del totale del 2019, ora ne rappresenta il 39%, a causa del calo delle transazioni B2B dovuto a un gran numero di chiusure di attività e all'aumento del B2C. Nel 2020, il fatturato dell'e-commerce B2C ha rappresentato il 18% delle vendite al dettaglio totali, rispetto al 13,6% nel 2019³¹, una cifra in crescita e positiva considerando che le vendite al dettaglio globali sono diminuite in media del 3%³². Prima della crisi, le vendite online delle aziende rappresentavano oltre il 30% (28% attraverso *Marketplace* e il 2% sul proprio sito). Durante questo periodo invece, il 65% delle vendite è stato realizzato online: il 38% dai *Marketplace* e il 27% dai negozi di marca. In Europa, l'*e-commerce* è stato valutato 477 miliardi di dollari nel 2015, l'Italia era al settimo posto con un valore stimato di 28,8 miliardi di euro. Rispetto al 2014 la crescita è stata vertiginosa: un aumento del 19%, un risultato che ha spinto sempre più aziende a utilizzare l'*e-commerce*, infatti circa 16.000 aziende hanno iniziato a offrire servizi online nel 2016, e il loro numero dovrebbe raggiungere le 50.000 entro 2025.

³⁰ \$6.5 Trillion Worldwide Business-to-Business E-Commerce Industry to 2027 - Impact of COVID-19 on the Market, ResearchAndMarkets, 2021

³¹ Worldwide ecommerce will approach \$5 trillion this year, eMarketer, 2021

³² Global Ecommerce Update 2021, eMarketer, 2021

Per approfondire il tema dell'*e-commerce* del mercato del lusso, ed in particolare del *luxury & fashion*, è necessario prima definire il concetto di “lusso”. Dal punto di vista degli economisti, il lusso rientra nei beni caratterizzati da domanda con elevata elasticità positiva rispetto al reddito; si contraddistingue per prodotti dal prezzo elevato, di alta qualità ed esclusivi. In generale il lusso rispecchia la ricchezza del Paese e può influenzare positivamente l'economia generando, ad esempio: maggiore occupazione, perciò, reddito per i dipendenti delle aziende del settore, permettendo anche una più grande riscossione delle imposte.

Il *fashion & luxury* può essere pensato come un segmento del più vasto settore del *luxury*. Tra i principali *competitors* si contano: il gruppo LVMH (proprietario dei *brands* Louis Vuitton, Fendi e Bulgari), il gruppo Richemont (proprietario dei *brands* Cartier, Montblanc e Piaget), il gruppo Luxottica (proprietario dei *brands* Ray-Ban, Persol e Vogue Eyewear) e il gruppo Kering (proprietario dei *brands* Gucci, Saint Laurent, Balenciaga e Pomellato). È un settore da sempre sotto osservazione degli investitori, probabilmente per la sua costante crescita negli ultimi due decenni, nonostante le grandi crisi finanziarie ed economiche avvenute.

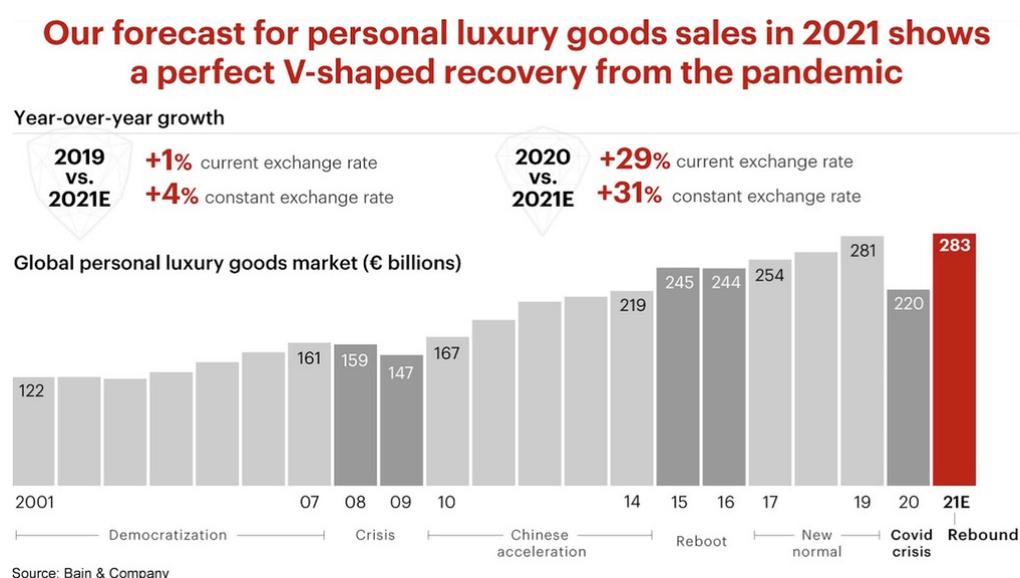


Figura 2.1: Valore del mercato dei *personal luxury goods* dal 2001 al 2021 (in miliardi di euro).

Fonte: Bain & Company

“I cambiamenti che hanno interessato l’industria del lusso negli ultimi 20 anni sono stati notevoli, e la crisi dovuta al Covid-19 ha rappresentato un Rinascimento per i *brand* del lusso. Se storicamente il settore era associato agli status, ai loghi e all’esclusività, i *brand* di lusso sono ora *player* attivi nelle conversazioni sociali, guidati da un rinnovato senso di responsabilità e di scopo”, ha commentato Claudia D’Arpizio.

Tornando al discorso dell'*e-commerce*, l’era digitale ha dovuto scontrarsi con coloro che ne erano avversi e tra i più scettici c’erano proprio i marchi del mercato del *luxury & fashion* a causa del timore di perdere

l'esclusività dei loro prodotti. Successivamente i Top brand ne hanno intuito le potenzialità, infatti nell'analisi realizzata da Fondazione Altagamma e Mckinsey sull'effetto che l'*e-commerce* ha sulle vendite dei prodotti di alta gamma, si evidenzia che il 6% dei beni di lusso per la persona sono venduti online³³.

È sempre più in crescita, infatti, il mercato dell'alta gamma online. La ricerca aveva difatti previsto per lo scorso 2020 che almeno il 12% degli acquisti di *luxury goods* fosse effettuato attraverso canali digitali, e che nel 2025 l'*e-commerce* penetrerà il settore per il 18%, mentre tra dieci anni quasi una transazione su cinque si effettuerà online, per un valore totale di circa 70 miliardi di euro. “I consumatori del lusso sono i più tecnologici, i più evoluti. Il lusso ha una bussola: il digitale” (Marco Catena, 2015)³⁴. Come ha affermato Federico Marchetti, CEO e fondatore di Yoox, “tutto dimostra che il lusso è destinato a diventare sempre più *digital*.” Hermès, Louis Vuitton e la maggior parte dei grandi marchi del lusso hanno già *shop online*. È in crescita il fenomeno dello “*showrooming*”, ovvero l'acquisto *online* dopo la selezione in un negozio tradizionale, e del *webrooming*, ovvero l'acquisto in negozio dopo aver navigato online. Ora è chiaro che i canali *online* e *offline* si completano a vicenda e non possono essere separati l'uno dall'altro e i canali digitali si stanno rivelando la nuova strada per il successo dei marchi di lusso. Tuttavia, un'attenzione particolare deve essere prestata agli articoli ultra-lusso come la gioielleria, che sono estremamente costosi e destinati a un piccolo gruppo di persone. In questo caso, molti studi hanno scoperto che la creazione di una *boutique online* può essere un investimento scarso a causa della relazione inversa tra prezzo e *shopping online*. Un altro elemento chiave dell'*e-commerce* di lusso è la presentazione del sito web, dove i clienti devono provare un senso di bellezza, unicità e cura anche nella fase di contatto iniziale. Particolare cura dei dettagli, selezione di colori meno accesi, disposizione degli spazi, per valorizzare il prodotto e indirizzare l'attenzione del consumatore sull'*asset* stesso. In sintesi, un sito *e-commerce* di lusso deve avere le stesse caratteristiche dei beni che vende: esclusività, originalità ed eleganza.

Successivamente alla pandemia il settore dell'*e-commerce* del lusso è stato particolarmente influenzato. Nonostante avessimo detto in precedenza che il settore del lusso sia da vent'anni in crescita, non significa che non abbia avuto delle oscillazioni durante questo arco temporale. Per recuperare le perdite le *Maison* principali hanno dovuto innovarsi e trovare nuove strategie per adattarsi alla nuova realtà post crisi. Infatti, dal 2020 al

³³ <https://www.wired.it/economia/lusso-digitale-2025online/>

³⁴ <https://it.linkedin.com/in/marco-catena-a22322>

2021 si è assistito ad un'accelerazione dal passaggio di vendita tradizionale al *retail online*. Un rapporto di Bain & Company ha rilevato che il mercato globale del lusso è diminuito di circa il 25% nel primo trimestre del 2020 a causa dell'attuale pandemia. L'Italia, è stata uno dei paesi più colpiti dalla crisi sanitaria, che ha avuto un forte impatto sull'industria del lusso poiché molte case di moda hanno sede e stabilimenti produttivi in Italia. Inoltre, l'industria del lusso è sempre più dipendente dal mercato cinese. La Cina, infatti, ha rappresentato il 90% della crescita del mercato globale dei beni di lusso nel 2019, secondo lo stesso studio condotto da Bain & Company. Pertanto, nel prossimo futuro, l'importanza dei clienti cinesi sarà più forte di oggi.³⁵

Comunque, la crisi in corso è servita a far capire al settore del lusso l'importanza di avere una presenza *e-commerce* credibile. Ad esempio, nel primo trimestre del 2020 Farfetch, rivenditore di *luxury goods online pure-play* è persino riuscito a crescere nonostante un ambiente difficile, aumentando il valore totale delle merci vendute dal "43% al 46%". L'azienda ha beneficiato di una migrazione accelerata alle piattaforme online dopo la chiusura della maggior parte dei suoi negozi. Anche L'Oréal ha dimostrato chiaramente l'importanza dei canali online in contesti difficili. Di fronte a tutte le chiusure di negozi in Cina, l'azienda ha registrato un aumento del 67% dei canali online solo in quel mercato ed un incremento del 53% a livello globale. Forse alcuni piccoli marchi che non hanno investito nell'*e-commerce* e non hanno liquidità in questo momento si troveranno presto in guai seri. Queste dinamiche porteranno a un ulteriore consolidamento nel settore, sia attraverso metodi organici, con l'abbandono da parte di alcuni del settore, sia attraverso fusioni e acquisizioni con marchi più forti.³⁶ La vendita di beni di lusso *online* è molto diversa dalla vendita di prodotti *online* nei settori della moda fast fashion. In effetti, il valore medio dell'ordine nello spazio dell'*e-commerce* di lusso è molto più alto. Ciò ha implicazioni dirette per le tendenze relative al comportamento di acquisto dei consumatori e alle tecniche di vendita. Molti marchi di *e-commerce* di lusso non si sono ancora adattati al processo digitale, innovando i modelli di business e affrontando grandi sfide. La tecnologia è parte integrante della vita di tutti i giorni per le nuove generazioni, che vogliono che anche i marchi del lusso possano interagire con loro attraverso vari canali digitali, garantendo un processo di acquisto facile e veloce³⁷. Infatti, secondo Deloitte: "i Millennial e la Gen Z, nonché le due generazioni nate tra il 1981 e il 2015, rappresenteranno il 40% del mercato del lusso entro il 2025". È rilevante, perciò, il tipo di strategia da adottare per rendere il proprio *store online* più accattivante e funzionale: i maggiori marchi internazionali stanno investendo sempre più parte del loro budget per pubblicità e sponsorizzazioni nei canali digitali piuttosto che in quelli tradizionali come le

³⁵ <https://www.salecycle.com/it/blog/strategia/settore-e-commerce-del-lusso/>

³⁶ <https://www.bluerating.com/mercati/164731/lusso-il-futuro-e-online-lanalisi-di-gam>

³⁷ <https://www.salecycle.com/it/blog/strategia/settore-e-commerce-del-lusso/>

pubblicità su giornali.³⁸ Inoltre, è importante mantenere l'essenza del marchio (motivo per il quale inizialmente molte aziende del *fashion & luxury* erano insicure nell'aprire un negozio digitale) e la fidelizzazione dei clienti. Possono perciò essere sintetizzate cinque tendenze tecnologiche che i *brand* di lusso hanno utilizzato per questi scopi³⁹:

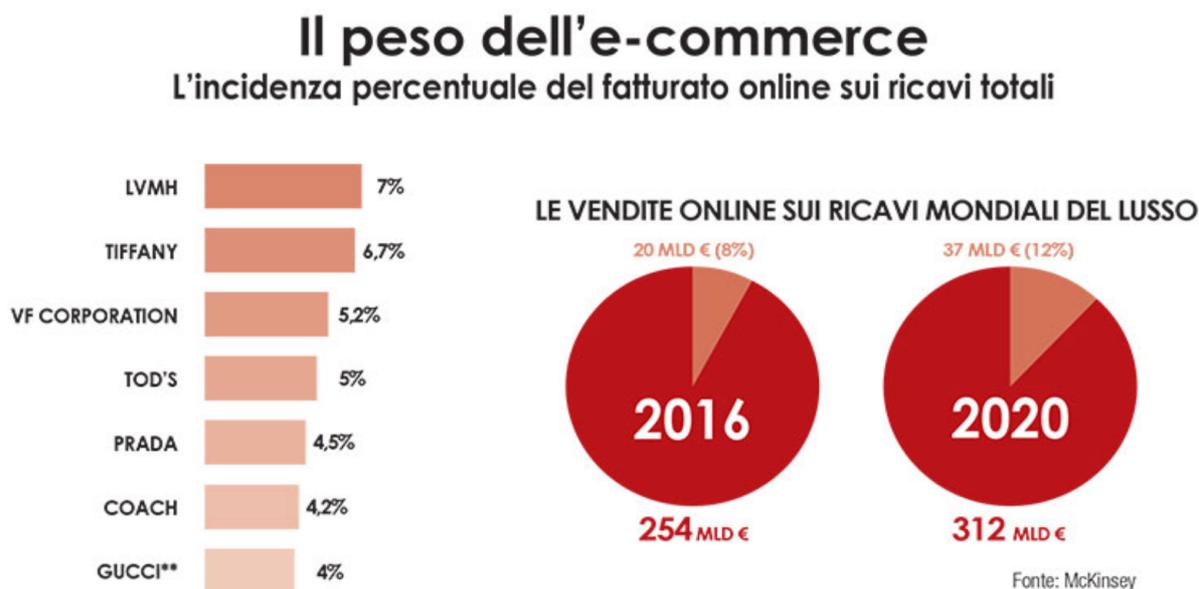
- 1) Esperienze personalizzate: possono realizzarsi offrendo un servizio clienti di alto livello, per stimolare il rapporto *online* tra cliente e marchio, offrendo confezioni regalo personalizzate (come hanno fatto Dior, Balenciaga o Prada), oppure sviluppando *app native* con focus su nuovi prodotti/ articoli selezionati/ accesso VIP a eventi privati. Rilevante è anche il commercio conversazionale. Essendo nel mondo del lusso fondamentale la conversazione durante il processo di vendita, aziende come Prada o Louise Vuitton hanno configurato *chatbot* basati sull'intelligenza artificiale per rispondere ad alcune domande dei clienti (relative ad acquisti, resi o consegne).
- 2) Intelligenza artificiale e apprendimento automatico: utile per sostenere le attività di marketing per offrire ai consumatori un'esperienza online migliore.
- 3) Live shopping: strategia che renda l'esperienza *online* paragonabile a quella nel negozio fisico.
- 4) Realtà virtuale: viaggiando attraverso mondi cibernetici come sfilate in 3D oppure attraverso la prova virtuale. Farfetch ha creato un software in collaborazione con Snap Inc. che permette agli utenti di cambiare i loro vestiti semplicemente parlando e contemporaneamente avere la possibilità di acquistarli.
- 5) Esperienza omnicanale: uniformare l'esperienza digitale con quella in negozio fisico attraverso opzioni come il ritiro in negozio.

Secondo McKinsey, per i prodotti *luxury goods* le vendite *online* rappresentano l'8% dello shopping globale, ovvero 254 milioni di euro. Ad esempio, Moncler ha registrato una crescita del suo canale diretto di *e-shop* del 30%, ed il suo valore è pari a quasi il 10% del fatturato totale, equivalente a quasi 1,5 miliardi di euro. Analoga è la crescita dell'*e-commerce* per LVMH, per la quale questo canale vale circa 3 miliardi. Chiara è la posizione dei Top brand per il futuro relativamente all'*online*: raddoppiare l'incidenza delle piattaforme digitali sul fatturato. Prada, infatti, già nel 2019 aveva programmato di aumentare dal 4% al 15% il valore del suo *webroom*. Secondo il report "*The age of digital Darwinism*" realizzato da McKinsey & Company, gli acquisti online di lusso conteranno nel 2025 i 74 miliardi, cioè il 19% del mercato del lusso globale. Importanti nel futuro saranno le piattaforme multimarca. Già nel 2019 secondo Goldman Sachs: "Tra il 2019 e il 2025, i

³⁸ Mc Kinsey, "The age of digital Darwinism"

³⁹ <https://vtex.com/it/blog/tecnologia-it/5-tech-trends-luxury-ecommerce/>

titoli di lusso beneficeranno di 23 miliardi di dollari di entrate totali dalle piattaforme online multimarca, che si rifletteranno in un aumento di 10 miliardi di dollari dell'EBIT. Si presume che i ricavi delle transazioni della dozzina di società intervistate su piattaforme di terze parti aumenteranno dall'attuale 1% al 10% nei prossimi cinque anni. Parlando di "stime conservative", gli analisti hanno ricordato che la quota del business online dovrebbe salire al 16% delle entrate totali entro il 2025, rispetto al 7% di oggi."



Fonti: comunicati stampa, dichiarazioni, siti specializzati
 *A&F, il valore indicato in tabella si riferisce alle sole vendite negli Stati Uniti
 **Gucci ha specificato che il valore percentuale si riferisce esclusivamente al proprio canale e-commerce

Figura 2.2: il peso dell'e-commerce

Fonte: McKinsey

2.3 L'EVOLUZIONE DELLE QUOTAZIONI NEL SETTORE

Ciò che guida all'utilizzo del mercato azionario da parte di un'azienda è una moltitudine di variabili che vanno oltre le caratteristiche interne e del settore in cui questa opera. Durante il processo di valutazione vengono presi in considerazione anche fattori esterni quali l'evoluzione dei mercati finanziari di riferimento, la loro rilevanza su scala globale, le normative fiscali e gli organismi di riferimento.

I mercati finanziari influenzano la politica e la strategia delle società pubbliche, poiché la quotazione in borsa fornisce loro l'accesso a nuove fonti di finanziamento esterno per i loro progetti di investimento. Da un lato, il modo, la facilità e la propensione di un'azienda ad aprirsi al mercato dipendono dalla sua struttura, sviluppo e

organizzazione. D'altra parte, l'evoluzione e l'espressione dei diversi listini sul mercato dipende dalle caratteristiche delle aziende che vi operano.⁴⁰

L'economia italiana è stata storicamente considerata dalla letteratura come *bank-oriented*, in quanto il principale canale di finanziamento delle imprese è sempre stato il sistema bancario. In questo caso, il mercato dei titoli gioca un ruolo marginale: il numero di società quotate è inferiore a quello dei cosiddetti paesi *market oriented* (come Regno Unito e Stati Uniti), in cui sono solitamente le società più grandi e spesso consolidate ad aprire al pubblico. Influenzato dal contesto industriale del Paese, il mercato azionario italiano è ancora caratterizzato da una bassa capitalizzazione di mercato e da poche società quotate. I fattori che contribuiscono al sottosviluppo del mercato azionario italiano sono una legislazione severa, una politica fiscale particolarmente severa.

Un sistema di finanziamento efficiente è indispensabile per il sistema imprenditoriale perché permette la crescita economica del Paese. È necessario che si aggiorni nel tempo, come accadde negli anni Novanta in cui, durante il processo di integrazione europeo, si realizzò una promozione dei mercati mobiliari così da facilitare la competizione delle imprese su scala internazionale e principalmente per creare un'alternativa al canale bancario.

Come anticipato nel Capitolo 1, i mercati mobiliari sono una delle principali fonti di finanziamento per le imprese, soprattutto se operano in paesi con sistemi finanziari avanzati. La quotazione delle azioni in borsa fa parte del *framework* e rappresenta il modo più comune in cui le aziende utilizzano i mercati dei capitali. Le aziende che scelgono di quotarsi possono continuare a perseguire i propri obiettivi senza modificare la propria struttura finanziaria o identificare partner con lo stesso *business plan*⁴¹. Pertanto, la quotazione è considerata la modalità più favorevole di ricorso al mercato.

Mentre la parola “quotazione” è spesso associata alle grandi aziende, questa è più appropriata per le aziende di medie dimensioni. Grazie alla maggiore flessibilità, sono in grado di modificare la propria struttura aziendale in meno tempo rispetto alle aziende più grandi. La quotazione in borsa consente alle aziende di sfruttare le opportunità offerte dalla globalizzazione del mercato, garantendo un profilo più elevato nel mondo finanziario, grazie all'esposizione mediatica delle società quotate, sia agli investitori che al pubblico non investitore. L'IPO presenta quindi un grande peso strategico, soprattutto guardando al medio/lungo termine.

⁴⁰ Banfi A. (a cura di) (2013), *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della Borsa*, 7 ed., ISEDI Editore

⁴¹ Fabrizi P.L (2016), *Economia del mercato mobiliare*, 6 ed., EGEA

Nel breve termine l'operazione ritrae un periodo di incostanza della gestione aziendale, specialmente nel settore della moda e del lusso, in cui la filiera e le interconnessioni tra i vari attori accrescono le variabili che la società deve contemplare nella valutazione.

Come già spiegato nel Capitolo 1, l'azienda deve caratterizzarsi per dei requisiti sia formali che sostanziali per entrare nel mercato azionario. I primi sono delineati da Borsa Italiana S.p.A., e cambiano relativamente al listino in cui l'azienda vuole quotarsi. I secondi, slegati da una normativa vera e propria, sono relativi a caratteristiche di *management* aziendale, finanziarie ed organizzative.

A tal riguardo, la Società di Consulenza Pambianco, punta di diamante nell'assistenza strategica delle Aziende di Moda, Lusso e del Design, realizza ogni anno una ricerca: "Le quotabili", con lo scopo di riconoscere le aziende del settore che hanno le caratteristiche per entrare nel mercato azionario entro un periodo temporale di tre o cinque anni. La classifica si costruisce partendo da un campione di 250 aziende che però abbiano un fatturato maggiore di 50 milioni nell'esercizio precedente. Poi, vengono ordinate secondo il Modello di Valutazione della Quotabilità (idealizzato da Pambianco), secondo otto parametri a cui ad ognuno viene attribuito un peso⁴²:

| Fattori | Peso % |
|---|------------|
| 1. crescita % (2016 su 2013) | 18 |
| 2. ebitda % medio (2016-2015-2014) | 18 |
| 3. notorietà del marchio | 16 |
| 4. dimensione | 13 |
| 5. export | 13 |
| 6. retail (negozi diretti) | 9 |
| 7. indebitamento | 8 |
| 8. fascia di mercato (lusso, medio/alta, media) | 5 |
| Totale | 100 |

Figura 2.3: Il modello di Pambianco per la determinazione de "Le quotabili"

Fonte: www.pambianco.com

Un punteggio da 1 a 10 viene assegnato ad ogni società per ogni fattore, rispetto ai dati di bilancio degli ultimi tre anni. Per i fattori notorietà del marchio, export e fascia di mercato il peso viene corrisposto relativamente

⁴² www.pambianco.com

ad analisi qualitative realizzate da società di consulenza. Ovviamente, la classifica non è vincolante per le aziende, ma potrebbero servirsene per un iniziale valutazione dell'*enterprise value*.

Attualmente, lo *S&P Global Luxury*, indice rappresentativo del settore del lusso in cui rientrano 80 delle maggiori società quotate, ha raggiunto nel 2018 un risultato di 487,72 contro 296,35 del tradizionale indice *S&P Global BMI*⁴³. Questo evidenzia che “il settore del lusso, negli ultimi dieci anni, ha registrato guadagni medi annui nell’ordine del 15-20%”, dice Terrizzano (*BNP Paribas Asset Management*).

Il settore finanziario ha mostrato un notevole interesse per il settore della moda e dei beni di lusso, il che è attribuito al tasso di crescita a doppia cifra del settore che lo distingue dagli altri. Ogni anno Borsa Italiana collabora con Bank of America, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Mediobanca e Vogue organizzando un *roadshow* collettivo chiamato *Luxury & Finance*. L'evento, che si tiene a Palazzo Mezzanotte, consente alle aziende del listino italiano e alle aziende interessate di avere incontri *one-to-one* con gli analisti delle banche d'affari più famose del mondo, presentando conti e strategie⁴⁴. Negli ultimi anni la quasi totalità delle poche società del listino MTA di Borsa Italiana appartengono al settore della moda e dei beni di lusso. Intorno al 2010 c'è stata una vera ondata di offerte: YOOX nel 2009, Salvatore Ferragamo e Prada nel 2011, Brunello Cucinelli nel 2012, Italia Independent e Moncler nel 2013. La quotazione in borsa offre loro il nuovo capitale di cui hanno bisogno per supportare la loro strategia di internazionalizzazione e aumentare il valore del marchio.

Parlando di *e-commerce* nel settore del lusso, le quotazioni principali sono sicuramente quelle di Farfetch, LuisaViaRoma, Yoox e MyTheresa, sia per le risorse raccolte attraverso l’offerta ma anche per l’*awareness* generata tra il pubblico di investitori e non. All’analisi del caso Mytheresa verrà riservato il Capitolo 3 dell’elaborato, mentre le altre quotazioni verranno esaminate nei paragrafi seguenti.

2.3.1 LA QUOTAZIONE DI YOOX

Una delle quotazioni di maggior successo nel *luxury fashion e-commerce* è quella di YOOX.

Yoox nasce nel 2000 grazie a un prestito di 25 milioni di euro della società di *venture capital* italiana Elserino Piol. Da 15 anni l'azienda lavora attraverso negozi *online* multimarca come yoox.com, shooscribe.com, thecorner.com e numerosi altri negozi online monomarca dal 2006. La quotazione alla Borsa di Milano risale al 3 dicembre 2009 e l'IPO ha generato un totale di 95 milioni di euro. Quel giorno la società è stata valutata 217 milioni di euro. Oggi è salita a 1,44 miliardi. Nel 2014 l'utile netto è stato di 524,3 milioni di euro, in aumento del 15% rispetto all'anno precedente.⁴⁵

⁴³ https://www.osservatoriofinanziario.it/luxury/investire_azioni.html

⁴⁴ www.borsaitaliana.it

⁴⁵ <https://www.am.pictet/it/blog/articoli/mercati-e-investimenti/il-successo-di-yoox-una-storia-finanziaria-poco-all-italiana>

Sembra una storia della Silicon Valley: la startup è stata fondata da un ex studente modello che ha persino avuto successo attirando nomi come Net-a-Porter. Piuttosto, è la storia di una borsa italiana, con un'azienda focalizzata sui mercati, sulle nuove tecnologie e sui prodotti italiani come la moda. La miscelazione sembra funzionare. La società ha debuttato nel segmento STAR, crescendo dell'8,37% a 4,66 euro, dopo aver toccato un picco a 4,97 euro, mentre il valore del collocamento è stato di 4,33 euro. Il prezzo era stato fissato nella parte superiore della fascia di prezzo (3,6-4,5 EUR) indicata al momento della sottoscrizione delle azioni. Il volume è stato elevato, avvicinandosi a 10 milioni di azioni trattate. Il collocamento del Gruppo YOOX è stato totalmente coperto. La società ha annunciato di aver ricevuto oltre 105,6 milioni di richieste per 24,33 milioni di azioni durante il periodo di offerta.

Hanno partecipato investitori istituzionali, chiedendo di acquistare oltre 103,3 milioni di azioni. Di questi, 82 milioni provenivano da 73 investitori esteri, mentre le restanti 21,3 milioni sono state richieste da 32 investitori italiani. YOOX Group ha potuto soddisfare solo una parte della domanda. I piccoli depositanti sono apparsi più indifferenti verso l'offerta, richiedendo un totale di 2,33 milioni di azioni, inferiore ai 2,45 milioni di azioni riservate in fase di sottoscrizione. Ciò significa che la quota riservata al *retail* non fu interamente coperta, nonostante siano state soddisfatte tutte le esigenze dei piccoli risparmiatori.

Sulla base del prezzo di offerta, il capitale iniziale totale di YOOX Group è di poco superiore a 216,7 milioni di euro. Tenuto conto dei risultati conseguiti nel 2008 e della capitalizzazione iniziale, il rapporto prezzo/utile netto è di poco superiore a 90. Il rapporto tra *enterprise value* (dato dalla differenza tra capitalizzazione stimata e posizione finanziaria netta al momento della quotazione) ed EBITDA è 29. D'altra parte, EV/Ebit è di circa 41.

Nel prospetto informativo, i vertici del Gruppo YOOX hanno confrontato i dati con i multipli calcolati per tre società internazionali attive nel settore dell'*e-commerce*. Il rapporto P/E medio per queste società è di circa 48, mentre l'EV/Ebitda medio per queste società è 30. Inclusa come azienda di riferimento anche Amazon: colosso statunitense che calcola un p/e di 65, mentre l'EV/Ebitda è di 35.

Attraverso l'emissione di azioni, YOOX Group ha raccolto con successo 26,8 milioni di euro, inclusi i costi di quotazione.

I dirigenti della società ribadirono che parte del ricavato della quotazione sarà stato utilizzato per entrare in un nuovo mercato, molto probabilmente l'Asia, dove si sarebbe concentrata la crescita nei prossimi anni. Una parte, invece, sarebbe stata impiegata per sviluppare la piattaforma tecnologica ed una quota residuale per finanziare future acquisizioni.⁴⁶ Dal prospetto informativo della società, si può estrapolare un ulteriore fine dell'aumento di capitale: per accelerare la strategia di espansione internazionale, il Gruppo rafforzerebbe gli investimenti in *web marketing* e comunicazione.

⁴⁶ <https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/yoox-l-ipo-piace-a-piazza-affari>

Gli strumenti finanziari offerti da Yoox sono state azioni, emesse ai sensi della legislazione italiana, nominative e dematerializzate, e denominate in euro. In particolare, sono azioni liberamente trasferibili ed indivisibili ed ognuna da diritto a un voto in tutte le Assemblee, ordinarie e straordinarie, e inoltre anche ad altri diritti patrimoniali e amministrativi.

A più di quattro anni dalla quotazione del 3 dicembre 2009, prima IPO di Borsa di Milano dopo un digiuno di 17 mesi, e unica dell'anno, Yoox ha chiuso il 2013 con numeri record, diventando la prima "pura" azienda digitale, entrando nella Fondazione Altagamma. Il 5 marzo 2014 il consiglio di amministrazione di Yoox ha approvato i conti, che erano in buono stato: l'utile netto ha raggiunto i 455,6 milioni, con un incremento del 21,2% rispetto al 2012. L'EBITDA è stato di 43,1 milioni, in crescita del 34,2%, il margine è stato del 9,5%, in crescita dell'8,5%, il risultato netto è stato di 12,6 milioni (+23,9%). Positive anche tutte le "metriche chiave del business" ha affermato Marchetti: "I visitatori unici mensili medi sono stati 13,2 milioni, gli ordini lordi sono stati 2,8 milioni, l'Aov (valore medio dell'ordine) è stato di 254 euro e la crescita netta è stata di 206 euro. Nel 2013, abbiamo anche registrato 1,1 milioni di clienti attivi".⁴⁷

Yoox era una Pmi alla nascita, adesso sicuramente non lo è più. Ma certamente è un'azienda esempio per tutte quelle bloccate nello sviluppo della parte digitale. come spiegò, nel 2014, Stefano Sordi⁴⁸: "Nonostante la costante crescita del comparto e-commerce in Italia, il nostro paese si posiziona al venticinquesimo posto su 28 nella classifica relativa alla penetrazione del commercio elettronico in Europa, riuscendo a scalzare esclusivamente Grecia, Bulgaria e Romania. Questo dato, sicuramente poco incoraggiante, è accompagnato da ulteriori numeri che non fanno presagire nulla di buono: in Italia solo il 6% delle imprese italiane vende online (a fronte di una media del 15% nel resto dell'Unione Europea). Viene quindi da chiedersi come siano giustificabili questi numeri e perché le imprese italiane, e soprattutto le Pmi, non colgano i vantaggi che l'e-commerce potrebbe offrire loro. Di sicuro, il Digital Divide nel Paese pesa enormemente sullo sviluppo delle attività commerciali in rete delle piccole e medie imprese italiane. Ma spesso mancano, oltre alle comuni infrastrutture digitali, delle strategie di vendita e comunicazione nel mercato online. Da ciò si evince che le barriere per le Pmi sono più d'una, ma le più ostiche da battere sono quelle culturali, in quanto le imprese non hanno una reale consapevolezza delle enormi opportunità del mondo dell'e-commerce".

2.3.2 LA QUOTAZIONE DI FARFETCH

Un'altra quotazione protagonista nel mondo dell'*e-commerce* del lusso *online* è sicuramente quella di Farfetch, che decise di debuttare a Wall Street. L'azienda è stata una delle prime, insieme all'italiana Yoox (di cui ne abbiamo precedentemente discusso la quotazione), a lavorare nell'area dell'*e-commerce* dell'abbigliamento

⁴⁷ https://nova.ilsole24ore.com/progetti/il-lusso-si-reinvento-online/?refresh_ce=1

⁴⁸ https://nova.ilsole24ore.com/progetti/il-lusso-si-reinvento-online/?refresh_ce=1

firmato, guadagnandosi un grande vantaggio competitivo. È stata fondata dal portoghese José Neves nel 2007, il *marketplace* ospitava già più di 2.900 *brand* di lusso, e con quasi tutti strinse collaborazioni esclusive, proponendo ai clienti un portafoglio prodotti completo: abbigliamento, borse, accessori e calzature. I partner sono internazionali e vengono da 190 paesi differenti. La piattaforma è disponibile in 12 lingue diverse e offre varie modalità di spedizione, come la consegna in giornata, e un servizio che consente di ricevere i prodotti in circa 90 minuti. Farfetch, nel corso degli anni, ha ricevuto investimenti da grandi gruppi come Condé Nast, che hanno permesso un'accelerazione dell'espansione della società. Inoltre, l'impresa conta anche sul sostegno dal colosso cinese della vendita al dettaglio JD.com, che iniettò nella società 397 milioni di dollari e dalla società di investimento Temasek con sede a Singapore. In un momento in cui la sua attività di vendita online era in piena espansione, Farfetch ha deciso di scommettere su un partner strategico. Gli esempi includono la *partnership* con Chanel per offrire ai clienti un'esperienza digitale personalizzata nelle boutique, o Burberry per portare *online* l'intero inventario del marchio e Harvey Nichols per accelerare le vendite *online* per la catena del Regno Unito. Da non dimenticare la recente acquisizione del *digital player* cinese CuriosityChina per consentire alle aziende *partner* di crescere più velocemente nel mercato asiatico.⁴⁹

Inoltre, Farfetch può contare su tecnologie affidabili come il sistema "*Black and White Solutions*", che consente ai *brand* di attivare canali *web* all'interno del portale Farfetch, e ricevere supporto a 360 gradi nella gestione delle operazioni di pagamento per proteggersi dalle frodi e supporto logistico generale. O come l'unità "*Store of the Future*", che punta a coniugare il mondo digitale con il retail fisico (vedi accordo con Chanel). In sostanza, Farfetch agisce come una community, in grado di attrarre investimenti da aziende del lusso come Valentino e Dior per rafforzare la propria presenza digitale. C'è un ingrediente vincente: lo speciale "potere di connessione" che simili *player* sono in grado di creare con il consumatore finale.

Il 21 settembre del 2018, Farfetch si quotò in Borsa. Ha debuttato sul New York Stock Exchange con il *ticker* FTCH, registrando un impressionante risultato. L'obiettivo della raccolta era di 885 milioni di dollari: azienda e *shareholders* erano disposti a vendere, rispettivamente, 33,6 milioni e 10,6 milioni di azioni. L'intervento da parte di Jd.com, attraverso l'acquisizione di azioni in collocamento privato, ha aumentato l'ottimismo attorno all'IPO dell'azienda ma come spiegò il *Financial Times*, l'unico rischio, che avrebbe potuto ostacolare una buona performance dell'offerta, era attribuito alla località di costituzione della società, cioè le isole Cayman. Nonostante ciò, un gruppo di sottoscrittori, guidato da Goldman Sachs, JPMorgan e UBS, ha quotato la società a un prezzo superiore a quello iniziale di \$ 14- \$ 16 per azione e una successiva ripresa tra i 17 e 19 dollari. La società è stata quotata in Borsa a \$ 20 per azione con una valutazione IPO superiore al suo obiettivo di oltre \$ 885 milioni. Le azioni Farfetch hanno chiuso il primo giorno in rialzo del 42% (a \$ 28,45, ma hanno anche

⁴⁹ <https://forbes.it/2022/03/31/la-clinica-milanese-specializzata-nellantiage-che-vuole-conquistare-anche-leuropa/>

superato quota 30). Dopo essere stata quotata in Borsa, la società ha portato il suo valore di mercato a 5,8 miliardi di dollari.⁵⁰

Dall'IPO di Farfetch nel 2018, le sue azioni hanno subito forti fluttuazioni. La prima e più rilevante fluttuazione negativa è arrivata nell'agosto 2019 quando la società ha annunciato l'acquisizione del gruppo New Guards. Il prezzo delle azioni Farfetch ha subito un forte calo da US \$ 18,25 a US \$ 10,13 (-44,4%). Questo era attribuito ai dubbi degli investitori circa il cambiamento del piano industriale della società, in quanto loro si aspettava che Farfetch si concentrasse sul suo mercato e su una strategia *asset-light* sfruttando il rapporti instaurati con boutique esterne. Con questo investimento, tuttavia, quella prospettiva ha cambiato, con l'azienda che possiede diversi designer, cresce verticalmente e si allontana un puro modello di *business* del rivenditore. Il prezzo delle azioni è gradualmente aumentato nel tempo di fronte al secondo grande cambiamento all'inizio di novembre 2020 quando è passato da \$28,13 a \$43,84 in soli 9 giorni, con un aumento di 55,8%. Questo aumento è stato causato dall'annuncio di un accordo tra Farfetch, il colosso cinese Alibaba e Richemont, che ha portato grandi prospettive per il futuro dei Farfetch mercato.⁵¹ Nonostante il calo del 2019, la quotazione di Farfetch rappresenta una di quelle di maggior successo nel settore dell'*e-commerce* di lusso, probabilmente grazie al suo modello di *business*.

Ricapitolando, l'industria dei *personal luxury goods*, in particolare, è un settore strategico per il suo forte *appeal* internazionale. La forte spinta all'internazionalizzazione ha spinto le aziende della moda e dei beni di lusso a quotarsi in borsa ed a nuove aziende ad innovarsi entrando nel mondo digitale. Yoox (2009), Farfetch (2018) e MyTheresa (2021) sono tra le IPOs più significative nel mondo *e-commerce* del lusso: sia per l'ammontare delle nuove risorse finanziarie raccolte, sia per la consapevolezza generata dagli investitori e dal non. La continua crescita del settore negli ultimi 20 anni conferma il suo potenziale e ulteriori stime di crescita suggeriscono che questa tendenza non cambierà per almeno i prossimi cinque anni.

⁵⁰ <https://www.pambianconews.com/2018/09/24/per-farfetch-12-miliardi-di-dollari-dallipo-244239/>

⁵¹ https://run.unl.pt/bitstream/10362/122617/1/2020-21_fall_40895_david-goncalves.pdf

CAPITOLO 3: IL CASO MYTHERESA

3.1 INTRODUZIONE

Il presente capitolo descrive la quotazione nella Borsa di New York di MyTheresa, una dei *leader* dell'*e-tailer* del lusso assieme alle precedenti già quotate come Yoox e Farefitch.

Spinta da una strategia di internazionalizzazione per sviluppare i propri canali *retail* e da aspettative di crescita ottimistiche per il settore dell'*e-commerce* al momento della scelta di quotarsi, Mytheresa rappresenta una delle principali IPO nel lusso *online*.

Nel secondo paragrafo verrà presentata la storia del Gruppo Mytheresa, con un focus particolare sugli eventi che ne hanno segnato la storia e le strategie che ha adottato nel tempo, oltre ad una discussione del suo rapporto con Neiman MarcusGroup.

Il terzo paragrafo analizza la situazione finanziaria della società nei due anni precedenti la sua quotazione (2019-2020) e trae le principali ragioni per cui la società si è quotata in Borsa.

Infine, il quarto paragrafo descriverà le ulteriori ragioni che hanno portato la società a scegliere di quotarsi e descriverà la struttura societaria del Gruppo. Verrà inoltre descritta la composizione dell'Offerta, il processo di quotazione e il suo impatto sulla redditività del Gruppo.

3.2 LA STORIA DEL GRUPPO

Il marchio Mytheresa nasce oltre 30 anni fa, nel 1987, a Monaco da Christoph Botschen e Susanne Botschen, come *boutique* multimarca dal nome originario “THERESA”, offrendo un’ampia selezione di pezzi di designer dei *brand* più esclusivi del settore moda come Prada, Valentino e Balenciaga e affermandosi sempre più da diventare punto di riferimento modaiolo per le donne⁵². Era il 2006 quando MyTheresa decise di ingrandire la propria base di clienti a livello globale, lanciando così una estensione di *e-commerce* e creando la versione *web* del *concept-store* di Monaco, con i primi uffici situati direttamente sopra la *boutique*. Il sito inizialmente disponibile in inglese e tedesco è stato poi tradotto in italiano e francese nel 2012, in arabo nel 2015, in cinese nel 2016 e in coreano dal 2017 e dall’aprile 2018, anche in spagnolo. Già da subito, la piattaforma proponeva

⁵² <https://www.bergamonews.it/2013/10/07/mytheresa-com-la-modapassa-anche-dalla-reteda-monaco-a-tutto-il-mondo/180448/>
38

più di 170 marchi internazionali, i cui capi e accessori vengono ancora oggi selezionati dalle sfilate delle principali *fashion week*. Ogni settimana il sito viene aggiornato con una media di 250 nuovi capi consentendo ai clienti accesso alle tendenze e stili più recenti.

Uno dei motivi principali che ha consentito a MyTheresa di raggiungere il successo è sicuramente il suo moderno centro logistico. Grazie a questa risorsa l'azienda è capace di garantire un servizio di spedizione veloce e affidabile in più di 133 paesi e non oltre le 72 ore. Inoltre, tra le priorità della piattaforma rientrano la massima sicurezza nei pagamenti e la protezione dei dati personali dei clienti, elementi che rassicurano i consumatori e li convincono maggiormente ad acquistare. Gli utenti sono anche più propensi all'acquisto anche grazie alle politiche di reso e restituzione, gratuiti fino a un massimo di 30 giorni. Ulteriori punti di forza del sito sono: il servizio clienti, sempre a disposizione, e la possibilità di servirsi di un *fashion advisor* per scegliere i prodotti più adatti.

Un punto di svolta per la società si ha nel 2014, quando Neiman Marcus Group LTD LLC. decise di acquistare sia THERESA che MyTheresa. L'acquisizione si è rivelata strategica, ed entrambe le parti ne hanno beneficiato. Secondo Karen Katz, CEO di Neiman Marcus, l'acquisizione consente alla società con sede a Dallas di continuare ad espandersi a livello internazionale. Ma la dichiarazione specifica che l'organizzazione con sede a Monaco sarebbe rimasta indipendente e che i suoi dirigenti, tra cui Thomas Müller, Jens Riewenherm e il direttore acquisti Justin O'Shea, sarebbero rimasti al loro posto, riferendo a Joshua Schulman, presidente di Bergdorf Goodman.⁵³ Per i primi nove mesi del suo anno fiscale, iniziato all'inizio di agosto 2013, il gruppo ha visto aumentare le vendite totali su base comparabile del 5,7% a 3,7 miliardi di dollari (2,9 miliardi di euro). Il gruppo acquisito invece, affermò di essere lieto di aver trovato un *partner* strategico con molta esperienza. I fondatori hanno poi affermato: "Il Gruppo Neiman Marcus comprende perfettamente il DNA della moda di lusso di mytheresa.com e del negozio THERESA e supporta il continuo percorso di crescita internazionale della nostra attività. Entrambe le parti trarranno vantaggio da questa partnership e siamo orgogliosi di far parte del portafoglio NMG. Vorremmo ringraziare il *team* di Acton che ci ha aiutato molto nel ridimensionare il business e l'organizzazione, mantenendo intatto lo spirito di un'azienda guidata dal fondatore".⁵⁴ Perciò l'acquisizione ha contribuito alla crescita globale di entrambi i gruppi potendo offrire a MyTheresa nuovi capitali da poter investire per il proprio sviluppo.

Nel settembre 2018, il rivenditore di lusso ha trasferito la filiale alla holding madre The Neiman Marcus Group Inc., che è di proprietà di Ares Management LP e del Canada Pension Plan Investment Board.⁵⁵ Al momento del suo trasferimento da Neiman Marcus Group Ltd. a The Neiman Marcus Group Inc., Mytheresa non era

⁵³ <https://us.fashionnetwork.com/news/neiman-marcus-acquires-mytheresa,528929.html>

⁵⁴ <https://www.businesswire.com/news/home/20140915005200/en/Neiman-Marcus-Group-to-Acquire-Mytheresa.com>

⁵⁵ Nel settembre 2018, il rivenditore di lusso ha trasferito la filiale alla holding madre The Neiman Marcus Group Inc., che è di proprietà di Ares Management LP e del Canada Pension Plan Investment Board.

soggetta alle stesse regole del contratto di credito delle altre unità della società. La mossa, che ha allontanato Mytheresa dalla portata dei creditori, ha portato gli amministratori fiduciari di alcuni investitori a citare in giudizio The Neiman Marcus Group Inc. e i suoi proprietari di private equity per il trasferimento aziendale del sito di e-commerce. Questi creditori avevano affermato che il rimescolamento di Mytheresa era costato a Neiman Marcus Group Ltd. il suo "bene gioiello della corona da miliardi di dollari", in particolare perché la catena di grandi magazzini Neiman Marcus stava affrontando un alto rischio di insolvenza a causa del debito derivante dal Gruppo Neiman Marcus Acquisto di private equity da parte di Inc. (Neiman Marcus è stato gravato di circa \$ 6 miliardi di debiti dopo il suo acquisto nel 2013 da Ares e CPPIB.) L'obiettivo del trasferimento, avevano ipotizzato gli esperti, era quello di attutire Mytheresa in caso di fallimento. Nel tentativo di invertire la propria attività, le cui pressioni sono durate anni, The Neiman Marcus Group Inc. ha annunciato ad aprile del 2020 che stava esplorando alternative strategiche per Mytheresa per raccogliere capitali, inclusa la potenziale vendita del sito o IPO. Tuttavia, la pandemia di coronavirus – che ha costretto la chiusura degli striscioni Neiman, Last Call e Bergdorf Goodman – ha portato alla fine di Neiman Marcus. Dopo settimane di speculazioni sul fallimento, la società indebitata ha presentato istanza di protezione dal Capitolo 11. Ha assicurato \$ 675 milioni di finanziamenti dai creditori per continuare le operazioni durante il procedimento. "Prima del COVID-19, Neiman Marcus Group stava compiendo solidi progressi nel nostro viaggio verso una crescita redditizia e sostenibile a lungo termine", ha dichiarato Geoffroy van Raemdonck, presidente e CEO di The Neiman Marcus Group Inc., in un comunicato. "Tuttavia, come la maggior parte delle aziende oggi, stiamo affrontando interruzioni senza precedenti causate dalla pandemia di COVID-19, che ha esercitato una pressione inesorabile sulla nostra attività". Tuttavia, Neiman Marcus non rese disponibile 1 miliardo di dollari di *asset* MyTheresa nei confronti dei suoi creditori. Tentando questa ristrutturazione del debito, il gruppo texano è risultato insolvente e in default rispetto alle sue obbligazioni. La scelta strategica è stata quindi quella di allontanare le attività di maggior valore dell'azienda dai creditori, che ha avuto come conseguenza l'inizio di molte battaglie legali, ma che in qualche modo ha preservato MyTheresa che ora fa capo a Neiman Marcus Group Inc, una sua *parent company*.

Le tensioni del Gruppo Naiman con i suoi creditori non hanno interferito sulle *performace* dell'*e-tailer*. A gennaio del 2021 MyTheresa decide di quotarsi in Borsa e per il secondo semestre del 2022 si prevede una continua crescita del fatturato. In particolare, nel 2020 ha registrato un giro d'affari di 450 milioni di euro, e soltanto il *business online* si è ingrandito del 20% conseguentemente ampliando anche la redditività. Nel 2021, hanno della quotazione, l'*e-commerce* di Monaco ha conosciuto una forte espansione globale: gli Stati Uniti sono stati il principale motore di crescita, con un più 48,7% rispetto all'anno fiscale precedente.

Le transazioni lorde di merci sulla piattaforma di e-commerce sono aumentate del 29,7% su base annua a 163,9 milioni di euro, rispetto ai 126,4 milioni di euro dell'anno precedente. Le vendite nette si sono incrementate

del 24,9%, a 157,8 milioni di euro. Il margine di profitto lordo dell'azienda di lusso digitale è stato del 49%, rispetto al 46,4% dell'anno precedente. L'EBITDA rettificato è stato di 14 milioni di EUR rispetto a 10,4 milioni di EUR nel 2020, mentre l'utile operativo rettificato è stato di 11,8 milioni di EUR rispetto a 8,4 milioni di EUR nello stesso periodo dell'anno precedente.⁵⁶

Anche il 2022 promette performance soddisfacenti. Si prevedono vendite per un *range* tra i 700 e 720 milioni di euro e un margine di ebitda tra il 9% e il 10%, ed un *gmv-gross merchandise value* tra i 755 e i 775 milioni di euro. L'amministratore delegato Michael Kliger ha commentato così: "I risultati ottenuti mostrano che Mytheresa sta emergendo come un punto di riferimento nello spazio e-commerce di lusso. Crediamo che ci siano ancora enormi opportunità di crescita guidate dallo spostamento dei consumatori di lusso verso l'online e da un potenziale geografico e di categoria ancora non sfruttato. Ora puntiamo al mercato degli Stati Uniti, dove Mytheresa sta vivendo una forte crescita trimestre dopo trimestre, in particolare in Florida, Texas e California, che stanno emergendo come i principali centri per il lusso".⁵⁷

Il futuro di MyTheresa si prefigge virtuoso, sia dallo spostamento della domanda dei clienti del lusso verso l'*online* che per le previsioni di crescita del proprio gmv, vendite nette, utile lordo ed ebitda rettificato.

3.3 LA SITUAZIONE FINANZIARIA

Nel biennio antecedente la quotazione (2019-2020), il bilancio di MyTheresa non evidenziava, ad esempio, composizioni sbilanciate delle passività sul ricorso al debito. La società è stata sempre in crescita e i dati dei due anni a paragone lo dimostrano.

Stato patrimoniale
Fine Periodo:

| | 2021 | 2020 | 2019 |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|
| Totale Attivo Corrente. | 3.43,51 | 202,26 | 152,24 |
| Cassa e Investimenti a Breve Termine | 76,76 | 9,37 | 2,12 |
| Cassa | - | - | - |
| Cassa ed Equivalenti | 76,76 | 9,37 | 2,12 |
| Investimenti a Breve Termine | - | - | - |
| Contributi netti da riscuotere | 5,03 | 4,82 | 5,65 |
| Contributi netti da riscuotere | 5,03 | 4,82 | 5,65 |
| Totale Rimanenze | 247,05 | 169,13 | 136,03 |
| Ratei | 4,48 | 2,01 | 2,39 |
| Altri Totale Attivo Corrente | 10,19 | 16,94 | 6,05 |
| Totale Attivo | 521,94 | 385,8 | 335,15 |

⁵⁶ <https://www.milanofinanza.it/news/gli-stati-uniti-spingono-la-crescita-di-mytheresa-24-9-20211111240265634>

⁵⁷ <https://www.milanofinanza.it/news/mytheresa-cresce-del-18-e-alza-l-outlook-202202161302304045>

| | | | |
|--|---------------|---------------|----------------|
| Totale netto Immobili, impianti e macchinari | 22,82 | 28,57 | 27,52 |
| Totale lordo Immobili, impianti e macchinari | 56,94 | 54,85 | 46,38 |
| Perdite per riduzione di valore accumulate | -34,12 | -26,28 | -18,86 |
| Netto Avviamento | 138,89 | 138,89 | 138,89 |
| Attività immateriali | 16,72 | 16,07 | 16,32 |
| Investimenti a Lungo Termine | - | - | - |
| Cambiale attiva - Lungo Termine | - | - | - |
| Altri Attivi a Lungo Termine | - | - | 0,18 |
| Altri Attivi | - | - | - |
| Totale Passività Correnti | 124,41 | 104,83 | 73,61 |
| Debiti a breve | 43,56 | 36,16 | 29,41 |
| Debiti/Passivi | - | - | - |
| Ratei Passivi | 10,12 | 26,82 | 16,26 |
| Cambiali passive / Debiti a breve termine | - | 10 | 3,65 |
| Quote di passività per locazioni finanziarie a lungo termine | 5,36 | 5,79 | 4,69 |
| Totale altre passività correnti | 65,38 | 26,06 | 19,6 |
| Totale Passività | 136,22 | 321,42 | 223,83 |
| Totale Patrimonio netto | 385,72 | 64,38 | 111,32 |
| Totale Azioni Privilegiate redimibili | - | - | - |
| Totale Azioni Privilegiate irredimibili | - | - | - |
| Totale Azioni ordinarie | - | - | 0,07 |
| Sovrapprezzi di emissione | - | - | - |
| Utili non distribuiti (deficit accumulato) | 384,11 | 62,77 | 114,38 |
| Titoli propri - Azioni ordinarie | - | - | - |
| Garanzia debito Piani di Azionariato dei Dipendenti (Esop) | - | - | - |
| Profitto non realizzato (Perdita) | - | - | - |
| Totale Patrimonio | 1,6 | 1,6 | -3,13 |
| Passività e patrimonio netto | 521,94 | 385,8 | 335,153 |
| Totale azioni ordinarie emesse | 84,49 | 85,78 | 85,78 |
| Totale azioni privilegiate emesse | - | - | - |

Figura 3.1: Stato Patrimoniale MyTheresa, anni fiscali 2019-2020-2021

Fonte: <https://it.investing.com/pro/NYSE:MYTE/models>

"Il 2019 fiscale è stato un altro anno di grande successo per noi - ha commentato Michael Kliger, *e-retailer* n. 1. Una crescita di quasi il 25% e una migliore redditività dimostrano che non solo abbiamo la strategia giusta, ma stiamo andando molto bene". Per il 2020, il gruppo si è preparato al lancio dell'abbigliamento maschile. L'obiettivo, ha concluso Kliger, sarebbe stato quello di rendere Mytheresa "la migliore piattaforma di esperienza del cliente di lusso al mondo".

Nell'anno fiscale concluso a giugno del 2019, MyTheresa ha registrato un fatturato di 377 milioni di euro, rispetto ai 303 milioni di euro dell'anno precedente. La cifra include sia l'operato online del marchio che del suo negozio fisico a Monaco. Il solo fatturato online è cresciuto del 25%. L'EBITDA è aumentato del 50% rispetto all'anno fiscale 2018.

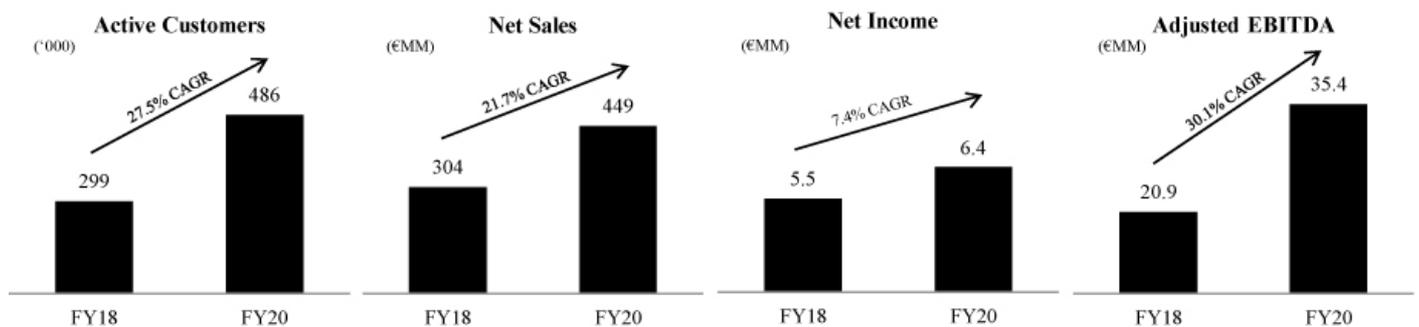


Figura 3.2: Dati fiscali 2018 2020 Mytheresa

Fonte: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1831907/000110465920139651/tm2035491-2_f1.htm

La situazione era florida e non resta che pensare che le motivazioni che hanno spinto la società a quotarsi ad inizio 2021 non siano state per saldare i propri debiti ma, bensì, per ripagare il debito relativo al fallimento dell'ex società madre Neiman Marcus, la quale aveva annunciato nel 2019 l'intenzione di vendere l'*e-commerce* acquisito nel 2014 per 253 milioni di euro per ripulire i bilanci e ripagare il proprio debito.⁵⁸ Ma allo stesso tempo, la quotazione sarebbe servita anche per trovare liquidità e quindi poter continuare la sua strategia di espansione internazionale.

La teoria può essere confermata calcolando alcuni indici che evidenziano tre tipi di equilibri dell'azienda: economico, patrimoniale e finanziario. Il primo si riferisce alla capacità dell'impresa di produrre reddito così da essere in grado di remunerare i fattori di produzione, il secondo fa riferimento all'equilibrio tra attività e

⁵⁸ <https://www.mffashion.com/news/livestage/mytheresa-annuncia-la-chiusura-dell-ipo-202101271033238269>

passività mentre il terzo spiega se un'impresa è, o meno, in grado di rispondere agli impegni assunti. Calcoliamone alcuni:

1) $ROE = (\text{Utile d'esercizio}) / (\text{Patrimonio netto}) = 209,94 / 64,38 = 3,26$

Avendo un indice di redditività del patrimonio netto maggiore di 0, la situazione aziendale è positiva perché gli investimenti effettuati durante l'esercizio hanno creato valore e ricchezza per l'azienda.

2) $ROS = (\text{Reddito operativo aziendale}) / (\text{ricavi delle vendite e delle prestazioni}) = 20,91 / 27,29 = 0,76$

Essendo un valore positivo, questo quoziente indica che i ricavi sono in grado di coprire completamente i costi relativi alla gestione caratteristica e parte dei costi relativi alla gestione extra caratteristica, agli oneri finanziari e straordinari e a produrre un utile come remunerazione del capitale proprio.

3) $\text{Indice di autonomia finanziaria} = (\text{Patrimonio Netto}) / (\text{Totale Passivo}) = 64,38 / (321,42) = 0,20 = 20\%$

Un'altra variabile da considerare è il rapporto tra patrimonio netto e passività totali. Dovrebbe essere almeno il 25%, il che significa che per ogni 100 EUR investiti nell'attività aziendale, almeno 25 EUR dovrebbero essere finanziati direttamente dalla società. Più scende il rapporto al di sotto della soglia del venticinque per cento più l'azienda è sottocapitalizzata e più basso sarà il suo *rating* creditizio.

4) $\text{Indice di disponibilità} = (\text{attivo corrente}) / (\text{passivo corrente}) = 202,26 / 104,83 = 1,29$

Tale indice esprime una situazione positiva quando è superiore all'unità, di tensione finanziaria, invece, se inferiore.

Dal calcolo dei precedenti indici, potrebbe risultare che MyTheresa nel 2020 non fosse solvibile o comunque avesse un basso livello di capitalizzazione. In realtà non esiste una diretta correlazione tra il risultato dell'indice di autonomia finanziaria e l'affidabilità dell'azienda, poiché potrebbe accadere che un'impresa sfrutti appieno il capitale di credito e goda di maggior redditività rispetto ad una che si è finanziata con il proprio. La redditività aziendale non dipende dalla fonte delle risorse finanziarie. Naturalmente, più debito ha un'azienda, maggiore sono gli oneri a cui deve far fronte, ma, questo può essere un aspetto banale a fronte di una forte redditività nel core business. In altre parole, il *Capital Autonomy Index* è un indicatore che deve essere valutato rispetto alla *performance* di altri indicatori e l'analisi deve essere applicabile alle singole società analizzate.

La seconda metà del 2020 e l'inizio del 2021 sono stati un periodo piuttosto difficile per molte aziende, compreso il settore dell'abbigliamento. La presenza del Covid 19 ha in realtà avuto molti effetti a catena, distruggendo interi eventi ed attività. In tutto questo, l'esistenza di un modello di *business* incentrato esclusivamente sulla vendita *online*, ha permesso e continuerà a consentire a Mytheresa Group di poter proporre i propri servizi. Sottolineando alcuni importanti dati di bilancio aziendale come riferimento, la società ha mostrato un valore di profitto di circa 7,7 milioni di euro nel 2020. Come accennato in precedenza, in

situazioni in cui le crisi e le difficoltà sono particolarmente evidenti, il valore si andrà a ridurre. L'ultimo aspetto che può essere considerato, soprattutto in una prospettiva di lungo periodo, riguarda l'esistenza di numerosi accordi strategici e partnership.

In considerazione del lasso di tempo, non troppo ampio, che separa la quotazione in Borsa di MyTheresa ad oggi è possibile individuare caratteristiche del *business* a livello finanziario. La società ha per un po' resistito alla crisi economica, dimostrando un atteggiamento anticiclico, ma a fine 2021 il titolo ha registrato un significativo calo rispetto al prezzo fissato nella IPO.

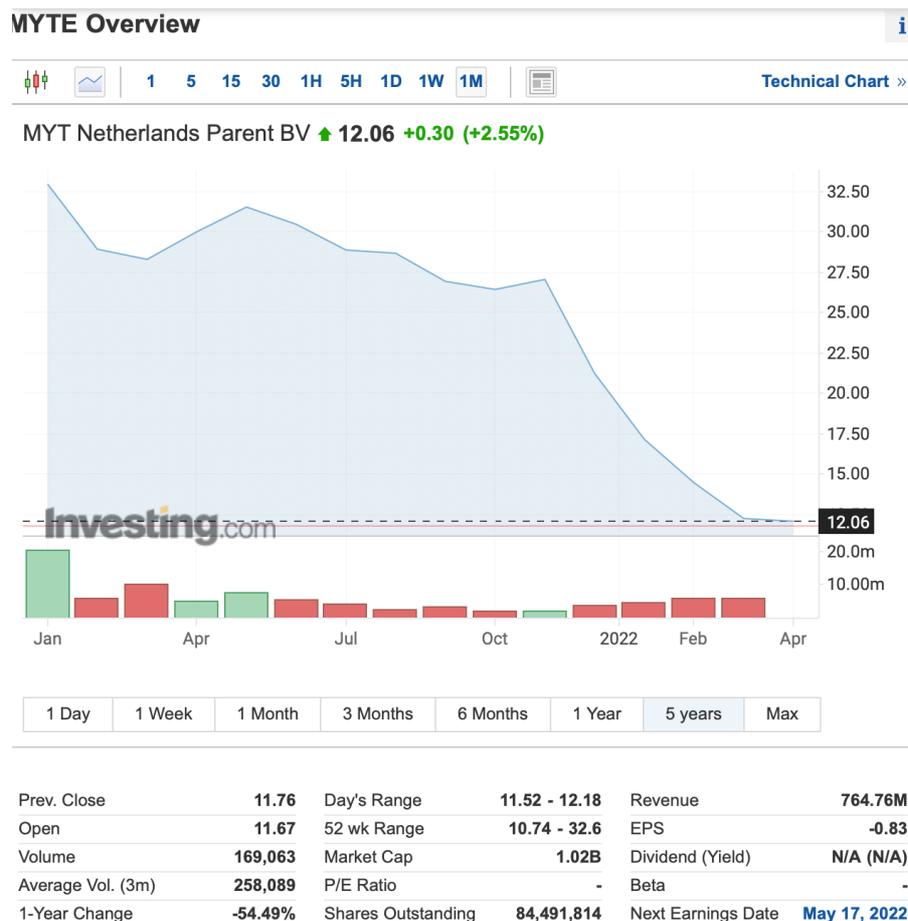


Figura 3.3: Grafico andamento del titolo dal lancio IPO ad inizio 2021

Fonte: <https://www.investing.com/equities/myt-netherlands-parent>

Nonostante la discesa del titolo, il secondo trimestre del 2022 è stato sinonimo di crescita per l'azienda. Questo perché il prezzo di un'azione, assoggettato per lo più dalla percezione che gli investitori hanno della società, dipende da: I dividendi futuri che il mercato si aspetta che le società paghino nel tempo; i tassi di interesse offerti dal mercato obbligazionario; e il valore del premio per il rischio richiesto dagli investitori per detenere azioni (spesso considerate più rischiose delle obbligazioni). Tre sono le conseguenze di quanto detto, in primis

l'aspettativa del mercato di dividendi futuri più elevati porta a un aumento dei prezzi delle azioni, il cosiddetto "rendimento da dividendo". Tassi di interesse più alti abbassano i prezzi delle azioni; ed infine, maggiore è il premio per il rischio richiesto dal mercato, minore è il prezzo delle azioni.⁵⁹ MyTheresa non ha ancora mai distribuito dividendi, e questa potrebbe essere (oltre alla crisi dovuta al Covid, alla guerra in Ucraina e dalle sue conseguenze economiche, come l'inflazione) una causa della diminuzione del prezzo del titolo.

Nell'ultimo periodo, comunque, la società ha riportato una crescita del GMV, con un +26,2%, un aumento delle vendite nette che ad oggi ammontano a 187,6 milioni ed una forte redditività continuativa: EBITDA di 28,3 milioni di euro, aumentato del 27,8% rispetto al 2021. I dati sono positivi perché effettivamente l'iniezione di liquidità ricevuta dalla quotazione è stata anche il mezzo per far implementare all'*e-commerce* nuove strategie di crescita: la società punta ad essere globale, così nel 2022 il 26% del proprio *business* è concentrato in Asia, ed il 14% negli Stati Uniti. Un'ulteriore sfida che MyTheresa vuole affrontare è la riduzione dell'impatto ambientale, *carbon neutrality*, ed altri progetti come diventare *fur free* e ulteriori collaborazioni.⁶⁰

3.4 LA QUOTAZIONE

Dopo aver analizzato la situazione finanziaria di MyTheresa nel biennio antecedente la sua quotazione in Borsa, risulta chiaro come la scelta di effettuare una IPO sia stata dettata dal bisogno di ripagare il debito relativo al fallimento della sua ex società madre, Neiman Marcus, e allo stesso tempo di poter attingere a liquidità per poter crescere in tempi minori.

A settembre 2018, MGG e le sue sussidiarie che hanno condotto le operazioni di Mytheresa sono state distribuite dalla sua allora controllante diretta, NMG International, alla sua controllante indiretta, ora denominata MYT Ultimate Parent LLC ("MYT Ultimate Parent"). Di conseguenza, Neiman Marcus Group non possedeva più una partecipazione diretta o indiretta nelle entità operative MYT o nel business Mytheresa, ma piuttosto sussidiarie indirette di MYT Ultimate Parent. Successivamente alla distribuzione, alcuni detentori di titoli di debito del Gruppo Neiman Marcus e delle sue controllate (le "Entità NMG") hanno presentato richieste cercando di evitare la distribuzione ai sensi delle leggi sui trasferimenti fraudolenti. In connessione con una serie di transazioni nel giugno 2019, i detentori di debiti esistenti di alcune controllate di MYT Ultimate Parent LLC, comprese le entità NMG, che, tra l'altro, hanno esteso le scadenze del debito delle entità NMG, Mytheresa e alcune delle sue ex controllanti, inclusa MYT Holding e alcune altre entità, hanno fornito una garanzia limitata fino a \$ 200,0 milioni a favore dei detentori di *Second Lien Notes* del 14,0% con scadenza il 25 aprile 2024 delle entità NMG, una parte delle quali includeva affiliate di Ares e CPPIB.

⁵⁹ <https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza/da-cosa-dipende-prezzo-azione/>

⁶⁰ <https://www.ilsole24ore.com/art/mytheresa-conquista-usa-e-cina-prodotti-ed-esperienze-esclusive-AEDYBt9>

Nel maggio 2020, Neiman Marcus Group ha presentato istanza di fallimento ai sensi del capitolo 11 presso il tribunale fallimentare degli Stati Uniti per il distretto meridionale del Texas. Il 25 settembre 2020, la struttura della holding di MYT Paesi Bassi ha subito una ristrutturazione per la liquidazione di tutti i crediti pendenti associati al fallimento del Gruppo Neiman Marcus, e MYT Paesi Bassi è diventata una consociata al 100% di MYT Holding.

In connessione con tale ristrutturazione e la liquidazione di tutti i crediti nei confronti di MYT Holding e MYT Paesi Bassi relativi al fallimento e alla distribuzione di Neiman Marcus, MYT Holding ha emesso il 7,50% di Senior Secured PIK Notes Due 2025 per l'importo nominale originario di \$ 200,0 milioni, comprese le affiliate di Ares e CPPIB, che era garantito da MYT Paesi Bassi e garantito, in parte, dalle partecipazioni di MYT Paesi Bassi e MGG. I termini e le condizioni che regolano tali Titoli Senior Secured PIK prevedono un rimborso obbligatorio di tali titoli alla pari più gli interessi maturati ma non pagati e prevedono, inoltre, che la garanzia di MYT Paesi Bassi e i pegni delle partecipazioni di MYT Paesi Bassi e MGG saranno automaticamente rilasciati senza ulteriori azioni delle parti al completamento dell'IPO.

Inoltre, alcuni detentori di titoli e creditori chirografari generali delle entità NMG hanno ceduto tali titoli e crediti e hanno ricevuto al completamento della ristrutturazione una preferenza di liquidazione aggregata di \$ 250 milioni di unità privilegiate di serie B di MYT Holding (che accumulano dividendi a un tasso di 10,0% annuo) e Quote Ordinarie di Classe B che rappresentano il 50% delle quote ordinarie e il 49,9% del potere di voto di MYT Holding.

Mytheresa prevedeva quindi che parte dei proventi netti di questa offerta sarebbero utilizzati per riscattare tutte o una parte delle Senior Secured PIK Notes di MYT Holding. La società intendeva anche rimborsare in futuro il resto dei prestiti soci, se del caso, dai proventi netti di una o più offerte di azioni. I prestiti agli azionisti sono stati originariamente contratti nel 2014 come parte del finanziamento dell'acquisizione di Mytheresa dal Gruppo Neiman Marcus.

La struttura proprietaria del Gruppo antecedente alla quotazione può essere osservata nella Figura 3.4:

Mytheresa Group Structure Chart

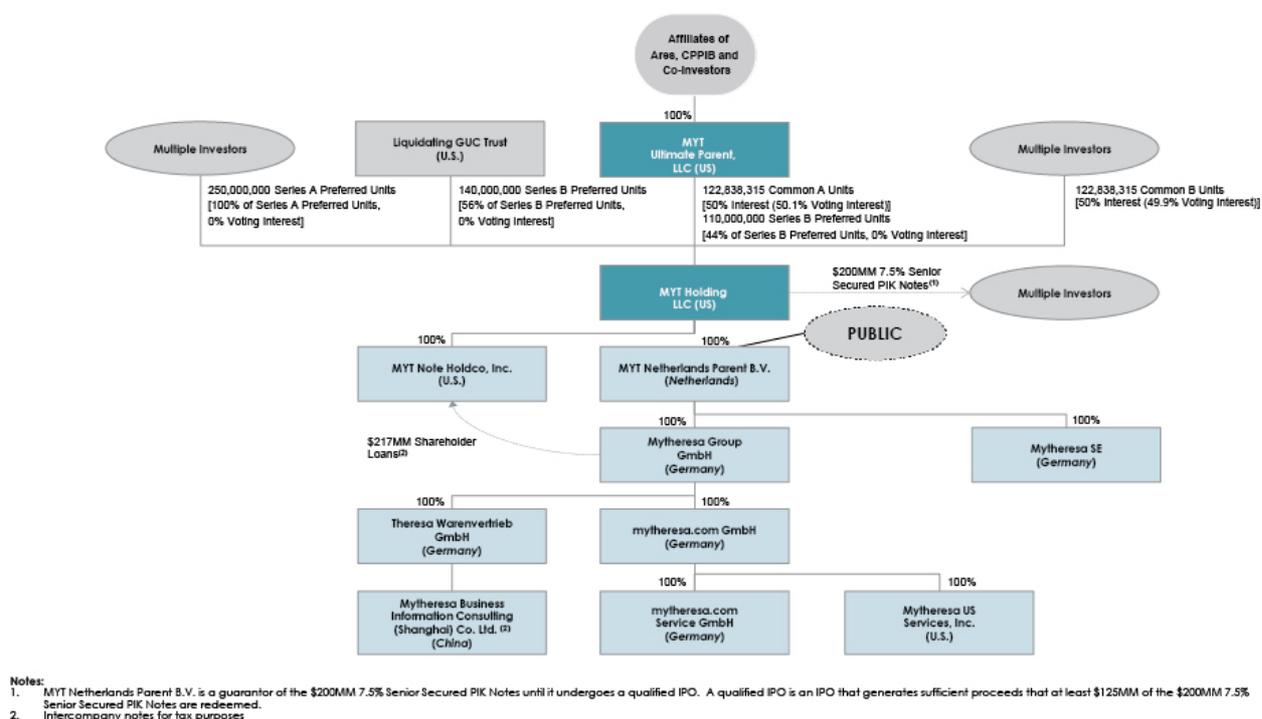


Figura 3.4: Struttura del Gruppo Mytheresa

Fonte: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1831907/000110465920139651/tm2035491-2_f1.htm

La società, in alternativa all'IPO, poteva raccogliere le risorse in due modi: o tramite la sottoscrizione di nuovo debito o tramite il *private equity*. Entrambe le possibilità però, introducevano nuovi esponenti sarebbero nel Consiglio di Amministrazione.

Dal prospetto informativo della società risulta che Mytheresa, prima del ricorso al pubblico, abbia finanziato le proprie operazioni principalmente attraverso la liquidità generata dalle proprie attività operative. Le sue spese in conto capitale consistono principalmente in miglioramenti, sempre in conto capitale, alle sue strutture e sedi. Le principali fonti di liquidità della società sono la liquidità generata dalle sue operazioni, disponibilità liquide e mezzi equivalenti e le sue linee di credito *revolving*, che hanno una linea di credito combinata di 90 milioni di euro. Le *Revolving Credit Facilities* di Mytheresa forniscono liquidità a breve termine, necessaria a causa della variabilità stagionale della propria attività. Al 30 settembre 2020, le sue disponibilità liquide e mezzi equivalenti erano di 5,9 milioni di euro. In quella data, circa l'87% delle sue disponibilità liquide e mezzi equivalenti era detenuto in Germania, di cui circa il 27%, 25%, 16% e 16% erano denominati in sterline inglesi, dollari statunitensi, euro e franchi svizzeri, rispettivamente. Nessun'altra valuta detenuta in Germania rappresentava più del 10% delle sue disponibilità liquide. Circa il 13% delle sue disponibilità liquide erano

detenute al di fuori della Germania, il 55% delle quali negli Stati Uniti in dollari USA, il 24% in Spagna in euro e il 18% in Cina, di cui circa il 12% e il 6% erano denominati rispettivamente in renminbi e dollari statunitensi. Sebbene la società abbia una base clienti stabile e in crescita che le ha fornito aumenti annuali delle vendite nette e dei corrispondenti flussi di cassa, Mytheresa sperimenta aumenti stagionali delle spese di cassa durante il primo e il terzo trimestre di ogni anno fiscale mentre costruisce il proprio inventario, compensato da incrementi dei ricavi nel secondo e quarto trimestre. Di conseguenza, la società sperimenta fluttuazioni nei flussi di cassa durante tutto l'anno.

La società, al 30 settembre 2020 aveva circa 42,8 milioni di euro di debiti sulle sue linee di credito *revolving*, mentre 1,2 milioni di euro erano riservati a garanzie locative. La disponibilità totale nell'ambito delle *Revolving Credit Facilities* era di 45,9 milioni di euro. I tassi di interesse erano rispettivamente del 2,20% e del 2,25% per le linee Commerzbank e UniCredit, se utilizzate come prestiti di base di cassa a breve termine. In genere, l'azienda utilizza prestiti mensili del mercato monetario con un tasso di interesse dell'1,5%. I prestiti nell'ambito delle sue linee di credito *revolving* sono garantiti dal suo inventario e dai crediti dei clienti.

Ai sensi delle *Revolving Credit Facilities*, Mytheresa ha *covenant* finanziari relativi alle scorte come base di indebitamento netto e un rapporto debito/equity massimo del gruppo. Non ha alcun *covenant* finanziario ai sensi dei Finanziamenti Soci e non è richiesto alcun pagamento di interessi in contanti ai sensi degli stessi. Al 30 settembre 2020 risultava in ottemperanza a tutti i *covenants* per le *Revolving Credit Facility* e i relativi Finanziamenti Soci.

La capacità della società di effettuare pagamenti di capitale e interessi sulle sue linee di credito *revolving* e sui prestiti agli azionisti, oltre a finanziare le spese in conto capitale pianificate, dipenderà dalla sua capacità di generare liquidità in futuro. La sua futura capacità di generare liquidità dalle operazioni è, in una certa misura, soggetta a condizioni generali economiche, finanziarie, competitive, regolamentari e di altro tipo. Sulla base dell'attuale livello operativo della società e dell'estensione delle date di scadenza dei prestiti agli azionisti fino a ottobre 2025, ritiene che i suoi saldi di cassa esistenti e i flussi di cassa previsti generati dalle operazioni, nonché i suoi accordi di finanziamento nell'ambito delle linee di credito *revolving*, saranno sufficienti a soddisfare le sue esigenze operative per almeno i prossimi dodici mesi.

Il lancio della quotazione sul New York Stock Exchange è stato annunciato da Myt Netherlands Parent BV, *parent company* di MyTheresa.

Con l'offerta la società si aspettava di raccogliere circa 282 milioni di dollari, nel caso in cui fossero state vendute anche azioni aggiuntive la cifra sarebbe lievitata a 324 milioni.

MYT Netherlands Parent B.V. ha così offerto al pubblico 15.647.059 ADS (*American Depositary Shares*), ognuna delle quali rappresenta un'azione ordinaria della Società. Mytheresa ha, inoltre, concesso un'opzione di 30 giorni per acquistare fino a 2.347.058 ADS al prezzo IPO (meno sconti e commissioni di sottoscrizione).

Il prezzo IPO delle ADS era compreso tra \$ 16,00 e \$ 18,00. La società ha chiesto di quotare i suoi ADS alla Borsa di New York con il simbolo "MYTE".⁶¹ Morgan Stanley & Co. LLC e JP Morgan Securities LLC hanno agito come *lead book-running* e rappresentanti dei sottoscrittori per l'offerta. Credit Suisse Securities (USA) LLC e UBS Securities LLC hanno, invece, agito solo in qualità di *book-running manager*. Jefferies LLC ha invece avuto ruolo di amministratore e Cowen and Company LLC è stato un *bookrunner* passivo.

Numerosi erano i rischi dell'attività della compagnia che avrebbero potuto far diminuire il prezzo di negoziazione delle ADS o addirittura far perdere in tutto o in parte l'investimento degli acquirenti. Rischi collegati con l'attività ed il settore di Mytheresa sono, ad esempio, che il settore del lusso *online* è altamente competitivo e se non si compete in modo efficace i risultati operativi potrebbero risentirne, oppure che le fluttuazioni dei tassi di cambio possono influire negativamente sulle *performance* aziendali, o, ancora, che la concorrenza può aumentare man mano che altre società affermate ed emergenti, inclusa Amazon.com Inc., entrano nei mercati in cui la società compete, con l'evolversi delle esigenze dei clienti e con l'introduzione di nuovi prodotti e tecnologie.

Successivamente al processo di revisione da parte della Sec, soggetto a condizioni di mercato e altre variabili, si è potuto dare inizio all'IPO.

La prima quotazione di Mytheresa si è tenuta alla Borsa di New York il 21 gennaio 2021, con un'offerta iniziale di \$ 26 per azione. Sono state emesse 15,6 milioni di azioni, raccogliendo ben 407 milioni di dollari il giorno dell'apertura. Dopo la quotazione, la società madre di Mytheresa, MYT NETHERLANDS PARENT B.V., ha raggiunto un valore di mercato di oltre \$ 2,2 miliardi. Gli investitori istituzionali detengono il 49,9% delle azioni della società madre olandese di MYT, il che dimostra la qualità della società e le aspettative rialziste per il titolo. Quando i gestori di *hedge fund* sono così interessati, significa che sta arrivando un *trend* di crescita. Come ogni altro titolo, anche il titolo Mytheresa è associato alla presenza di rischio e all'imprevedibilità del mercato, e vede periodi al rialzo e ribasso.

Il risultato dell'operazione di *Initial Public Offering* di Mytheresa può essere apprezzato guardando ai risultati ottenuti nel primo trimestre dell'anno fiscale del 2022 iniziato a settembre del 2021.⁶² La società ha riportato una grande crescita del GMV (*gross merchandise value*) del 29,7% arrivando ad un valore di 163,9 milioni di dollari rispetto ai 126,4 milioni del primo trimestre dell'anno precedente. Anche le vendite nette hanno avuto un incremento positivo del 24,9% raggiungendo i 157,8 milioni. Successivamente all'IPO anche la profittabilità dell'azienda è aumentata ed è evidente dall'EBITDA *adjusted* di 14 milioni che, confrontato con quello dell'anno precedente di 10,4 milioni, evidenzia una forte crescita dall'anno precedente del 34,4%.

⁶¹ <https://www.prnewswire.com/news-releases/mytheresa-announces-launch-of-initial-public-offering-301206460.html>

⁶² <https://investors.mytheresa.com/news/news/default.aspx>

MYT Netherlands Parent B.V.

**Financial Results and Key Operating Metrics
(Amounts in € millions)**

| | Three Months Ended | | |
|---|-----------------------|-----------------------|----------------------|
| | September 30, 2020 | September 30, 2021 | Change in % / BPs |
| <i>(in millions) (unaudited)</i> | | | |
| Gross Merchandise Value (GMV) | € 126.4 | € 163.9 | 29.7% |
| Active customer (LTM in thousands) | 522 | 705 | 35.2% |
| Total orders shipped (LTM in thousands) | 1,168 | 1,580 | 35.3% |
| Net sales | € 126.4 | € 157.8 | 24.9% |
| Gross profit | € 58.7 | € 77.3 | 31.8% |
| Gross profit margin ⁽¹⁾ | 46.4% | 49.0% | 260 BPs |
| Adjusted EBITDA ⁽²⁾ | € 10.4 | € 14.0 | 34.4% |
| Adjusted EBITDA margin ⁽¹⁾ | 8.3% | 8.9% | 60 BPs |
| Adjusted Operating Income ⁽²⁾ | € 8.4 | € 11.8 | 40.7% |
| Adjusted Operating Income margin ⁽¹⁾ | 6.7% | 7.5% | 80 BPs |
| Adjusted Net Income ⁽²⁾ | € 5.4 | € 8.2 | 51.7% |
| Adjusted Net Income margin ⁽¹⁾ | 4.3% | 5.2% | 90 BPs |

(1) As a percentage of net sales.

(2) EBITDA, adjusted EBITDA, adjusted Operating Income, adjusted net income are measures not defined under IFRS. For further information about how we calculate these measures and limitations of its use, see above.

Figura 3.5: Risultati finanziari e metriche operative chiave Mytheresa 2020-2021

Fonte: https://s26.q4cdn.com/566705420/files/doc_financials/2022/q1/MYTE-1Q22-Earnings-Press-Release.pdf

Le conseguenze della quotazione hanno avuto effetti positivi che si possono riassumere nei dati sopra raffigurati, ma che di certo possono essere specificati. Uno dei fini della quotazione era la crescita internazionale. L'offerta ha infatti avuto come conseguenza una crescita delle vendite nette negli Stati Uniti del 47,7% e anche un grande impatto sui clienti più importanti in Cina, Europa ed America. Per quanto riguarda

l'aspetto delle collaborazioni strategiche con i *brand* principali che il sito vende, la società ha mantenuto e sviluppato i rapporti con i *partner* principali, ad esempio, con esclusive *capsule collection* e pre-lanci in collaborazione con Saint Laurent, Gucci, The Row, Christian Louboutin, Tom Ford ed altri, risultando ancora più esclusiva e differenziata rispetto ai suoi *competitors*. L'iniezione di capitale derivante dalla quotazione ha anche avuto conseguenze sul tipo di clientela dell'*e-commerce*, portando ad una crescita dei *top customers* ed un aumento del LMT dei clienti attivi del 35,2%, raggiungendo la cifra di 705.000 *users*.

Infine, l'offerta pubblica iniziale di Mytheresa ha ovviamente avuto conseguenze anche sui risultati operativi dell'azienda. In particolare, la società ha avuto l'obiettivo di continuare la propria attività di business avendo come priorità la salute ed il benessere dei propri dipendenti. L'azienda ha avuto anche la possibilità concentrarsi sulla sostenibilità della propria attività prima introducendo una politica sul benessere degli animali, avendo come obiettivo quello di non vendere più pellicce, e poi sulla neutralità del carbone, volendo raggiungere un equilibrio tra emissioni ed assorbimento del carbonio durante la propria attività. Da settembre 2021, sei mesi dopo la quotazione, Mytheresa ha continuato ad avere sempre più *feedback* positivi da parte dei suoi clienti, aumentandone la soddisfazione con un *NET promoter score* (uno strumento gestionale che può essere utilizzato per valutare la fidelizzazione nelle relazioni business-cliente. È un'alternativa al tradizionale perseguimento della soddisfazione del cliente e alle affermazioni relative alla crescita dei ricavi.) dell'83%, e aumentando i margini di profitto lordi, che indicano che la società produce con successo profitto rispetto ai suoi costi, da 345 milioni di dollari a 355 milioni.

Con la sua IPO, Mytheresa ha ampliato gli orizzonti del lusso *online*. L'*e-commerce*, con la sua strategia unica rispetto a tutte le altre aziende del suo settore, è penetrato nel mercato asiatico e americano durante un periodo critico della storia economica europea, gettando le basi per la sua crescita futura. La quotazione in Borsa ha consentito all'azienda di beneficiare di numerosi vantaggi e di rinascere con un nuovo aspetto: pubblico e più internazionale. Grazie a questa attività ha potuto indirizzare i propri prodotti verso i mercati emergenti, prima ancora di alcuni suoi concorrenti, il che le ha permesso di godere, in modo privilegiato, della crescente domanda di beni di lusso che ha caratterizzato questi mercati e che ancora oggi è molto forte in questi mercati.

CONCLUSIONE

Questo articolo evidenzia, da molteplici prospettive, le complessità del processo di quotazione e come la decisione di procedere con un'IPO non coinvolga solo l'azienda e i suoi partner, ma più in generale tutti i suoi stakeholder.

Sebbene la quotazione in borsa esponga le aziende a costi e rischi enormi, i vantaggi che ne derivano superano chiaramente tali costi e rischi.

Un'attenta analisi di tutte le fasi che compongono il processo di IPO evidenzia la centralità della fase di *pricing*. Questo non si limita ad un certo arco temporale, ma si estende all'intera durata dell'operazione stessa, che si arricchisce di fase in fase per la generazione di informazioni. Il prezzo determina il successo di un'operazione e la sua definizione prevede la mediazione degli interessi spesso contrastanti di tutti i soggetti coinvolti.

È nell'interesse della società svolgere l'intero processo in modo accurato e formale, avvalendosi di una banca d'affari affermata in grado di assicurare implicitamente ed esplicitamente al pubblico ottime opportunità di investimento per conto della società.

Come evidenziato più volte nel rapporto, la quotazione in borsa è fonte di benefici e costi. Ogni azienda deve affrontare questo compromesso e deve bilanciare entrambi. Di fronte a un maggiore capitale, risorse di gestione nuove e nuove opportunità di espansione del business, le aziende devono affrontare la diluizione delle strutture aziendali, la sottovalutazione dei prezzi e il giudizio continuo del mercato.

Il settore del lusso ed in particolare gli *e-commerce* di lusso, ha registrato tassi di crescita impressionanti e dovrebbe raggiungere un valore tra i 105 e i 115 miliardi entro il 2025. Uno dei catalizzatori che ha accelerato il passaggio dalla vendita tradizionale al *retail online* è sicuramente stato il Coronavirus. A questa forte crescita del settore sono seguite numerose quotazioni, tra cui quella di Mytheresa.

L'offerta pubblica della società tedesca aveva due principali obiettivi che la raccolta di capitali doveva raggiungere: ripagare il debito relativo al fallimento della sua ex società madre, Neiman Marcus, e allo stesso tempo poter attingere a liquidità per poter crescere in tempi minori.

L'offerta ha infatti comportato un aumento del 47,7% delle vendite nette negli Stati Uniti e ha avuto un enorme impatto anche sui clienti più importanti in Cina, Europa e Stati Uniti. In termini di collaborazioni strategiche con i principali marchi venduti sul sito, l'azienda è riuscita a mantenere e sviluppare relazioni con *partner* chiave, attraverso *capsule collection* esclusive e *pre-release*. L'apporto di capitale determinato dalla quotazione ha avuto effetto anche sulla tipologia della base dei clienti dell'*e-commerce*, determinando un aumento dei clienti top, con un LMT di clienti attivi in aumento del 35,2%, raggiungendo i 705.000 utenti.

Infine, l'IPO di Mytheresa ha avuto un impatto anche sulla *performance* operativa della società. In particolare, l'azienda punta a continuare a svolgere le attività aziendali ponendo come priorità la salute e il benessere dei propri dipendenti.

Con l'Offerta, Mytheresa ha ampliato gli orizzonti del lusso *online*. In un periodo critico della storia economica europea, *l'e-commerce* è entrato nel mercato asiatico e americano, gettando le basi per la crescita futura.

La quotazione in Borsa ha consentito all'azienda di beneficiare di numerosi vantaggi e di rinascere con una nuova veste: pubblica e più internazionale. Grazie a questa attività, ha potuto indirizzare i propri prodotti verso i mercati emergenti, anche prima di alcuni dei suoi concorrenti, permettendole di godere di un accesso privilegiato alla crescente domanda di beni di lusso in questi mercati.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., "Dalla strategia al piano. Elementi informativi e di supporto", Giappichelli, Torino, 2016, pp. 282-286.
- Banfi A. (a cura di) (2013), I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della Borsa, 7 ed., ISEDI Editore
- Brau, J. C. and Fawcett, S. E. (2006), Evidence on What CFOs Think About the IPO Process: Practice, Theory, and Managerial Implications. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18: 107-117
- Brealey R.A., Myers S.C. (1990), *Principi di finanza aziendale*, 7.ed., McGraw-Hill, Milano
- Chemmanur, T., & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies*, 12 (2), 249-279
- Fabrizi P.L (2016), *Economia del mercato mobiliare*, 6 ed., EGEA
- Fabrizio S., Samà M. (2001), Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995- 1998: una valutazione dell'Underpricing e della long-run underperformance, *Quaderni di Finanza n.44*, Consob
- Forestieri G. (2007), *Corporate & Investment Banking*, 4. ed., Egea, Milano
- Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709.
- L. Cassia, G. Giudici, S. Paleari & R. Redondi (2004), IPO underpricing in Italy, *Applied Financial Economics*, 14:3, 179-194
- Lucas, D., & McDonald, R. (1990). Equity Issues and Stock Price Dynamics. *The Journal of Finance*, 45(4), 1019-1043
- Mc Kinsey, "The age of digital Darwinism"
- MYERS S.C., "The capital structure puzzle, in *Journal of Finance*", 39 (3), 1984, pp. 575-592.
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998), Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 53: 27-64
- Ritter, J. R. and Welch, I. (2002), A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *The Journal of Finance*, 57: 1795-1828
- Rock K. (1986), Why new issues are underpriced, *Journal of Financial Economics*, Vol.15, pp. 187-212

SITOGRAFIA

<http://www.consulenzafinanziaria.net/strumenti/Principi%20generali/IPO.htm>

<https://capital.com/it/ipo-offerta-pubblica-iniziale>

<https://forbes.it/2022/03/31/la-clinica-milanese-specializzata-nellantiage-che-vuole-conquistare-anche-leuropa/>

<https://investors.mytheresa.com/news/news/default.aspx>

<https://it.fashionnetwork.com/news/Altgamma-l-e-commerce-del-lusso-e-cresciuto-del-50-nel-2020,1298087.html>

<https://it.investing.com/pro/NYSE:MYTE/models>

<https://it.linkedin.com/in/marco-catena-a22322>

https://nova.ilsole24ore.com/progetti/il-lusso-si-reinvento-online/?refresh_ce=1

https://run.unl.pt/bitstream/10362/122617/1/2020-21_fall_40895_david-goncalves.pdf

https://s26.q4cdn.com/566705420/files/doc_financials/2022/q1/MYTE-1Q22-Earnings-Press-Release.pdf

<https://us.fashionnetwork.com/news/neiman-marcus-acquires-mytheresa,528929.html>

<https://vtex.com/it/blog/tecnologia-it/5-tech-trends-luxury-ecommerce/>

<https://www.adviseonly.com/capire-la-finanza/abc-finanza/da-cosa-dipende-prezzo-azione/>

<https://www.am.pictet.it/blog/articoli/mercati-e-investimenti/il-successo-di-yoox-una-storia-finanziaria-poco-all-italiana>

<https://www.bergamonews.it/2013/10/07/mytheresa-com-la-modapassa-anche-dalla-reteda-monaco-a-tutto-il-mondo/180448/>

<https://www.bluerating.com/mercati/164731/lusso-il-futuro-e-online-lanalisi-di-gam>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

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

https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/pubblicazioni/mta_pdf.htm

<https://www.borsaitaliana.it/derivati/archiviopdf/ammissioni/guidaallaquot2277.pdf>

<https://www.businesswire.com/news/home/20140915005200/en/Neiman-Marcus-Group-to-Acquire-Mytheresa.com>

<https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=&ved=2ahUKEwjLtciz0pP2AhXXhv0HHSvECy4QFnoECAyQAw&url=https%3A%2F%2Fwww.borsaitaliana.it%2Fborsa%2Fglossario%2Fadvisor.html&usq=A0vVaw2XDl0dbHCqvFDmDj6vdOzk>

<https://www.ilsole24ore.com/art/mytheresa-conquista-usa-e-cina-prodotti-ed-esperienze-esclusive-AEDYBt9>

<https://www.investing.com/equities/myt-netherlands-parent>

<https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp>

<https://www.mffashion.com/news/livestage/mytheresa-annuncia-la-chiusura-dell-ipo-202101271033238269>

<https://www.milanofinanza.it/news/gli-stati-uniti-spingono-la-crescita-di-mytheresa-24-9-202111111240265634>

<https://www.milanofinanza.it/news/mytheresa-cresce-del-18-e-alza-l-outlook-202202161302304045>

https://www.osservatoriofinanziario.it/luxury/investire_azioni.html

<https://www.pambianconews.com/2018/09/24/per-farfetch-12-miliardi-di-dollari-dallipo-244239/>

<https://www.prnewswire.com/news-releases/mytheresa-announces-launch-of-initial-public-offering-301206460.html>

<https://www.salecycle.com/it/blog/strategia/settore-e-commerce-del-lusso/>

<https://www.salecycle.com/it/blog/strategia/settore-e-commerce-del-lusso/>

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1831907/000110465920139651/tm2035491-2_f1.htm

https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1831907/000110465920139651/tm2035491-2_f1.htm

<https://www.soldionline.it/notizie/azioni-italia/yoox-l-ipo-piace-a-piazza-affari>

<https://www.wired.it/economia/lusso-digitale-2025online/>

Worldwide ecommerce will approach \$5 trillion this year, eMarketer, 2021

www.borsaitaliana.it

www.borsaitaliana.it, “*Guida alla quotazione*”, 2001.

www.londonstockexchange.com, “*A practical guide to listing*”, 2002.

www.pambianco.com