

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INDICE

INTRODUZIONE	2
CAPITOLO 1: LA CREAZIONE DI VALORE TRAMITE LE OPERAZIONI DI M&A ...	4
1.1 Strategie e modalità di crescita.....	4
1.2 Le operazioni di M&A: definizione e tipologie.....	8
1.3 Il Processo	9
1.4 Vantaggi e svantaggi delle operazioni di M&A	12
1.5 La creazione di valore nelle operazioni di M&A	19
1.6 I principali metodi di valutazione.....	25
CAPITOLO 2: LE OPERAZIONI DI M&A NEL SETTORE DEL LUSO	33
2.1 Il settore del lusso	33
2.2 Il mercato M&A nel settore del lusso	38
2.3 Le motivazioni dietro le operazioni di M&A: profili strategici.....	42
2.4 Gli effetti delle operazioni di M&A nel settore del lusso	45
2.5 Impatto della pandemia COVID-19 sul settore e prospettive future.....	48
CAPITOLO 3: CASO PRATICO: OPERAZIONE LVMH-BULGARI	54
3.1 Storia del Gruppo.....	54
3.2 La crescita del gruppo tramite le acquisizioni.....	57
3.3 <i>Overview</i> del settore della gioielleria.....	61
3.4 La vicenda	67
3.5 Le motivazioni sottostanti l'operazione.....	71
3.6 Effetti dell'operazione	73
CONCLUSIONI.....	81
BIBLIOGRAFIA.....	83
RIASSUNTO.....	88

INTRODUZIONE

Le operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A) si configurano quali fondamentali alternative per lo sviluppo aziendale dal momento che riescono a identificare opportunità di crescita per vie esterne nei casi in cui non siano a disposizione possibilità interne parimenti interessanti. L'essenza dell'attività M&A riguarda l'acquisizione del controllo di *asset* o del capitale di altre imprese attraverso un accordo avente ad oggetto il trasferimento di denaro, azioni o, in generale, di strumenti rappresentativi di equity. D'altra parte, l'M&A consente ad un'azienda di trarre beneficio dalle fonti del proprio vantaggio competitivo legato ad esempio al valore del *brand*, alle dimensioni del mercato, alla tecnologia utilizzata e così via, rendendo possibile un riconoscimento di valore da parte del mercato nei confronti degli azionisti esistenti.

Le opportunità derivanti dalle operazioni di M&A risultano di grande importanza all'interno del mercato del lusso ridefinendo in continuazione i modelli operativi e il raggio d'azione dei maggiori gruppi attivi nel settore. Anzi, è possibile affermare che l'M&A costituisca per certi versi l'elemento distintivo delle principali *maison*, che oggi si configurano come vere e proprie conglomerate rivolte alla gestione dei *brand* in portafoglio. Il *boom* nel settore del lusso arriva con la grande ripresa a seguito della Seconda Guerra Mondiale, quando si affermarono i vari *brand* di fascia alta come *Luis Vuitton*, *Dior*, *Yves Saint Laurent* e così via. Nei successivi decenni si è affermata la necessità di consolidamento nel settore ed una prima vera e propria ondata di fusioni e acquisizioni del lusso ha avuto luogo negli anni Ottanta, quando i maggiori conglomerati sono gradualmente emersi sostituendo il modello delle realtà di medie dimensioni a guida familiare. Come verrà discusso nel corso dell'elaborato, la peculiarità e la non replicabilità delle risorse alla base del successo competitivo in questo settore sono alcune delle principali ragioni che portano alle operazioni di M&A nel lusso quale indispensabile via per la crescita. Malgrado questi aspetti, nel complesso, la ricerca su M&A nel settore lusso risulta oggi ancora limitata rispetto ad altri settori, con una produzione di studi e analisi di natura empirica ancora sostanzialmente contenuta.

Partendo da queste premesse l'elaborato contribuisce alla letteratura esistente su tre diversi livelli. Innanzitutto, si fornisce una visione aggiornata in merito alla discussione afferente alle dinamiche dell'M&A, un ambito in continua evoluzione e che attira l'interesse di studiosi e accademici. Un secondo contributo riguarda l'analisi organica dell'M&A nel settore del lusso, un campo che, come anticipato, ad oggi annovera un numero piuttosto limitato di studi, se comparato ad altri settori. Infine, attraverso lo studio di un caso pratico, si intende portare in

evidenza la dinamica di creazione di valore che riguarda un'acquisizione condotta tra realtà del lusso, analizzandone i tratti principali.

Il prosieguo della trattazione è così articolato. Il Capitolo 1 affronta la discussione delle alternative di crescita aziendale, con un focus particolare sull'M&A. Nella fattispecie, si analizzeranno le caratteristiche, le fasi principali del processo, gli aspetti che incidono in maniera positiva (o negativa) e le prospettive relative alla creazione di valore. All'interno del Capitolo 2 viene trattato in maniera specifica l'ambito dell'M&A all'interno del settore del lusso, discutendo *driver* fondamentali, *trend* recenti e prospettive di creazione di valore. Il Capitolo 3 approfondisce il caso studio relativo all'acquisizione di Bulgari a parte del gruppo LVMH, e attraverso questa operazione si propone una visione evolutiva del settore della gioielleria di lusso. Infine, all'interno della sezione conclusiva vengono raccolte le principali considerazioni emerse nel corso della discussione.

CAPITOLO 1: LA CREAZIONE DI VALORE TRAMITE LE OPERAZIONI DI M&A

Il capitolo introduttivo del lavoro è dedicato alla trattazione dei diversi aspetti relativi alle operazioni di M&A al fine di fornire una prospettiva organica rispetto a tutta una serie di elementi teorici e pratici afferenti a queste particolari transazioni. La sezione iniziale è rivolta alla descrizione delle modalità di crescita aziendale distinguendo tra alternative interne ed esterne. Si procede quindi con la definizione delle principali categorie di operazioni di M&A e con una sezione dedicata al processo che porta dallo *screening* iniziale fino alla finalizzazione dell'accordo e all'integrazione *post-deal*. Le sezioni finali ricoprono un'analisi di tipo qualitativo sui possibili vantaggi e svantaggi derivanti della realizzazione di questo tipo di operazioni e della successiva creazione di valore, attraverso i contributi disponibili in ambito accademico.

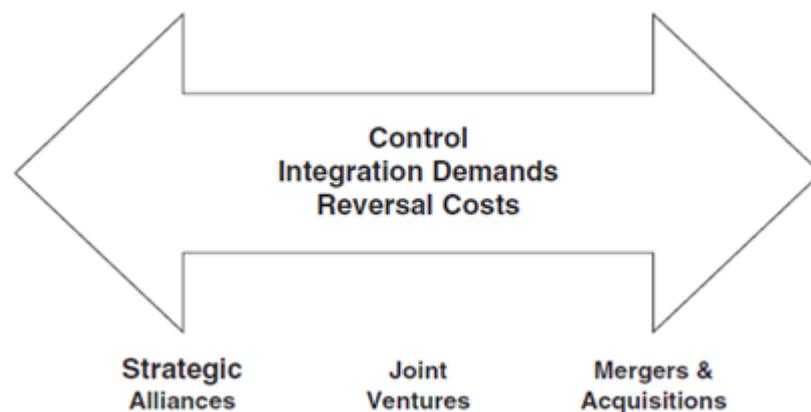
1.1 Strategie e modalità di crescita

Guardando alle possibilità di crescita per un'azienda, le scelte a disposizione si configurano sostanzialmente all'interno di due categorie strategiche, ovvero: alternative di crescita interna ed esterna. Per le prime, l'aspetto relativo all'investimento costituisce una variabile chiave in quanto corrisponde alla modalità principale attraverso cui un'impresa determina le sue decisioni strategiche in merito alla dimensione delle sue attività, ai mercati in cui opera, al *mix* di prodotti e servizi offerti e così via, attraverso l'allocazione delle risorse tra le diverse alternative di investimenti concorrenti. Sebbene le decisioni di investimento siano altamente centralizzate all'interno di un'azienda, il processo di identificazione delle opportunità di investimento e di ottenimento ed elaborazione delle informazioni necessarie è diffuso all'interno dell'organizzazione. I criteri per identificare queste opportunità derivano frequentemente, esplicitamente o implicitamente, dagli obiettivi complessivi di redditività e/o di crescita dell'impresa, quali l'utilizzo della capacità in eccesso, l'aumento dei costi operativi, le interruzioni della produzione, il mantenimento dei cicli e così via. Su base pratica, le principali leve per la crescita interna rispondono quindi a: spesa in ricerca e sviluppo (o R&D), investimenti destinati all'espansione dell'esistente capacità produttiva, nonché espansione geografica e/o in nuovi segmenti di mercato.

Alle alternative di crescita esterna afferiscono invece all'implementazione di: alleanze strategiche, *joint ventures* e, per l'appunto, M&A. Tutte queste opzioni richiedono all'azienda di interagire con altre entità attive nell'ambiente esterno, giungendo alla realizzazione di

accordi contrattuali che definiscono i termini attraverso cui lo sviluppo verrà attuato. La Figura 1 pone in relazione le possibilità di crescita esterna in base al livello di *commitment* aziendale (espresso in termini di controllo, integrazioni e costi necessari per tornare indietro) necessario al fine di rendere possibile ciascuna alternativa. Queste opzioni vengono discusse nei successivi paragrafi.

Figura 1 – Opzioni di Crescita Esterna e Relativo Livello di Commitment¹



Alleanze Strategiche

Le alleanze strategiche costituiscono forme di cooperazione meno strutturate tra aziende rispetto a *joint venture* ed M&A. Nella fattispecie, mentre in una *joint venture* viene spesso creata un'entità separata, in un'alleanza strategica l'accordo e la relazione sono meno formali. È possibile definire come alleanze strategiche gli sforzi collaborativi di due o più aziende in cui ciascuna azienda mantiene la propria indipendenza. Tali alleanze sono strategiche quando sono formate per facilitare il raggiungimento degli obiettivi primari dell'azienda. In un'alleanza strategica, le aziende coinvolte condividono determinate risorse secondo una modalità definita *ex ante* come vantaggiosa per entrambi i membri dell'alleanza.

Nella pratica, le alleanze strategiche risultano comuni in diversi settori diversi, tra cui l'industria farmaceutica, il settore dei trasporti aerei e l'informatica. Ad esempio, nel caso delle compagnie aeree che servono diversi mercati geografici, spesso alleanze di natura strategica o accordi di *partnership* vengono realizzati. In base a questi accordi, rimangono compagnie aeree separate ma condividono le rotte offerte. Questo consente loro di essere in

¹ Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, & Corporate Restructurings*, Seventh Edition. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New York.

grado di mantenere un cliente che vuole volare oltre la portata delle rotte offerte da una determinata compagnia aerea. Con tali alleanze, i vari *partner* possono essere in grado di fornire ai clienti una rete globale. Inoltre, poiché varie aziende in un settore formano tali alleanze, ciò esercita pressioni sui concorrenti affinché seguano l'esempio in modo che non siano svantaggiati a causa di una rete più piccola.

Attraverso alleanze strategiche, le aziende farmaceutiche possono accedere alla tecnologia fornita dalle aziende biotecnologiche che potrebbero non essere disponibili all'interno delle proprie organizzazioni. Con l'accelerazione del cambiamento tecnologico nell'industria farmaceutica, infatti anche le metodologie di sviluppo dei farmaci hanno subito nei decenni un notevole sviluppo. Negli ultimi anni, le modalità attraverso cui le aziende farmaceutiche innovano e lanciano nuovi farmaci sul mercato sono notevolmente cambiate e molte delle realtà principali non dispongono oggi di alcuna delle capacità e delle competenze per condurre ricerche più moderne in maniera autonoma. Le alleanze strategiche consentono di sopperire a questa necessità. Le alleanze strategiche ricoprono una crescente importanza anche nel lusso, con sempre più *partnership* che coinvolgono i gruppi operanti nel settore stringere accordi con altri *player* oppure con attori appartenenti ad altri settori, al fine di focalizzarsi su obiettivi strategici definiti. È ad esempio il caso di alleanze strategiche definite al fine di raggiungere nuovi segmenti di domanda, migliorare l'immagine del prodotto finale (contro il rischio di contraffazione) oppure promuovere il *brand* al fine di elevarne l'immagine in risposta alla crescente attenzione verso la sostenibilità.

Joint Ventures

In una *joint venture*, due o più società combinano determinati *asset* e lavorano su base coordinata al fine di raggiungere congiuntamente un obiettivo comune. Di solito, il periodo di tempo di questa combinazione è definito e limitato nella durata. Questa rappresenta infatti un'importante differenza tra *joint venture* e un'operazione di M&A, in quanto in quest'ultimo caso si configura un periodo indefinito a meno che non si tratti di un accordo specializzato in cui una società viene acquisita con l'obiettivo pianificato di venderla entro un certo periodo di tempo (come, ad esempio, nel caso di acquisizioni condotte da parte di *private equity*).

Le società coinvolte in una *joint venture* mantengono le proprie operazioni commerciali separate e continuano ad esistere separatamente come prima dell'istituzione della *joint venture stessa*. Questa impresa viene quindi formalmente creata come entità commerciale, come una società separata o una *partnership*. Un accordo formale tra i partecipanti all'impresa

stabilisce la misura in cui ciascuno di essi eserciterà il controllo sulle attività dell'impresa e parteciperà ai profitti o alle perdite della stessa. In molti casi, questo accordo conterrà una tabella di marcia condivisa, che ciascuna entità potrà seguire per valutare i progressi della *joint venture* rispetto al raggiungimento dei propri obiettivi. Le *joint venture* possono essere utilizzate per un'ampia varietà di scopi commerciali. È il caso, ad esempio, di due aziende, le quali dispongono di risorse specializzate e complementari che, se combinate, possono essere utilizzate per creare o commercializzare un prodotto specifico. Anche in questo caso, può essere adoperato il caso di un produttore farmaceutico tradizionale, mentre l'altro potrebbe essere un'azienda biotecnologica. L'azienda farmaceutica potrebbe voler utilizzare le risorse in ambito R&D del *business* biotecnologico per sviluppare un particolare farmaco per il trattamento di determinate patologie. Se questo è l'obiettivo, l'acquisizione dell'intero *business* biotecnologico, che può essere coinvolto in molte altre aree in cui il produttore potrebbe non essere interessato, può essere un modo costoso per ottenere la capacità di ricerca di cui ha bisogno per sviluppare il prodotto finale. Di contro, il produttore in genere dispone di una rete commerciale capillare che è in grado di lanciare in minori tempi il prodotto raggiungendo quote di mercato rilevanti in tempi relativamente ristretti. In questo caso, pertanto, entrambe le imprese mettono in campo risorse complementari e ciascuna può a sua volta trarre un beneficio dell'altra. È utile notare, come sebbene lo scopo di una *joint venture* in sé sia limitato nel tempo e nelle attività, spesso le *joint venture* offrono a due potenziali *partner*, l'opportunità di future combinazioni in termini M&A, nel caso in cui l'attività svolta all'interno della *joint venture* dovesse risultare di particolare successo. Con riferimento al settore del lusso, casi di *joint venture* sono in crescita negli ultimi anni soprattutto per quanto riguarda la convergenza tra i gruppi operanti nel lusso da un lato, i quali dispongono di *brand* e competenze di *marketing*, e le piattaforme di vendita *online* dall'altro, le quali sono in costante crescita e dispongono di un posizionamento unico in un canale di forte crescita.

M&A

Come verrà discusso nel successivo paragrafo, le operazioni relative all'M&A costituiscono le alternative di crescita esterna dal carattere di maggiore formalità, in quanto interessano la ridefinizione stessa del raggio di operatività di un'azienda conferendovi nuovi *asset*, oppure il capitale di una nuova azienda. Questo elemento esprime quindi il passaggio di proprietà tra due entità, che rende per certi versi non più reversibile il processo e che richiede un notevole impegno in termini di pianificazione, coordinamento e integrazione in capo all'acquirente. Rispetto quindi alle opzioni relative alle alleanze strategiche e alle *joint venture*, l'alternativa

dell'M&A richiede il maggior livello di impegno organizzativo e di costi qualora di decidesse di tornare indietro.

1.2 Le operazioni di M&A: definizione e tipologie

Il termine M&A si riferisce a diversi tipi di transazione. Nella quasi totalità dei casi, in ciascuna operazione di M&A si configura una società acquirente (o offerente) e una società acquisita (o *target*). Nelle acquisizioni condotte in termini di capitale azionario, l'offerente acquista in tutto o in parte le azioni della *target*. In alternativa, l'offerente può acquistare la totalità o una parte degli *asset* della *target*, in caso di acquisizione di *asset*. Nella fattispecie della fusione invece, l'offerente incorpora la *target*, acquisendone tutte le attività e le passività, il che porta la *target* a cessare di esistere. Al contrario, in uno schema di fusione inversa è la *target* che incorpora l'offerente. Vi è poi un'altra tipologia di fusione, definita per consolidamento: in essa viene creata una società completamente nuova (o *Newco*) e sia la *target* che l'offerente cessano di esistere. In genere, questo è il caso della cosiddetta fusione tra pari in cui tra l'offerente e la *target* non vi sono sostanziali differenze in termini di dimensioni, ma le due società si consolidano alla pari in un'unica nuova entità.

Rispetto a queste forme dirette, sono possibili strutture di *deal* più complesse che possono rispondere a particolari necessità. Per l'offerente, infatti, un'alternativa all'acquisizione diretta delle azioni o degli *asset* della *target* consiste nella creazione di una controllata e nella fusione della *target* in quest'ultima (fusione triangolare). Se la controllata si unisce alla *target*, l'operazione è denominata fusione triangolare inversa. In tutte questi casi, l'offerente può offrire denaro o titoli azionari ai soci della *target* (o alla società *target* in caso di acquisizione di attività). Sono anche possibili forme di pagamento ibride (ad esempio, parte in *cash* e in parte azioni) così come potrebbero essere inclusi nell'offerta altri titoli rispetto alle azioni (ad esempio, obbligazioni). Infine, sono possibili forme di pagamento posticipate nel tempo (i cosiddetti *earnout*), che si attivano ciò al conseguimento di alcuni obiettivi economico-finanziari prestabiliti.

La scelta della struttura dell'accordo ha una serie di implicazioni. Si consideri ad esempio l'effetto fiscale: se viene utilizzato solo *cash* come mezzo di regolamento della transazione, gli azionisti della *target* subiscono una passività fiscale immediata, mentre le imposte sono differite nelle operazioni aventi a oggetto il trasferimento di azioni. Si consideri anche la diversa esposizione alle passività della *target*: ad esempio un contenzioso pendente a carico

della *target* potrebbe produrre futuri effetti anche molto negativi per l'acquirente. In sintesi, le modalità attraverso cui un'operazione è strutturata hanno una serie di implicazioni rilevanti in termini di tassazione, esposizione al rischio, controllo, e così via. Le operazioni di M&A possono infine essere definite come amichevoli o ostili. Nel primo caso, il *management* della *target* accoglie con favore la proposta di accordo da parte dell'offerente, mentre nel caso di un'offerta ostile, il *management* della *target* tenderà di intraprendere tutta una serie di azioni rivolte ad impedire l'avanzamento dell'accordo.

Indipendentemente dalla struttura dell'operazione, le operazioni di M&A sono classificabili in base al settore di appartenenza dei partecipanti come: orizzontali (la *target* opera nello stesso settore dell'offerente), verticali (la *target* opera ad un livello diverso della stessa filiera dell'offerente) e conglomerate (la *target* e l'offerente sono in settori non correlati). Occorre infine menzionare due termini frequentemente utilizzati nelle operazioni M&A, ovvero offerta pubblica di acquisto (OPA) e *takeover*. Un'OPA è un'offerta pubblica rivolta all'acquisto di azioni promossa dall'offerente direttamente agli azionisti della *target*. Se gli azionisti accettano l'offerta, cedono le loro azioni in cambio del prezzo offerto. Un'OPA è spesso subordinata all'ottenimento da parte dell'offerente di una percentuale dei diritti di voto totali. Se il numero di azioni ottenute non fosse sufficiente, l'offerta potrebbe essere ritirata o riformulata. I casi di *takeover* consistono invece in proposte di acquisizione indirizzate direttamente al *management* della *target* e sono spesso di natura ostile. La *target* continua ad esistere finché ci sono azionisti dissidenti.

1.3 Il Processo

La realizzazione di operazioni M&A varia spesso a seconda di una serie di fattori, tra cui, la natura degli attori coinvolti o delle caratteristiche della stessa operazione. Sebbene quindi non sia possibile identificare un processo M&A universale, dall'osservazione pratica si riescono a definire alcune macro-fasi fondamentali che risultano piuttosto ricorrenti e che vengono descritte di seguito.

Ricerca

Il primo passo nella ricerca di possibili *target* è quello di stabilire un numero di criteri di selezione primari, tra cui il settore, le caratteristiche competitive e le dimensioni della transazione. La dimensione della transazione è in genere definita in termini di prezzo

massimo di acquisto che un'azienda è disposta a pagare, espresso attraverso i multipli P/E, P/BV, Valore dell'azienda / Flussi di cassa, o un prezzo di acquisto massimo. Può anche essere opportuno limitare la ricerca a una specifica area geografica. La ricerca di informazioni potrebbe essere difficile per quanto riguarda le piccole imprese private. A tal proposito, soggetti specializzati come *data provider* e le agenzie di *rating* di credito, forniscono una valutazione indipendente sulla redditività sia delle imprese quotate presso i mercati regolamentati che di quelle private.

Screening

Il processo di *screening* è un affinamento del processo di ricerca iniziale. È innanzitutto necessario restringere l'elenco iniziale di potenziali candidati creato attraverso i criteri primari discussi in precedenza. Occorre a questo punto un certo equilibrio nel definire un elenco coerente di criteri di selezione che possano restituire un numero di aziende utile per l'analisi. Tra i principali criteri di selezione spesso rientrano: segmento di mercato, linea di prodotto, livello di redditività, grado di leva finanziaria, quota di mercato, caratteristiche del CEO o degli azionisti di controllo (es. ricambio generazionale).

Contatto Preliminare

L'utilizzo dei criteri di selezione primaria e secondaria consente di concludere la ricerca e di iniziare la parte successiva del processo di pianificazione dell'acquisizione, che si materializza con i primi contatti con la *target*. È necessario sviluppare una strategia di approccio in cui il potenziale acquirente sviluppi un profilo di ciascuna impresa da contattare al fine di delineare i motivi per cui l'impresa *target* dovrebbe prendere in considerazione una proposta di acquisizione. Tali ragioni potrebbero includere la necessità di capitale, desiderio del proprietario di monetizzare il proprio investimento oppure problemi di pianificazione della successione. Le modalità attraverso cui viene effettuato il contatto iniziale dipendono dalle dimensioni dell'azienda, dal fatto che il potenziale acquirente disponga di contatti diretti con la *target*, dalla natura pubblica o privata di quest'ultima e dal periodo di tempo necessario affinché l'acquirente possa completare la transazione. L'ultimo fattore può essere estremamente importante in molte circostanze. Se le tempistiche lo consentono, è necessario lo sviluppo di un rapporto personale con la *target*, specialmente se l'azienda è di proprietà privata. In questa fase potrebbero esserci discussioni iniziali sul valore e vengono firmati documenti preliminari (accordo di riservatezza, manifestazione di interesse, *term sheet*).

Negoziazione

Se la fase precedente restituisce risultati positivi, il potenziale acquirente e la *target* entrano nella fase di negoziazione. Questo momento costituisce spesso l'aspetto più complesso del processo di acquisizione. È in questa fase, infatti, che viene determinato il prezzo di acquisto pagato per l'attività acquisita, che in molti casi potrebbe risultare anche molto diverso dalla valutazione iniziale effettuata per l'azienda *target*. L'accento è posto sulla negoziazione nel contesto della risoluzione dei problemi o della contrattazione basata sugli interessi, in cui le parti guardano ai loro interessi sottostanti piuttosto che semplicemente dichiarare posizioni e avanzare richieste. In genere, in questa fase l'acquirente ha accesso alle informazioni sensibili della *target* contenute all'interno della *data room*. Queste informazioni afferiscono alla parte strategica, commerciale, finanziaria e legale della *target* e costituiscono un indispensabile base informativa per definire la valutazione da parte dell'acquirente. La fase di negoziazione consiste comunemente in tre aree principali, ovvero: affinamento della valutazione iniziale, discussione sulla struttura dell'operazione (inclusi elementi quali: schema di acquisizione, forma di pagamento, considerazioni fiscali, organizzazione *post-closing*, e così via.) e sviluppo di un piano di finanziamento per la transazione. In questa fase, l'attività di *due diligence* viene generalmente avviata.

Sviluppo del Piano di Integrazione

Parte del processo di pianificazione dell'integrazione pre-fusione prevede l'attività di *due diligence* e *pre-closing*. Una responsabilità del *team* di *due diligence* è identificare i modi in cui risorse, processi e altre risorse possono essere combinati per realizzare risparmi sui costi, miglioramenti della produttività o altre sinergie percepite. Queste informazioni sono essenziali anche per perfezionare il processo di valutazione, consentendo all'acquirente di comprendere meglio la necessaria sequenza degli eventi e di conseguenza il profilo temporale attraverso cui le sinergie attese possono essere realizzate.

Closing

Il *closing* comporta l'ottenimento di tutti i necessari consensi da parte degli azionisti, delle autorità normative e di terze parti (ad esempio, contratti con clienti e fornitori) nonché il completamento del cosiddetto *Sale and Purchase Agreement* SPA, ovvero il contratto di acquisizione definitivo. In questa fase, l'acquirente chiede di ricevere il via libera dalle autorità competenti, compresa l'*antitrust*. Anche i termini definitivi del contratto di

compravendita SPA sono finalizzati. Le voci principali si riferiscono a: prezzo e relativi adeguamenti, pagamento, passività, eventuali commissioni di rottura e condizioni di *closing*.

Integrazione Post-Closing

L'attività di integrazione *post-closing* è ampiamente considerata tra le fasi più importanti del processo di acquisizione. Le principali attività richieste immediatamente dopo il *closing* sono: implementazione di un piano di comunicazione efficace, gestione delle tematiche culturali, fidelizzazione dei dipendenti, adozione delle *best practice* dell'acquirente e assunzione efficace della gestione dei flussi di cassa.

1.4 Vantaggi e svantaggi delle operazioni di M&A

Dal punto di vista delle motivazioni che portano alla scelta dell'M&A, diversi possono essere i *driver* in considerazione. Queste operazioni costituiscono in molti casi momenti trasformativi per le realtà coinvolte e richiedono pertanto un'approfondita valutazione dei possibili benefici, alla luce dei rischi e dei possibili aspetti negativi che possono manifestarsi nell'esecuzione del *deal*. L'analisi affrontata in questo paragrafo porta a fattori comuni le principali motivazioni discusse all'interno della letteratura accademica².

Sinergie

Con il termine sinergie si intende il valore dei flussi di cassa incrementali generati dall'unione di due attività, rispetto alle singole attività su base *standalone*. Nella fattispecie, se il valore di mercato di due aziende è rispettivamente di 50 milioni di \$ e 25 milioni di \$, e il loro valore di mercato combinato è di 100 milioni di \$, allora il valore implicito delle sinergie derivanti dalla loro unione è di 25 milioni di \$. Le due categorie fondamentali di sinergie sono riconducibile alle sinergie operative e finanziarie. Le sinergie operative consistono nel conseguimento dei benefici derivanti dalle economie di scala, economie di scopo e acquisizione di risorse e competenze tecniche complementari, che possono essere fattori importanti per la creazione di ricchezza per gli azionisti. I benefici in termini di efficienza possono derivare da questi fattori e dall'implementazione di migliori processi operativi e manageriali. Le economie di scala si riferiscono alla riduzione dei costi totali medi per

² Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, & Corporate Restructurings*, Seventh Edition. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New York.

un'impresa che produce un dato *output* per una data dimensione degli *asset* a causa della diminuzione dei costi fissi medi e dell'aumentare del volume di produzione. I costi oggetto dei benefici delle economie di scala si riferiscono ai costi fissi come l'ammortamento delle attrezzature e dei *software* capitalizzati, le spese di manutenzione gli oneri di natura finanziaria, oppure i costi di *lock-in* a lungo termine presenti nei contratti con clienti o fornitori. Le sinergie di natura finanziaria si riferiscono invece alla riduzione del costo del capitale dell'acquirente grazie agli effetti dell'operazione di M&A. Le sinergie finanziarie possono verificarsi se le imprese oggetto dell'operazione hanno flussi di cassa relativamente non correlati, realizzano risparmi derivanti da minori costi di emissione e transazione dei titoli oppure ottengono una migliore corrispondenza tra i fondi generati internamente e le opportunità di investimento. Le società che operano quindi in diversi segmenti di mercato i cui flussi di cassa non sono correlati tendono a ridurre il rischio specifico dell'impresa (cioè il rischio specifico dell'azienda o non sistematico) e il rischio associato a fattori che incidono su tutte le imprese (rischio sistematico) come una recessione, aumento dell'inflazione o dei tassi di interesse. Tali imprese possono essere in grado di sopportare meglio la perdita di clienti, fornitori, dipendenti o l'impatto delle difficoltà finanziarie rispetto alle realtà presenti all'interno di un singolo mercato. La correlazione imperfetta dei flussi di cassa tra diverse unità aziendali consente di trasferire risorse da unità con maggiore disponibilità di liquidità a quelle unità che più ne necessitano. Di conseguenza, imprese multiprodotto con flussi di cassa di *business unit* meno correlati detengono un rischio sistemico inferiore rispetto alle imprese i cui flussi di cassa delle unità di *business* sono correlati.

Diversificazione

Con diversificazione, si intende perseguire operazioni di sviluppo aziendale che hanno come scopo l'estensione del *business* di un'azienda al di là del suo attuale ambito di operatività. Tra i principali benefici della diversificazione rientrano le già discusse sinergie finanziarie che impattano positivamente il costo del capitale, oppure la possibilità per un'azienda di spostare le proprie linee di produzione principali verso quei mercati che hanno prospettive di crescita più elevate. I nuovi mercati possono essere correlati o non correlati rispetto ai mercati in cui l'impresa opera. Un'impresa che affronta una crescita più lenta nei propri mercati attuali può accelerare la crescita attraverso la relativa diversificazione penetrando in nuovi mercati che sono in qualche meno conosciuti e, quindi, più rischiosi in una prospettiva di sviluppo interno. Un'impresa può anche perseguire più elevati livelli di crescita acquisendo nuove linee di

prodotto rispetto al suo attuale portafoglio, incrementando quindi le vendite all'interno dei propri mercati. Il ruolo della diversificazione è comunque dibattuto in quanto è comunque possibile trovare evidenze di rivolte ad un maggiore successo associato ad operazioni di M&A che hanno ad oggetto un maggiore focus sul *core business* dell'acquirente, riflettendo pertanto una scelta in linea con il contesto competitivo in cui l'azienda già opera e con una maggiore capacità di ottimizzare le decisioni di investimento. Le acquisizioni correlate possono anche avere maggiori probabilità di generare rendimenti finanziari più elevati rispetto alle operazioni diversificate, poiché le società correlate hanno maggiori probabilità di realizzare sinergie di costo grazie alla maggiore sovrapposizione tra le strutture.

Strategic Realignment

Al contrario della diversificazione, le aziende possono adoperare le operazioni di M&A per apportare adeguamenti rispetto ai mutamenti nel loro ambiente esterno, come ad esempio i cambiamenti normativi oppure l'innovazione tecnologica. I settori che sono oggetto di una significativa deregolamentazione (es. servizi finanziari, servizi pubblici, media, telecomunicazioni) sono al centro di una sostenuta attività di M&A, dal momento che la deregolamentazione abbatte le barriere all'ingresso nel settore e stimola un maggiore livello di concorrenza. Le imprese in settori altamente regolamentati spesso non sono in grado di competere con successo a seguito della deregolamentazione e diventano bersagli di concorrenti più forti. In quanto tale, la deregolamentazione spesso innesca una sostenuta attività di M&A con conseguente consolidamento nel numero di operatori nel settore rispetto alla situazione precedente.

Teorie Manageriali (Problema dell'Agenzia)

I problemi relativi all'agenzia sorgono in quelle circostanze in cui gli interessi dei *manager* e degli azionisti dell'azienda differiscono. I *manager* possono ad esempio effettuare operazioni di M&A per aumentare il loro prestigio, realizzare una maggiore sfera di influenza, aumentare il proprio compenso, oppure più semplicemente per mantenere il proprio ruolo. Inoltre, i problemi di agenzia possono essere più o meno pronunciati a seconda del sistema legislativo in cui l'azienda opera e il grado di protezione per gli azionisti. Poiché fusioni e acquisizioni sono spesso accompagnate da sostanziali incrementi dei compensi a favore del *management*, i CEO hanno forti incentivi finanziari a perseguire acquisizioni nel corso della propria carriera.

Considerazioni Fiscali

Gli aspetti fiscali influenzano spesso il processo decisionale delle imprese. Gli acquirenti di imprese che detengono perdite accumulate e crediti d'imposta possono utilizzarli per compensare gli utili futuri generati dalle imprese combinate. Tuttavia, la natura imponibile dell'operazione svolge spesso un ruolo più importante nel determinare se una fusione ha luogo rispetto agli eventuali benefici fiscali derivanti all'acquirente. Il venditore può considerare lo *status* fiscale della transazione come un prerequisito per l'affare. Una transazione adeguatamente strutturata può consentire agli azionisti *target* di differire qualsiasi plusvalenza fino a quando le azioni dell'acquirente ricevute in cambio delle loro azioni non vengono vendute. Gli aspetti fiscali sono anche un fattore importante che motiva le imprese in paesi ad alta tassazione che traggono gran parte del loro reddito da fonti estere a spostare la loro sede aziendale acquisendo un'azienda situata in un paese con aliquote fiscali più favorevoli. Poiché il reddito di un'impresa è tassato sia nel suo paese d'origine che all'estero, le società multinazionali sono motivate a trasferirsi in contesti a minore imposizione fiscale come parte della propria strategia finanziaria globale.

Di contro, le operazioni di M&A pongono importanti sfide in capo alle organizzazioni coinvolte (in particolare l'acquirente) dovute soprattutto alle incertezze relative all'intero processo e alla complessità dell'integrazione. Tra gli aspetti di maggiore criticità possono menzionarsi per l'appunto: rischi di integrazione, divergenze nella valutazione, sfide manageriali e realizzazione delle sinergie.

Integrazione

Il processo di integrazione si riferisce al processo che si avvia immediatamente a seguito della chiusura dell'accordo di M&A, quando cioè la società combinata inizia ad operare come un'unica società. Tuttavia, in molti casi il processo di integrazione è avviato già prima della chiusura dell'accordo. Poiché l'integrazione è un processo complesso, le difficoltà di integrazione possono materializzarsi a diversi livelli. A livello generale, le sfide dell'integrazione possono essere sintetizzate in due dimensioni fondamentali, vale a dire: integrazione delle attività e integrazione umana. L'integrazione delle attività si concentra sul collegamento di diversi sistemi finanziari e di controllo, mentre l'integrazione umana si concentra sulla costruzione di relazioni di efficaci, sull'integrazione manageriale, sulla

soddisfazione dei dipendenti e sull'integrazione della cultura aziendale. Entrambe le accezioni di integrazioni costituiscono processi concettualmente distinti, ma dipendenti l'uno dall'altro.

Più nello specifico, l'integrazione delle attività a seguito di un'operazione di M&A impone difficoltà in quanto i sistemi di due società separate devono convergere. Le due società potrebbero utilizzare sistemi diversi non facilmente su base integrata. Inoltre, potrebbe essere necessario rimuovere le funzioni duplicate, mentre la tecnologia, le capacità e il capitale intellettuale potrebbero dover essere incrementati. Quanto descritto sintetizza solo alcune delle sfide che un'azienda potrebbe affrontare per quanto riguarda l'integrazione delle attività a seguito dell'integrazione con un'altra società. Una sfida di integrazione per certi versi ancora maggiore potrebbe essere l'integrazione delle risorse umane. Questa dimensione enfatizza la soddisfazione umana in entrambe le aziende e la creazione di un'atmosfera di rispetto reciproco e fiducia. Quando due società vengono combinate, la società combinata potrebbe essere costituita da due culture aziendali diverse, diversi punti di vista del *management* e conseguente presenza di dipendenti insoddisfatti. Questo può portare tensione nella società combinata che in ultima analisi potrebbe danneggiare il valore dell'azienda. È possibile poi che le differenze culturali rappresentino un fattore significativo per quanto riguarda i fallimenti delle fusioni. Anche se l'integrazione delle attività e i processi di integrazione umana sono distinti, queste due dimensioni sono correlate ed entrambe fondamentali per il successo delle operazioni di M&A richiedendo una costante attenzione sulle due aree. Ne consegue che nelle circostanze in cui i dipendenti sono soddisfatti, il trasferimento di conoscenze e la condivisione delle risorse sarà più facile rispetto ai casi contrari. Allo stesso tempo, è probabile che l'integrazione delle attività favorisca la soddisfazione dei dipendenti. Se l'integrazione delle attività e l'integrazione del capitale umano divergono, questo può avere un impatto negativo sul valore dell'acquisizione e si tradurrà in dipendenti demotivati che non sono impegnati nell'organizzazione.

Sfide manageriali

Le difficoltà di natura manageriale si riferiscono alle sfide che i *manager* affrontano quando affrontano un'operazione di M&A. Queste difficoltà includono i motivi manageriali per la fusione, il tempo richiesto dalla fusione e le differenze di cultura aziendale³. Se la finalità dell'acquisizione non è coerente con la ricerca della crescita, ma al contrario risponde ai soli

³ Marks, K. H., Howard, J. A. (2015). Optimizing Private Middle-Market Companies for M&A and Growth. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (pp. 67-82). Emerald Group Publishing Limited.

interessi del *management*, gli azionisti non trarranno beneficio dall'acquisizione. In altri casi, le operazioni di M&A possono anche essere guidate dall'idea che nel lungo termine solo i *player* di maggiori dimensioni sopravvivono nel mercato. La finalità dell'M&A è quindi guidata in molti casi dalla necessità di rimanere indipendenti. Il livello di sviluppo tecnologico, l'aumento della concorrenza, le spinte alla globalizzazione o l'economia in rapida evoluzione sono possibili fattori che guidano operazioni di M&A sotto questo aspetto. Una sfida per i *manager* è assicurarsi che venga perseguita la giusta finalità per realizzare un'acquisizione e renderla di successo, al contrario di quanto accade nelle operazioni guidate dall'ego e dalla ricerca di gloria dei *manager*. I *manager* che affrontano l'integrazione post-operazione affrontano la sfida di distribuire il loro impegno tra il *core business* e appunto l'integrazione. Anche a seguito della chiusura dell'accordo, i *manager* necessitano di mantenere un alto livello di *focus* sulla transazione, richiedendo una sfida in termini di gestione del tempo. Infatti, durante la fase di integrazione, il *management* deve concentrarsi sull'identificazione e la cattura del valore. La direzione è responsabile che l'integrazione umana avvenga nel modo più agevole possibile. È inoltre presente una pressione temporale per quanto riguarda un avvio veloce dell'entità combinata. In generale, i primi mesi dopo un cambiamento importante sono essenziali per rendere un cambiamento di successo. Il *management* dovrebbe essere consapevole di questo e il tempo dovrebbe essere quindi il principale *driver*. Trattare con un'altra cultura aziendale è complesso e dovrebbe essere gestito con attenzione, il che può essere una sfida per la gestione.

La valutazione della target

Stabilire il prezzo corretto per la *target* costituisce un'ulteriore sfida primaria all'interno di un'acquisizione. Di solito, il prezzo pagato per un'acquisizione è superiore al valore intrinseco del *target*, includendo così un premio riconosciuto agli azionisti della *target* per conseguire il controllo. Il premio pagato corrisponde in genere alla sinergia previste. Il prezzo della *target* dovrebbe essere conforme sia all'acquirente che al *target*. Le sfide per la valutazione della *target* comprendono elementi quali la scelta del metodo di valutazione, l'asimmetria informativa in essere tra acquirente e venditore e la valutazione degli *asset*. Per arrivare ad una stima del prezzo del *target*, è possibile utilizzare diverse metodologie di valutazione, in quanto non è possibile definire un unico approccio adatto per ciascuna situazione. Quale tecnica utilizzare dipende non solo dal settore industriale dell'azienda, ma anche dalle sue caratteristiche e dalle preferenze dell'analista.

Tra le principali metodologie, che verranno approfondite successivamente, il *Discounted Cash Flow* o la metodologia dei multipli sono due esempi di metodi di valutazione ampiamente utilizzati. È possibile che vi siano importanti disallineamenti nell'adozione del metodo stesso di valutazione. Quale metodo di valutazione utilizzare impone infatti la prima sfida per quanto riguarda la valutazione *target*. L'asimmetria informativa nel metodo di valutazione tra acquirente e venditore può incrementare il livello di difficoltà della valutazione della *target*. L'asimmetria informativa si verifica quando una parte in una transazione ha accesso a informazioni maggiori o superiori rispetto a un'altra parte. Quando l'acquirente, ad esempio, sostiene che la società oggetto dell'acquisizione non abbia condiviso tutte le informazioni disponibili, potrebbe ritenere che il valore della società *target* debba essere inferiore al prezzo proposto dall'oggetto dell'operazione. Ciò indica come l'asimmetria informativa possa avere un'influenza sulla valutazione di una *target*. L'asimmetria informativa è più facilmente riscontrabile da aziende relativamente giovani piuttosto che da aziende consolidate. Tuttavia, l'asimmetria informativa può verificarsi anche nelle aziende mature. Pertanto, non è solo difficile stimare se vi sia o meno asimmetria informativa e in quale misura, ma è anche difficile decidere in che modo l'asimmetria informativa dovrebbe o meno influenzare la valutazione della *target*. Vi è poi la difficoltà di valutare particolari beni immateriali poiché questi ad oggi sono essenziali nella valutazione delle prospettive di una realtà aziendale. Esistono diversi approcci per la valutazione delle attività immateriali (tra cui l'analisi della vita utile del bene, la quota del reddito operativo generato dall'*asset* oppure la disponibilità dell'acquirente di pagare per l'*asset* in questione). Inoltre, va notato che le attività immateriali sono associate a una maggiore incertezza rispetto alle attività materiali. Questa incertezza è legata all'entità e alle tempistiche dei futuri benefici economici di queste attività. La mancanza di sostanza fisica, i molteplici approcci per valutare un'attività immateriale e l'incertezza associata rendono difficile determinare un valore per le attività immateriali e quindi impongono una sfida per quanto riguarda la valutazione *target*.

Le incertezze relative alla realizzazione delle sinergie

Il conseguimento delle sinergie attese è un'altra sfida affrontata quando si affronta un'operazione di M&A. Il raggiungimento delle sinergie attese post-*deal* è essenziale in quanto le sinergie costituiscono spesso la principale ragione alla base di una combinazione. Come discusso, le sinergie sono l'elemento che aggiunge valore alla società combinata che fa sì che quest'ultima consegua un valore economico superiore alle due singole entità. Pertanto,

è importante avere chiare le sfide per quanto riguarda la realizzazione delle sinergie attese già in fase di definizione dell'accordo. Le difficoltà afferenti al conseguimento delle sinergie previste si sovrappongono alle sfide precedentemente discusse. Queste sfide vanno dalla stima delle sinergie totali, alle difficoltà di integrazione, ai costi previsti e al tempo necessario per conseguirle. Al fine di realizzare le sinergie previste, è necessario innanzitutto effettuare una stima preliminare. Quando questa attività non è accurata, sarà più difficile raggiungere le sinergie attese. Pertanto, le difficoltà relative alla determinazione del prezzo della *target* sono paragonabili alla sfida di valutazione delle sinergie. Al fine di stimare le sinergie totali, è necessaria innanzitutto un'attenta fase di *due diligence* capace di fornire una stima accurata. Anche le criticità già discusse a livello di integrazione sono essenziali in questa fase. Inoltre, i costi e i tempi necessari per realizzare le sinergie sono spesso sottovalutati. Quando i costi e i tempi necessari sono sottostimati, sarà più difficile realizzare le sinergie previste. Inoltre, una preparazione avanzata è fondamentale per realizzare le sinergie il prima possibile. Quando, ad esempio, l'acquirente è in grado di assorbire rapidamente i nuovi prodotti e di immetterli sul mercato prima che un concorrente possa fare qualcosa di simile, una preparazione avanzata può essere essenziale per la posizione competitiva. Nelle circostanze in cui i costi sono sottostimati, il valore aggiunto totale attraverso le sinergie sarà inferiore al previsto. In sintesi, la realizzazione di sinergie dipende in parte dal grado di integrazione raggiunto a seguito della transazione nei diversi livelli dell'organizzazione. Ciò indica che le sfide sopra menzionate sono correlate e si sovrappongono l'una con l'altra.

1.5 La creazione di valore nelle operazioni di M&A

Nel corso degli ultimi decenni, il dibattito afferente alla creazione di valore all'interno delle operazioni M&A ha costituito un importante ambito di confronto per studiosi ed esperti della materia. Sebbene non sia praticabile un'analisi completa dei contributi circa la creazione di valore dell'M&A, in questo paragrafo si forniscono alcuni dei principali e più recenti contributi ad oggi disponibili. Un'analisi dedicata al settore del lusso viene condotta all'interno del seguente Capitolo 2.

Come visto, le aziende ricorrono alle alternative rappresentate dall'M&A per accedere a nuovi mercati, introdurre nuovi prodotti, espandere la propria base di conoscenze o migliorare il vantaggio competitivo. Secondo Savović (2012)⁴, conseguire il successo nell'M&A

⁴ Savović, S. (2012). The importance of post-acquisition integration for value creation and success of mergers and acquisitions. *Ekonomski horizonti*, 14(3), 193-205.

rappresenta una sfida manageriale complessa, in quanto un gran numero di queste operazioni non riesce a creare valore per gli azionisti. L'integrazione post-acquisizione è la fase più impegnativa durante la quale dovrebbe essere coinvolta la creazione di valore, ma che può anche comportare numerosi problemi di integrazione. Partendo da queste premesse, lo studio pone l'accento sui fattori di successo dell'integrazione post-acquisizione delle aziende, come una strategia di integrazione, la composizione del *team* di integrazione, la politica di comunicazione, la velocità del processo di integrazione e l'uniformità delle misurazioni.

Campa ed Hernando (2004)⁵ esaminano il valore generato per gli azionisti dall'annuncio di operazioni di M&A che coinvolgono imprese europee nel periodo, attraverso la tecnica degli *abnormal returns*. Questi rendimenti post-annuncio riflettono una revisione del valore atteso derivante da future sinergie o dalla redistribuzione della ricchezza tra gli *stakeholder*. Gli azionisti dell'impresa target *ricevono* in media un rendimento cumulativo statisticamente significativo del 9% in una finestra di un mese incentrata sulla data di annuncio. Al contempo, i rendimenti cumulativi in capo agli acquirenti sono in media nulli. Distinguendo in termini di dimensioni geografiche e settoriali, le evidenze dimostrano che le transazioni condotte in settori che in precedenza erano sotto il controllo del governo o che sono ancora fortemente regolamentati generano un valore inferiore rispetto agli annunci di M&A in settori non regolamentati. Questa minore creazione di valore nei settori regolamentati diventa significativamente negativa quando l'operazione coinvolge due società di paesi diversi ed è principalmente dovuta al minor rendimento positivo di cui godono gli azionisti dell'impresa target all'annuncio della fusione. Tali evidenze risultano coerente con l'esistenza di ostacoli (come barriere culturali, legali o di transazione) nella creazione di valore in questo tipo di operazione, barriere che riducono la probabilità che la combinazione aziendale sia effettivamente completata e, pertanto, ne riducono il valore atteso.

Nel loro studio, Zollo e Meier (2008)⁶ esaminano il concetto di *performance* post-acquisizione, proponendo un modello che collega le dimensioni relative ad attività, transazione e azienda in diversi orizzonti temporali. A tal fine, viene condotta un'analisi sull'integrazione post-acquisizione di 146 acquisizioni condotte in diversi settori e aree geografiche. I risultati dello studio rivelano che le *performance* post-M&A sono un concetto piuttosto diversificato dal momento che non esiste un fattore generale capace di catturare tutte

⁵ Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), 47-81.

⁶ Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.

le diverse dimensioni osservate in letteratura. Esiste poi una connessione che collega le *performance* del processo di integrazione alle prestazioni aziendali a lungo termine (sia contabili che finanziari) attraverso la fidelizzazione dei clienti e la realizzazione complessiva della sinergia. Infine, gli autori concludono che le analisi condotte attraverso metodologia *event study* con finestre di breve termine non sono collegati a nessuna delle metriche di *performance*.

Sempre in tema di *performance* M&A, Ibrahimi *et al.* (2015)⁷ utilizzando un campione di 610 operazioni in 15 anni, analizzano la creazione di valore e le relative determinanti in operazioni di M&A condotte nella regione MENA (*Middle East e North Africa*). Attraverso un'analisi di tipo *event study*, i risultati indicano che, nel complesso, le operazioni osservate creano maggiore valore per le *target* rispetto agli acquirenti. Più nel dettaglio, all'interno delle operazioni domestiche (stessa nazionalità per *target* e acquirente), sono gli acquirenti a beneficiare maggiormente, mentre nelle operazioni transfrontaliere, sono i maggiori profitti sono appannaggio delle *target*. Di contro, aspetti quali l'ambito geografico, il metodo di pagamento, l'esperienza pregressa in operazioni di M&A e la nazionalità della *target* non hanno alcun effetto sulla creazione di valore.

Goergen e Renneboog (2003)⁸ analizzano l'effetto a breve termine sulla creazione di valore successiva alle OPA intraeuropee. Le evidenze supportano sostanziali effetti post-annuncio con un incremento del 9% per le aziende *target*, con il rendimento cumulativo per il periodo che include l'aumento dei prezzi nel periodo di due settimane precedenti all'evento che sale al 20%. Il prezzo delle azioni delle società offerenti reagisce positivamente con un effetto di annuncio statisticamente significativo limitato allo 0,7%. I risultati mostrano inoltre che il tipo di offerta pubblica di acquisto ha un grande impatto sugli effetti patrimoniali a breve termine sia per gli azionisti della *target* che dell'offerente, con acquisizioni ostili che innescano reazioni di prezzo sostanzialmente maggiori rispetto a operazioni di M&A amichevoli. Quando è coinvolto un *target* o un offerente del Regno Unito, i rendimenti anomali superano quelli delle offerte dell'Europa continentale. Inoltre, il mezzo di pagamento di un'offerta ha un grande impatto sulle reazioni del prezzo delle azioni. Un elevato rapporto tra prezzo e *book value* della *target* porta a un premio di offerta più elevato, ma al contempo si riflette in una

⁷ Ibrahimi, M., Amine, M., Taghzouti, A. (2015). Determinants of value creation through mergers and acquisitions in the MENA region. *International Journal of Business Performance Management*, 22(2-3), 273-290.

⁸ Goergen, M., Renneboog, L. (2003). Value creation in large European mergers and acquisitions. *Advances in mergers and acquisitions*, 2, 97-146.

reazione negativa sul prezzo azionario per l'impresa offerente. Emerge inoltre una reazione negativa per le offerte che portano alla diversificazione attraverso acquisizioni di *target* che non corrispondono al *core business* dell'offerente. Con riferimento, inoltre, alle ragioni predominanti delle transazioni, sinergie, problemi di agenzia e ragioni manageriali rappresentano i principali *driver*. Si riscontra una significativa correlazione positiva tra gli utili della *target* e gli utili totali per l'entità risultante dall'operazione. Ciò suggerisce che le sinergie sono la motivazione principale per le offerte e che i destinatari e gli offerenti tendono a condividere la conseguente creazione di ricchezza.

Secondo Alexandridis *et al.* (2017)⁹, le operazioni di M&A tendono ad incrementare valore per gli azionisti dell'acquirente nel corso dell'ultimo decennio. Le acquisizioni di aziende quotate incrementano rendimenti positivi e statisticamente significativi per gli acquirenti, mentre le operazioni regolate attraverso azioni non distruggono valore. Le operazioni di maggiori dimensioni (ovvero dal controvalore di almeno 500 milioni di \$) tipicamente associate a problemi di agenzia più pronunciati, ad un maggiore controllo degli investitori e ad una maggiore attenzione dei media, sembrano guidare il *trend* di creazione di valore. Nel dettaglio, gli azionisti dell'acquirente beneficiano di un rendimento medio di 62 milioni di \$ intorno all'annuncio. I corrispondenti guadagni derivanti dalle sinergie indicando la creazione di valore complessivo da M&A su larga scala. Gli autori concludono che questi risultati possono essere riconducibili a sostanziali miglioramenti nella qualità della *corporate governance* tra le società acquirenti all'indomani della crisi finanziaria del 2007-2008.

Srai *et al.* (2010)¹⁰ sulla base di una revisione della letteratura, analizzano le attività operative che supportano le operazioni di M&A e le fasi principali che caratterizzano l'integrazione delle infrastrutture produttive e di fornitura che sono catturate da una prospettiva operativa. Attraverso l'utilizzo di casi studio di transazioni internazionali vengono utilizzati per esplorare queste fasi e i loro processi operativi di supporto. Infine, viene proposto un unico *framework* integrativo, che collega i fattori di gestione di natura sia *hard* che *soft*, con i fattori operativi che influenzano il successo dell'integrazione M&A e come questi contribuiscono alla creazione di valore. I risultati suggeriscono come l'accesso alla rete, ovvero i mercati, i prodotti, la tecnologia, il *know-how* e l'efficienza della rete (in sintesi tutte dimensioni che afferiscono all'ottimizzazione delle risorse della produzione e della catena di

⁹ Alexandridis, G., Antypas, N., Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.

¹⁰ Srai, J. S., Bertoneclj, A., Fleet, D., Gregory, M. (2010). An operations process framework for international M&A value creation. *European journal of international management*, 4(1-2), 3-29.

approvvigionamento), costituiscono le principali direzioni per ottenere le sinergie operative attese.

Con riferimento al contesto cinese, Wu *et al.* (2016)¹¹ esplorano l'effetto di creazione di valore delle operazioni M&A condotte dalle imprese cinesi e i fattori rilevanti dal punto di vista della ricerca degli *asset*. Gli autori utilizzano 180 casi tra il 2002 e il 2012 all'interno del loro campione ed esaminano gli effetti sulla ricchezza degli azionisti mediante un approccio *event study*. I risultati mostrano che le operazioni considerate hanno un effetto significativo positivo sulla ricchezza degli azionisti nella finestra di [-10, 10] giorni rispetto all'annuncio. Gli autori approfondiscono quindi i fattori chiave che influenzano questa creazione di valore e le evidenze riscontrate rivelano che la forza di un'azienda acquirente attraverso l'esperienza nell'attività di R&D e nell'attività pregressa di M&A genera significativi impatti positivi sulla ricchezza degli azionisti post-annuncio. I risultati rivelano inoltre che un orientamento all'innovazione e una fase di sviluppo dei paesi in cui la *target* risiede contribuiscono alla creazione di valore. Le operazioni di M&A verticali sono particolarmente favorite dal mercato poiché possono ottenere un accesso più facile all'attività di R&D, ai canali di *marketing* o a risorse non facilmente replicabili.

Un'area di recente interesse riguarda lo studio degli aspetti relativi alla sostenibilità. Salvi *et al.* (2018)¹² si focalizzano sulla dimensione delle acquisizioni a carattere *green* e se rappresentino una modalità adeguata al fine di sostenere la crescita della *green economy*, dato che i soli sussidi pubblici non sono sufficienti. A tal scopo, gli autori analizzano la *performance* post-acquisizione degli offerenti (attraverso il *return on assets*), sulla base dei dati delle operazioni più recenti, e cercano di decodificare se gli offerenti che si definiscono *green* trovano il potenziale per migliorare la loro *performance* finanziaria e contemporaneamente migliorare la loro immagine aziendale. I risultati confermano che gli offerenti che optano per questo tipo di accordi orientati alla sostenibilità possono ottenere risultati finanziari migliori rispetto alle aziende che eseguono operazioni in altri settori. Ciò implica che le imprese possono favorire tali operazioni sia per imprimere maggiore impulso alla loro crescita esterna che per ottenere migliori risultati operativi e finanziari, attribuendo un'identità verde alla loro immagine aziendale e proteggendo l'ambiente.

¹¹ Wu, X., Yang, X., Yang, H., & Lei, H. (2016). Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Firms: value creation or value destruction?. *Journal of Contemporary China*, 25(97), 130-145.

¹² Salvi, A., Petruzzella, F., & Giakoumelou, A. (2018). Green M&A deals and bidders' value creation: the role of sustainability in post-acquisition performance. *International Business Research*, 11(7), 96-105.

Huyghebaert e Luypaert¹³ indagano empiricamente le determinanti alla base della creazione di valore attraverso M&A e la suddivisione dei benefici per un campione di acquisizioni europee, attraverso la considerazione dei rendimenti combinati intorno all'annuncio dell'operazione. I risultati mostrano che la concentrazione delle vendite del settore in oggetto e il rapporto tra la dimensione della *target* e la dimensione dell'offerente rispetto alla dimensione minima efficiente nel settore sono significativamente associati negativamente alla creazione di valore. La relazione tra la crescita delle vendite nel settore e i rendimenti post-M&A ha una forma di "U". Il grado di concorrenza all'interno del settore, l'intensità tecnologica del settore e la deregolamentazione dello stesso non hanno alcuna associazione significativa con gli effetti della creazione di valore M&A. Infine, i dati rivelano che la suddivisione dei rendimenti M&A tra investitori della *target* e dell'offerenti è determinata dalle caratteristiche afferenti all'impresa e all'operazione piuttosto che alle condizioni caratterizzanti il settore.

Infine, Ibrahim, e Meghouar¹⁴ osservano le determinanti alla base della creazione (o distruzione) di valore nelle operazioni di M&A utilizzando indicatori di natura contabile che dovrebbero influenzare il valore della nuova entità. Le variabili analizzate a tal fine sono il *turnover*, la ristrutturazione dei costi e il controllo della capacità di indebitamento. Gli autori dimostrano che per evitare di distruggere valore a seguito di una combinazione orizzontale, è necessario concentrarsi sul controllo della capacità di indebitamento e sulla ristrutturazione degli oneri al fine di ridurre gli oneri finanziari e il rischio finanziario. Le transazioni M&A orizzontali creano valore anche attraverso la riduzione dei costi di investimento e grazie all'ottimizzazione del carico fiscale. Questo studio apporta pertanto un contributo significativo in quanto fornisce una visione discreta delle fonti di creazione di valore in tre categorie: sinergie derivanti dai ricavi, sinergie di costo e sinergie ibride.

In conclusione, è possibile avanzare alcune considerazioni a proposito della creazione di valore post-M&A. In prima analisi emerge come diverse siano le dimensioni analizzate e quindi le metriche necessarie nell'identificazione delle *performance* di queste operazioni. Queste misure spaziano misure da fattori di natura finanziaria a indicatori di mercato, passando per misure operative e organizzative. Ne consegue come nel corso dei decenni, l'interesse verso la tematica si sia sviluppato in diverse aree, dimostrando una crescente

¹³ Huyghebaert, N., Luypaert, M. (2013). Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 45(14), 1819-1833.

¹⁴ Ibrahim, M., Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*.

attenzione verso le molteplici dimensioni capaci di catturare valore all'interno dei processi M&A. Un'ulteriore considerazione riguarda poi l'analisi dei risultati in sé. È infatti evidente come ad oggi non vi sia una comune visione sulla *performance* dell'M&A e questo è dimostrato dalla relativa disomogeneità delle evidenze empiriche riscontrate in letteratura e dal continuo dibattito che interessa il campo. In sintesi, appare chiaro come una posizione definitiva in merito alla creazione di valore nelle operazioni di M&A ad oggi non risulti possibile, semmai tale analisi può essere condotta in termini di singole dimensioni che caratterizzano queste transazioni.

1.6 I principali metodi di valutazione

Una prima suddivisione concernente i metodi di valutazione aziendale, prevede la distinzione tra i metodi assoluti e i metodi relativi. I metodi assoluti vengono definiti “metodi indiretti”, poiché nella valutazione del capitale economico si servono di grandezze indirette (reddito, flussi finanziari, patrimonio) ricavabili dall'azienda oggetto di valutazione; nel caso dei metodi relativi si parla, invece, di metodi “diretti”, in quanto fondano la valutazione dell'impresa su parametri e indicatori, i cosiddetti “multipli”, direttamente deducibili dalla comparazione con società simili sul mercato.

L'approccio assoluto: il Discounted Cash Flow model

Per *Discounted Cash Flow* (DCF) si intende un modello valutativo in grado di esprimere il valore di un'azienda in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. Tale metodologia si basa sull'assunto che il valore di un'impresa sia pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi (*Free Cash Flows*, FCF), generati in maniera previsionale lungo un determinato orizzonte temporale, e del *Terminal Value* (TV), il quale esprime il valore di un'impresa nel periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. I flussi di cassa vengono attualizzati ad un tasso prescelto (k), il quale deve essere comprensivo della rischiosità dei *cash flow* attesi. La formula è la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+k)^t} + \frac{TV_n}{(1+k)^n}$$

Dove:

$EV = Enterprise Value$;

$FCF_t =$ Flussi di cassa operativi al tempo t ;

$k =$ tasso di attualizzazione;

$TV_n =$ Terminal Value al tempo n ;

Il *Terminal Value* può essere calcolato tramite due distinte metodologie: applicando un tasso di crescita perpetua ai flussi operativi, oppure avvalendosi di moltiplicatori. Con la prima metodologia il *Terminal Value* si ricava capitalizzando il flusso di cassa dell'anno n -esimo (ultimo anno di previsione) attraverso un opportuno tasso di crescita perpetua g^{15} , di seguito la formula:

$$TV_n = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(k^{16} - g)}$$

Il secondo metodo, dei multipli di uscita, consiste invece nell'applicare ad una data grandezza economica aziendale (fatturato, EBITDA, EBIT, etc.) prevista per l'anno n -esimo, un moltiplicatore ricavato dal confronto con il mercato, attualizzando poi il valore ottenuto alla data di riferimento della stima.

Il *Discounted Cash Flow model* prevede due approcci di valutazione:

Equity side approach. Si opera nell'ottica di stima del valore dell'equity. L'*Equity Value*, ovvero il valore del capitale netto, si determina dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi che spettano ai soli azionisti (*Free Cash Flows to Equity*, FCFE) e sono attualizzati al costo dell'equity (K_e). I *Free Cash Flows to Equity* vengono definiti “*levered*” poiché vengono calcolati al netto della Posizione Finanziaria Netta (*Net Financial Position*, NFP).

Asset side approach. Si opera nell'ottica di stima del valore del capitale investito nell'impresa. L'*Enterprise Value*, il valore dell'azienda, si determina dall'attualizzazione dei *Free Cash Flows from Operations* (FCFO), ovvero i flussi di cassa attesi spettanti a tutti i finanziatori, non solo agli azionisti; e sono attualizzati al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). I *Free Cash Flows from Operations* vengono definiti “*unlevered*” costituendo la remunerazione disponibile per tutti i finanziatori dell'impresa. Sarà comunque possibile dedurre l'*Equity Value* indirettamente, sottraendo all'*Enterprise Value* il valore della

¹⁵ Per calcolare il tasso di crescita g si può far ricorso alla proiezione dei tassi di media crescita osservati negli anni precedenti o attuare una proiezione basata sugli indicatori fondamentali della società e sulle informazioni macroeconomiche del settore di appartenenza, come ad esempio la crescita del PIL o dei tassi di interesse.

¹⁶ Se i flussi di cassa sono “*levered*” viene utilizzato il costo dell'equity k ; mentre se i flussi utilizzati sono “*unlevered*” viene utilizzato il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Posizione Finanziaria Netta e sommando il valore degli eventuali *surplus assets*¹⁷: di seguito la formula:

$$W = EV - PFN + SA$$

Dove:

W = valore del capitale netto della società;

EV = Enterprise Value;

PFN = Posizione Finanziaria Netta della società;

SA = valore degli eventuali surplus assets;

Se applicati correttamente, i due diversi approcci dovrebbero fornire la stessa stima dell'*Equity Value*. I *Free Cash Flows from Operations* sono calcolati al lordo degli oneri finanziari, pertanto, non subiscono gli effetti derivanti da variazioni dell'indebitamento; al contrario, i *Free Cash Flows to Equity* sono stimati al netto di emissioni e rimborso dei debiti esistenti e, di conseguenza, sarà necessario ipotizzare come varierà l'indice di indebitamento del tempo. Per quello che, invece, concerne il tasso di crescita *g*, per i *Free Cash Flows from Operations* si farà riferimento al tasso di crescita del reddito operativo che, come accennato, misura il rendimento per tutti gli investitori; mentre nel caso di *Free Cash Flows to Equity* si dovranno considerare misure espressive del rendimento per i soli azionisti, quali ad esempio la crescita dell'utile netto o degli utili per azione.

Asset side approach

Come precedentemente accennato, l'*Asset side approach* mira a stimare l'*Enterprise Value* focalizzandosi sulle attività operative dell'impresa e sui *cash flow* destinati alla remunerazione di tutti i finanziatori. L'*Enterprise Value* viene calcolato tramite l'attualizzazione al costo medio ponderato del capitale (WACC¹⁸) dei *Free Cash Flows from Operations*, riferiti al periodo di previsione esplicita, e del *Terminal Value*. Le formule sono le seguenti:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

¹⁷ Si tratta di componenti accessorie dell'attivo patrimoniale non riconducibili al *core business* dell'impresa

¹⁸ Viene preferito al costo opportunità in quanto riflette il rischio specifico dell'azienda, sia operativo che finanziario, risultando più puntuale per il processo valutativo.

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

Dove:

EV = Enterprise Value;

TV_n = Terminal Value, riferito all'anno *n* (anno finale della previsione esplicita);

FCFO_t = flusso di cassa operativo nell'anno *t* di previsione esplicita;

FCFO_{n+1} = flusso di cassa operativo atteso nel primo anno di crescita perpetua;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

WACC_n = costo medio ponderato del capitale riferito alla fase di crescita perpetua;

g_n = tasso di crescita perpetuo dei flussi operativi;

Stima del Free Cash Flows from Operations (FCFO)

L'EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*), il quale misura la capacità dell'impresa di autofinanziarsi, rappresenta la grandezza di partenza nel processo di stima del valore dei flussi "unlevered". All'EBIT vengono sottratte le imposte specifiche calcolate sullo stesso, ottenendo il NOPAT (*Net Operative Profit After Taxes*); in seguito, vengono sommati gli ammortamenti, gli accantonamenti, le svalutazioni ed altre poste non monetarie. Vengono poi sottratti gli impieghi netti di capitale circolante netto commerciale (CCNC) e gli utilizzi dei fondi; viene sottratta la spesa netta per gli investimenti strutturali (CAPEX); infine, vengono considerate altre voci residuali di natura accessoria o straordinaria, giungendo alla stima dei *Free Cash Flow from Operations* (FCFO). Di seguito uno schema riassuntivo:

Risultato operativo (EBIT)

– imposte sul risultato operativo

= **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)**

+ ammortamenti

+ svalutazioni, accantonamenti e altre poste non monetarie

= **Flusso di cassa operativo**

+/- decrementi/incrementi di capitale circolante netto commerciale (CCNC)

– variazioni fondi

= **Flusso di cassa operativo corrente**

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni materiali

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni immateriali

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni finanziarie

= **Flusso di cassa dopo gli investimenti**

+/- altre poste di natura accessoria o straordinaria

= **Free Cash Flow from Operations (FCFO)**

Stima del WACC come tasso di attualizzazione

Nell'*Asset side approach*, i *cash flow* disponibili per tutti gli investitori vengono attualizzati al costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Si tratta di un aggregato in grado di riflettere il costo complessivo delle fonti di finanziamento dell'impresa, pertanto, per la sua stima è necessario definire i pesi di ciascuna fonte di finanziamento all'interno della struttura finanziaria, i quali vengono determinati sulla base del valore corrente del patrimonio dell'impresa e su quello del debito.

$$WACC = K_e * \frac{E}{(D + E)} + K_d * (1 - \tau) * \frac{D}{(D + E)}$$

Dove:

WACC = costo medio ponderato del capitale;

K_e = costo dell'equity;

*K_d * (1-τ) = costo del debito netto al netto dell'imposizione fiscale;*

E = equity;

D = debito netto;

Il K_e (*cost of equity*) rappresenta il tasso di rendimento che un'azienda deve offrire ai propri azionisti a seguito dei finanziamenti da essi apportati. Il K_d (*cost of debt*), invece, è pari al costo del debito a medio-lungo termine al netto dell'effetto fiscale. Il costo dei fondi presi a prestito dall'azienda per finanziare il proprio business dipende dal rischio di insolvenza dell'impresa percepito dal creditore: all'aumentare di tale rischio, il soggetto che ha finanziato l'impresa richiederà dei default spread più elevati, facendo divenire il debito più oneroso.

Equity side approach

Come detto, a differenza dell'*asset side approach*, quello *equity side* consente di valutare direttamente il capitale netto di un'impresa (*Equity Value*) focalizzandosi sui flussi disponibili per i soli azionisti, i *Free Cash Flow to Equity (FCFE)*. Tali flussi, definiti "levered", vengono definiti al netto dei costi operativi, del rimborso dei debiti, degli oneri finanziari, degli investimenti nelle immobilizzazioni e degli altri investimenti effettuati per garantire la crescita della società¹⁹.

¹⁹ Franceschi L. F., Comi L., 2015, *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. EDUCatt.

Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm, FCFF*)

- Interessi

+ Scudo fiscale sugli interessi

+/- Variazione debito finanziario

= **Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity, FCFE*)**

Con questo approccio, i *free cash flow* vengono attualizzati con il costo del capitale (K_e), inteso come costo opportunità e calcolato secondo le regole del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Di seguito la formula:

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove:

r_f = rendimento titolo *risk free*,

β = rischio sistematico;

r_m = rendimento medio di mercato;

$(r_m - r_f)$ = *risk premium*;

Per rendimento *risk free* si intende il rendimento di un investimento ritenuto privo di rischio, come quello in un titolo di Stato di un Paese con accettabile merito di credito. Il *risk premium*, ovvero il premio per il rischio, misura la maggiorazione di rendimento richiesta da chi sceglie di investire nel portafoglio di mercato rispetto a titoli *risk free*. Il *risk premium* è funzione dell'avversione degli investitori al rischio, per un investitore maggiore è l'avversione e maggiore sarà il *premium* richiesto. Per quanto concerne il coefficiente β , esso misura il rischio sistematico della società in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto al rendimento di mercato; le attività con maggior rischio avranno un beta maggiore di 1, mentre le attività meno rischiose presenteranno un beta inferiore a 1.

L'approccio relativo: il metodo dei multipli di mercato

L'approccio relativo stima il valore di un'azienda attraverso l'osservazione di come imprese comparabili, ovvero con caratteristiche simili, vengono valutate sul mercato. Questo metodo si basa sulla definizione dei "multipli di mercato", i quali vengono costruiti rapportando il

prezzo di mercato a determinate grandezze economiche aziendali (fatturato, patrimonio netto, margine operativo, etc.) riguardanti un campione di imprese ritenute *comparables*.

In relazione al contesto di mercato nel quale avviene la formazione del prezzo, sul mercato borsistico o sul mercato del controllo, è possibile compiere la seguente distinzione di tipologie di multipli:

- *stock market multiple*: si riferiscono alle quotazioni di un campione di aziende definite *comparables*;
- *deal multiple*: si riferiscono ai prezzi negoziati per il passaggio di quote azionarie di controllo, o rilevanti, di società *comparables* fornendo informazioni riguardo il “probabile prezzo di mercato”. Il multiplo viene definito dal prezzo di cessione, il quale a sua volta può essere influenzato dalla percentuale di capitale acquistata, dalle caratteristiche dell’acquirente, dalle modalità di pagamento o dalla presenza di eventuali clausole di *earn out*.

Per quello che concerne, invece, le modalità applicative dei multipli di mercato occorre, come primo *step*, selezionare sul mercato un campione di società con caratteristiche simili tra loro ed operanti nello stesso settore. Successivamente, all’interno del campione definito, è necessario filtrare ulteriormente individuando le aziende caratterizzate da margini reddituali, indici patrimoniali e finanziari in linea con la società oggetto di analisi. Per i multipli ritenuti significativi, si dovrà calcolare il loro valore per le imprese selezionate, con i rispettivi correttivi, per evitare distorsioni nella valutazione. Dopo che il campione viene scremato da eventuali comparazioni poco utili al fine della valutazione, è possibile definire i moltiplicatori da usare nella valutazione.

A seconda che vengano calcolati in funzione dell’*Enterprise Value (asset side)* o dell’*Equity Value (equity side)*, è possibile compiere una distinzione tra tipologie di multipli impiegati nel processo valutativo. I multipli di mercato *asset side* maggiormente impiegati nel processo valutativo di un’impresa sono i seguenti:

- EV/EBIT: rapporta l’*Enterprise Value* all’EBIT. Esso indica la capacità dell’azienda di ottenere un risultato economico positivo dall’area caratteristica, antecedentemente l’imposizione fiscale. Tale dato tiene conto degli ammortamenti suscettibili di valutazioni soggettive, questo multiplo risente di eventuali politiche di bilancio;

- EV/EBITDA: rapporta l'*Enterprise Value* all'EBITDA. Differentemente dal multiplo EV/EBIT, essendo la componente reddituale di riferimento considerata al lordo di ammortamenti e svalutazioni, questo multiplo riesce a neutralizzare eventuali politiche contabili di bilancio;
- EV/Sales: rapporta l'*Enterprise Value* al fatturato aziendale. Viene utilizzato maggiormente in fasi di *turnaround* o da società con margini negativi.

In ottica *equity side*, i principali multipli sono i seguenti:

- P/E (*Price to Earnings ratio*): rapporto tra prezzo di Borsa dell'azione e l'utile netto per azione (Earnings per share, EPS), esprime la convenienza di un'azione, fornendoci l'indicazione di quante volte il mercato moltiplica gli utili della società;
- PEG (*Price Earnings/Growth ratio*): rapporta il multiplo P/E al tasso di crescita atteso degli utili per azione (g). Viene adoperato per l'individuazione di titoli sottovalutati o sopravvalutati;
- P/BV (*Price to Book Value*): rapporto tra valore di mercato del capitale netto e il suo valore contabile (*Book Value*), dato sottraendo al valore netto contabile dell'attivo patrimoniale il valore netto contabile del passivo. Questo multiplo rappresenta una misura del rendimento degli investitori.

Dopo aver ottenuto i multipli delle *comparables*, gli stessi vengono moltiplicati per le grandezze individuate della società target applicando le seguenti formule (in base alla tipologia di multiplo):

$$\text{Equity Value} = \text{multiplo equity side} * \text{grandezza individuata della società}$$

$$\text{Equity Value} = (\text{multiplo asset side} * \text{grandezza individuata della società}) - PFN$$

CAPITOLO 2: LE OPERAZIONI DI M&A NEL SETTORE DEL LUSSO

2.1 Il settore del lusso

A livello globale, il settore del lusso comprende aziende che producono e commercializzano beni che spaziano da automobili e *yacht* a vini e liquori passando per le più convenzionali categorie di abbigliamento, accessori, orologi, arredamento e oggetti d'arte. A questi si aggiunge il comparto dei servizi che include i segmenti dell'ospitalità di lusso e delle spa. La più recente frontiera abbraccia poi gli ultimi avanzamenti in ambito digitale, con lo sviluppo di *luxury* NFT (*Non Fungible Tokens*). In termini numerici, si stima che il settore del lusso si attesti nel 2021 su un valore complessivo superiore ad 1 trilione di euro²⁰, in ripresa dopo il 2020 e destinato a crescere a ritmi sostenuti nei prossimi anni.

Questo *trend* riflette una profonda trasformazione avvenuta all'intero del settore. Se in fatti fino a qualche decennio fa, le aziende monomarca a conduzione familiare rappresentavano oltre il 50 % delle vendite di beni di lusso personali, oggi il settore è in gran parte dominato da grandi gruppi internazionali *multi-brand* e quotati sui mercati. Il lustro che circonda il settore del lusso continua tutt'oggi ad attrarre nuove aziende capaci di apportare *business model* innovativi e investitori grazie al potenziale di alta marginalità. Al contempo vanno altresì considerate le sfide presenti, su tutte le pressioni relative al contesto macroeconomico, la necessità di una maggiore vocazione alla sostenibilità e il continuo adattamento alle esigenze di una società in costante mutazione.

Nella disamina del settore del lusso, uno degli aspetti più critici riguarda senza dubbio la continua distinzione tra ciò che il lusso rappresenta e quanto invece lusso non è, una separazione in continua ridefinizione e spesso dai confini poco chiari. Ne consegue pertanto la necessità di attribuire una definizione coerente e comprensiva al concetto di lusso, seguendo un approccio strutturato al fine di poter discutere delle dinamiche del settore e delle aziende che lo caratterizzano. Occorre innanzitutto notare come negli ultimi decenni, da fenomeno relativamente limitato ad un settore di nicchia, il lusso sia divenuto sempre più oggetto di analisi e ricerche da parte di ricercatori e accademici. In tal senso, una questione sostanziale affrontata in diversi lavori è proprio quella di stabilire a cosa si riferisca il termine lusso. La maggior parte degli studi nella letteratura tende ad accomunare i termini prestigio, *status* e

²⁰ Bain, Altagamma (2021). *Luxury Goods Worldwide Market Study Fall 2021 – 20th Edition*, 11 novembre 2021.

lusso²¹, benché i primi due mostrino diverse sfumature di significato per i consumatori. Alcuni ricercatori hanno poi concentrato i propri studi sulla dimensione di lusso come caratteristica dei *brand*, descrivendolo attraverso terminologie astratte quali sogno o addirittura aura²².

Un ulteriore elemento di discussione riguarda se il termine lusso si riferisca principalmente a un prodotto o ad un *brand*. In tale aspetto si rivela la considerazione cruciale per cui le aziende di lusso sono quelle realtà in grado di creare valore progettando, producendo e vendendo prodotti o servizi. Di conseguenza, la vera discussione riguarda se quei beni o servizi possano essere considerati di lusso a seconda del *brand*. I marchi di lusso possono a loro sostanzialmente differenziarsi in due categorie fondamentali²³: quelli che propongono sostanzialmente un valore simbolico per il cliente (e quindi sono valutati più per lo stile di vita associato che per la funzionalità dei loro prodotti) e quelli che hanno principalmente valore per le loro caratteristiche tecniche (ad esempio, le prestazioni di alto livello).

Malgrado il ruolo centrale del *brand* al fine di trasmettere lo *status* di lusso, il concetto di lusso non si limita al semplice simbolismo dello stesso. Il valore percepito, attraverso la qualità del *design*, dei materiali e della produzione, costituisce infatti un'ulteriore componente chiave nella formula vincente dei beni di lusso. Per tale ragione, secondo Wetlaufer (2001)²⁴ un marchio di lusso porta con sé alcune caratteristiche distintive, ovvero è: senza tempo, moderno, in rapida crescita e altamente redditizio. Poiché l'equilibrio tra queste quattro caratteristiche è difficile da raggiungere, i marchi di lusso costituiscono una nicchia di mercato altamente esclusiva che è guidata da fenomeni di *marketing* unici, il che spiega perché l'unicità e l'esclusività sono rilevanti. Inoltre, ciò implica che è necessario sviluppare approcci manageriali specifici per le aziende di lusso in dipartimenti diversi dal *marketing*. Il successo nel mercato del lusso è quindi legato principalmente a²⁵:

²¹ Dubois, B., Czellar, S. (2002). Prestige brands or luxury brands? An exploratory inquiry on consumer perceptions. Marketing in a Changing World: Scope, Opportunities and Challenges: Proceedings of the 31st EMAC Conference, University of Minho, Portugal, 28–31 May.

²² Bjorkman, I. (2002). Aura: aesthetic business creativity. Consumption, Markets and Culture, 5(1), 69–78.

²³ Reddy M., Terblanche N., (2005). How not to extend your luxury brand. Harvard Business Review, May.

²⁴ Wetlaufer, S. (2001). The perfect paradox of star brands: an interview with Bernard Arnault of LVMH. Harvard Business Review, 79(9), 117–23.

²⁵ Rigaud-Lacresse, E., Pini F. M. (2017). New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization, Palgrave Advances in Luxury.

- Eccellenza: per il consumatore, la caratteristica più fortemente associata al lusso è la qualità superiore del prodotto e dei servizi associati, essenziale per giustificare il premio pagato dai consumatori.
- Elevazione del *Brand*: l'eccellenza continua nel tempo consente al marchio di acquisire una forte reputazione e mantenere una posizione di prima classe. Per raggiungere lo *status* di lusso, i marchi devono avere un'elevazione forte, legittima e identificabile.
- Desiderabilità: le aziende del lusso devono creare e mantenere desiderabilità. Una caratteristica della desiderabilità è un forte *appeal* estetico moderno ma legato ai valori tradizionali; un'altra caratteristica si rivela nel *pricing* distintivo, che rafforza lo *status* sociale del prodotto. La rarità e l'unicità del prodotto aumentano anche la desiderabilità.

Dall'analisi dei lavori presenti in letteratura aventi oggetto la definizione di lusso, emerge come le aziende operanti nel settore perseguano un posizionamento superiore per i propri *brand* e prodotti applicando al contempo un prezzo *premium* appropriato e sviluppando i seguenti fattori critici di successo²⁶:

- Fornire costantemente qualità *premium* in tutti i prodotti della linea e lungo l'intera catena del valore, sia attraverso una qualità intrinseca superiore che mediante la conformità alle specifiche del prodotto.
- Affermazione di un patrimonio di artigianalità, in grado di garantire le competenze necessarie per la produzione di oggetti di alta qualità.
- Esclusività ottenuta attraverso l'uso di materiali naturalmente scarsi, edizioni limitate, tirature di produzione limitate, distribuzione selettiva e creazione di liste d'attesa.
- Un approccio di *marketing* che possa coniugare l'eccellenza del prodotto con l'*appeal* emotivo (es. un'esposizione di prodotti attraente offre un'esperienza di acquisto migliorata e l'atmosfera nel punto vendita riflette i valori associati al marchio).
- Elevazione della reputazione globale del *brand*, in grado di trasmettere l'idea di eccellenza di livello mondiale.
- Uno stile e un *design* distintivi e riconoscibili, che permettano ai consumatori di identificare immediatamente il *brand*. Per il mercato dei beni di lusso, le caratteristiche tangibili sono infatti non sufficienti dal momento che i clienti devono

²⁶ Rigaurd-Lacresse, E., Pini F., M. (2017). *New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*, Palgrave Advances in Luxury.

anche rispondere al prodotto emotivamente grazie al *design* e dell'estetica del prodotto.

- Un'associazione con un paese di origine che ha una reputazione particolarmente forte come fonte di eccellenza per una determinata categoria di prodotti, (es. Italia o Francia).
- Elementi che stabiliscono unicità e artigianalità, come segni particolari o anche piccole imperfezioni in grado di rendere unico il prodotto finale.
- Prestazioni tecniche superiori per i marchi in base alle competenze tecniche (es. come nel caso delle auto sportive). Le migliori prestazioni tecniche della categoria attirano emotivamente i clienti e consentono loro di distinguere i prodotti di lusso da quelli ordinari. Per questa caratteristica del prodotto, l'innovazione continua può sostenere il posizionamento del prodotto.
- La creazione di uno stile di vita unico che il cliente può condividere ogni giorno possedendo il prodotto.

Non è necessario che un prodotto di lusso proponga l'intero *set* di fattori di successo sopra identificati. Su tutti però l'esclusività sembra essere l'aspetto menzionato più frequentemente, il che suggerisce come questo fattore sia indiscutibilmente comune a tutti i prodotti di lusso²⁷. Per quanto riguarda gli altri aspetti, il marchio, l'*appeal* emotivo, lo stile e le caratteristiche del *design* tendono ad essere enfatizzati più spesso rispetto alle qualità intrinseche del prodotto per i prodotti di moda (il caso si verifica per altre categorie come le auto sportive). Di consueto, una strategia di *marketing* di lusso potrebbe fare leva su un sottoinsieme di quattro o cinque tra i fattori identificati. Di conseguenza, a seconda di quali elementi tendano a predominare, un prodotto o un marchio possono essere classificati all'interno del contesto del lusso.

Il concetto di lusso è inoltre soggetto ad un continuo processo evolutivo e alla definizione di nuovi modelli. Secondo Silverstein e Fiske (2003)²⁸, tra i diversi paradigmi emergenti di lusso, le nuove realtà hanno beneficiato prevalentemente di tre modelli di nuova generazione:

- *Accessible Superpremium*: questi prodotti hanno un prezzo pari o in linea al prezzo maggiore della loro categoria, ma i consumatori di riferimento possono permetterseli, principalmente perché sono articoli relativamente accessibili.

²⁷ Catry B. (2003). The great pretenders. *Business Strategy Review*, 14(3), 10–17.

²⁸ Silverstein, M. J., Fiske, N. (2003). *Luxury for the Masses*. *Harvard Business Review*, April 2003.

- *Legacy-Luxury Brand Extensions*: si tratta di versioni a minor prezzo di beni che sono tradizionalmente accessibili ai cosiddetti HNWI (*High Net Worth Individuals*).
- *Mass Prestige* o *Masstige*: questi beni occupano un punto posizionamento particolare tra i beni di lusso e i beni di massa. Infatti, pur venendo commercializzati ad un prezzo *premium* rispetto ai prodotti convenzionali, questi si collocano ben al di sotto dei beni *superpremium* o di lusso convenzionali.

Quando un nuovo *brand* fa presa sul mercato, questo ha il potenziale di mutare rapidamente le regole della sua categoria, raggiungere la *leadership* di mercato e ridisegnare la curva di domanda prezzo-volume su nuovi livelli. Poiché i consumatori acquistano in modo selettivo, le categorie che occupano i beni di lusso di nuova generazione tendono a polarizzarsi. In tale situazione, le aziende del lusso devono ricercare la giusta strategia per gestire al meglio il proprio *brand*, e in particolare il suo valore, dal momento che le caratteristiche principali del settore del lusso riguardano proprio la creazione di valore. Il consumo di beni di lusso comporta infatti l'acquisto di un determinato *brand* che rappresenta un valore ben preciso per l'individuo²⁹. Nel mondo del lusso, proprio questa percezione di valore risulta spesso difficile da definire. Nella sostanza, il settore è inquadrabile all'interno di due principali dimensioni di valore, ovvero: valore personale e non personale (o lusso per sé stessi e il lusso per gli altri)³⁰. Pertanto, l'acquisto di un prodotto di lusso può essere legato a motivazioni personali, in una visione edonistica, o a un desiderio di mettersi in mostra (lusso esternalizzato). Su tale presupposto, i marchi hanno un potere significativo sulle intenzioni di acquisto e la gestione della creazione di valore è una tra le principali sfide nel settore del lusso di oggi. Inoltre, a causa dei continui cambiamenti del contesto sociale e competitivo, per le aziende del lusso la creazione di valore deve essere continua e capace di adattarsi all'ambiente esterno. Le organizzazioni sono chiamate a creare un forte riconoscimento, ciò significa che i *brand* di lusso devono ricercare un legame specifico con clienti estremamente eterogenei. Attraverso l'universo del marchio quindi l'azienda deve definire un'esperienza interattiva unica per tutti i suoi clienti.

La creazione di valore per una realtà del lusso avviene quindi su due livelli: il primo riguarda il processo specifico di creazione del valore in termini di catena del valore (o *supply chain*) mentre il secondo afferisce allo sviluppo del marchio. Innanzitutto, la *supply chain* è

²⁹ Wiedmann, K.-P., Hennigs, N., Siebels, A. (2007). Measuring consumers' luxury value perception: a cross-cultural framework. *Academy of Marketing Science Review* 7(7), 333–361.

³⁰ Kapferer, J.-N., Bastien, V. (2009). The specificity of luxury management: Turning marketing upside down. *The Journal of Brand Management* 16(5-6), 311–322.

definibile come una rete di imprese che contribuiscono sia a monte che a valle ai diversi processi e attività che creano valore sotto forma di prodotti e servizi forniti al consumatore finale³¹. La creazione di valore nasce dalla gestione di ogni processo attraverso la *supply chain*, e nelle risorse complementari e specializzate che li supportano. Più in particolare, la creazione di valore può avere origine nelle risorse e competenze complementari e specializzate, nonché nella capacità di creare combinazioni uniche. Nel settore del lusso, l'esperienza e il *know-how* sono essenziali in tale prospettiva. Le professioni del lusso, infatti, richiedono competenze particolari altamente specializzate e non replicabili (es. il *know-how* distintivo degli artigiani tramandato nel tempo ma capace di evolversi in linea con le trasformazioni della società). Appare quindi fondamentale identificare gli elementi costitutivi di questo *know-how* e mantenerli all'interno della catena del valore. In secondo luogo, va considerato lo sviluppo del marchio. Un *brand* forte consente all'organizzazione, o alla struttura che lo supporta, di posizionarsi e differenziarsi rispetto ai *competitor* e permette all'organizzazione di conseguire un vantaggio competitivo³². Pertanto, lo sviluppo di un marchio comporta la creazione di una serie di valori unici che gli conferiscono un'identità non replicabile. Più in particolare, come afferma Dereumaux (2007),³³ nel settore del lusso, i marchi rappresentano l'azienda stessa, i suoi valori e tutte le percezioni sottostanti che i clienti adottano, in quanto sono capaci di fornire una dimensione simbolica e un valore emotivo. Più di recente, la digitalizzazione graduale e trasversale dei *brand* li sta trasformando in un vettore per una vasta gamma di interazioni. Il nome è il primo contatto del consumatore con il marchio e deve operare come via d'accesso a un universo unico. Sulla base di questo nome, il marchio crea un linguaggio specifico e unico nel suo genere a cui sono associati precisi significati.

2.2 Il mercato M&A nel settore del lusso

Al fine di comprendere l'attuale successo delle realtà internazionali del lusso europee è necessario comprendere le dinamiche che hanno caratterizzato il settore tra il 1970 e il 1990. Le principali tendenze di questi decenni possono essere identificate con: cambiamenti organizzativi all'interno delle aziende, attenzione per i mercati emergenti e nuove strategie di *marketing*. In primo luogo, la domanda in rapida crescita ha rappresentato una grande sfida

³¹ Mentzer, J. T., et al. (2001), Defining supply chain management. *Journal of Business logistics*, 22(2) 1–25.

³² Craciun, L., Barbu C. M. (2014). The Brand as Strategic Asset of the Organization. *Review of International Comparative Management/Revista de Management Comparat International* 15(1).

³³ Dereumaux, R.-M. (2007). Le Luxe et l'image de marque. *Market Management* 7(1), 70–78.

per la maggior parte dei produttori di beni di lusso. Il settore del lusso (soprattutto nel contesto europeo) consisteva essenzialmente di piccole e medie imprese, a proprietà e conduzione familiare, organizzate sulla base di un modello di produzione artigianale. Mancavano quindi le risorse finanziarie e di *marketing* indispensabili per soddisfare una domanda in costante ascesa. La risposta a questo *trend* si è materializzata attraverso un adattamento strutturale del settore, caratterizzato da un'ondata di operazioni di M&A (*Mergers and Acquisitions*) a partire dal 1970, con un picco a inizio degli anni 1980. Questo processo ha portato al consolidamento delle aziende operanti nel comparto del lusso in paesi come Francia e Svizzera, portando all'ascesa di conglomerati del lusso, oggi *leader* nel settore come LVMH. Sulla scia di questo *trend* generalizzato, larga parte delle maggiori aziende del lusso fondate durante l'Ottocento o la prima parte del Novecento come aziende familiari che si sono mantenute indipendenti fino a questa fase, hanno scelto di seguito la strategia della combinazione con realtà di maggiori dimensioni e talvolta hanno esse stesse costruito il proprio gruppo mediante crescita esterna.

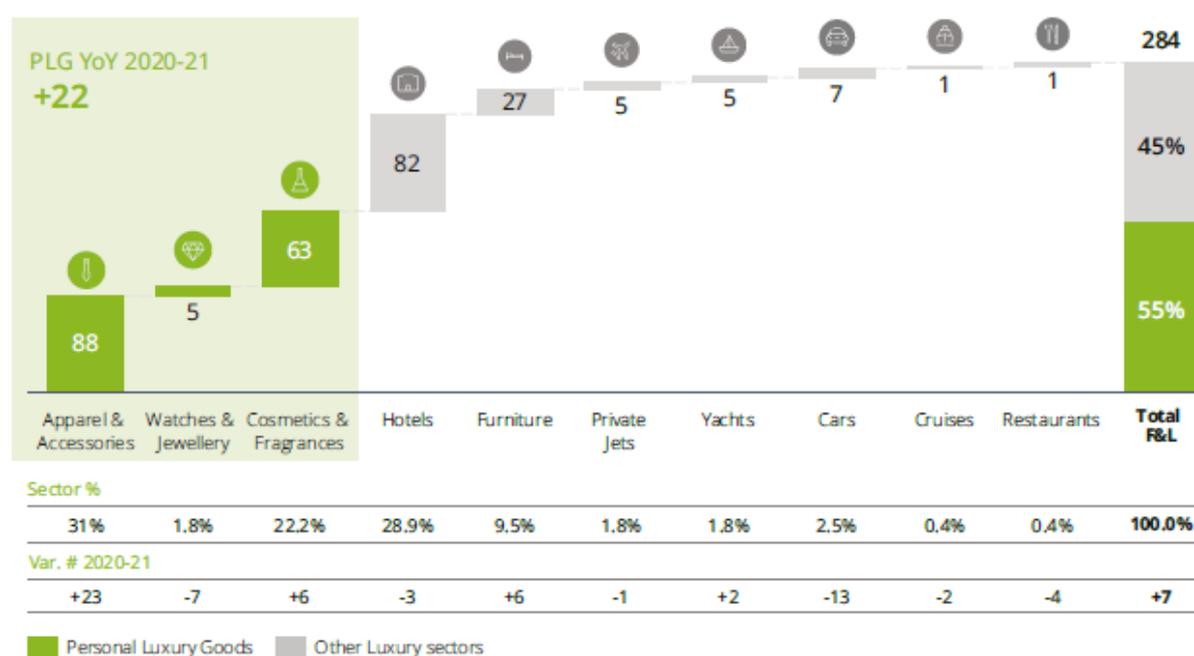
Durante la fine degli anni 1980 e 1990, le aziende di lusso come LVMH (probabilmente il principale esempio di crescita attraverso M&A nel settore del lusso) sono diventate realtà multinazionali attraverso l'M&A e hanno stabilito i propri canali di vendita in tutto il mondo. In molti casi, unitamente alla crescita attraverso acquisizioni, le aziende del lusso in questo periodo si sono affacciate per la prima volta in maniera sostanziale sui mercati finanziari attraverso le IPO (*Initial Public Offering*). Spesso questa scelta è stata effettuata in concomitanza o in preparazione all'acquisizione di altre società e dall'espansione della rete *retail*. Pertanto, è possibile sostenere che l'opzione dell'IPO è stata spesso perseguita come una modalità diretta di raccolta dei capitali necessari e finanziare l'attività M&A e l'espansione della rete commerciale in tutto il mondo. La gestione delle aziende del lusso è stata profondamente influenzata da tale cambiamento, in quanto da questo momento le *performance* finanziarie e gli obiettivi in termini di generazione di utili e *cash flow* sono divenuti *driver* centrali nella conduzione delle attività³⁴. La finanza diviene così una risorsa chiave, e un importante vantaggio competitivo, dei gruppi conglomerati del lusso. Attraverso il ruolo della gestione finanziaria, è stato così possibile costruire gruppi globali attraverso l'integrazione di diverse aziende e di offrire un'espansione sui mercati globali a marchi che

³⁴ Bonin, H. (2012). Reassessment of the business history of the French luxury sector. The emergence of a new business model and a renewed corporate image (from the 1970s). In H. Bonin, A. K. Kozminski, & C. Manera (Eds.), *European business and brand building* (pp. 113–135). Brussels: PIE Peter Lang.

altrimenti non avrebbero potuto conseguire una simile crescita all'interno di un contesto caratterizzato da aziende familiari indipendenti e di piccole e medie dimensioni³⁵.

Nel corso degli ultimi decenni questa attività è rimasta sostenuta sottolineando come alcune caratteristiche specifiche dell'industria del lusso siano di per sé condizioni abilitanti all'attività di M&A. Infatti, tra le motivazioni intrinseche vi sono: margini lordi elevati, possibilità di conseguimento di sinergie a livello gestionale e in alcuni casi contenimento dei costi per via dell'utilizzo dei medesimi canali di vendita. Pertanto, lo sfruttamento di queste potenzialità sinergiche, tra cui la creazione di canali comuni di distribuzione e produzione, economie di scala e di scopo, nonché la possibilità di rafforzamento del potere di mercato, sono tutti ragioni importanti alla base della tendenza rivolta al consolidamento del settore osservata negli ultimi due decenni.

Figura 1 – Numero di Operazioni M&A nel Lusso Suddivise per Comparto³⁶



Guardando al presente, il settore del lusso ha dimostrato di essere un terreno fertile per le attività di M&A principalmente per via della rapida ripresa della maggior parte dei settori a seguito dalla diffusione della pandemia da Covid-19. Nel 2021, il numero di operazioni di M&A è salito a 284, registrando un leggero aumento di 7 transazioni rispetto all'anno

³⁵ Donzé, P. Y., Fujioka, R. (2018). Global Luxury: Organizational Change and Emerging Markets since the 1970s. Palgrave Macmillan.

³⁶ Deloitte (2022). Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022.

precedente. Le acquisizioni aventi a oggetto il settore dei beni di lusso personali sono aumentate (+22 transazioni rispetto al 2020) con il segmento *Apparel & Accessories* (30,1% del totale) che mostra la crescita più elevata con (+23 transazioni), seguito da *Cosmetics & Fragrances* (22,2% del totale e in aumento di 6 transazioni), mentre *Watches & Jewellery* (1,8% del totale) ha visto una contrazione nell'anno. Quello dell'auto è stato uno dei settori che hanno sofferto di più nel 2021 in termini di riduzione del numero di operazioni rispetto all'anno precedente (-13). Altri settori che hanno registrato una diminuzione in termini di numero di operazioni condotte sono stati Ristoranti (-4), Hotel (-3), Crociere (-2) e *Private Jet* (-1). Di contro, volumi delle operazioni di M&A evidenziano una *performance* positiva nei segmenti *Furniture* (+6) e *Yachts* (+2) rispetto al 2020. Le maggiori operazioni in termini di valore sono state registrate nel settore automobilistico, mentre il valore medio delle transazioni del settore del lusso si è attestato in \$1.801 milioni nel 2021. La regione Nord America ha mostrato il più alto aumento di operazioni (+24), mentre l'Asia-Pacifico ha registrato il calo più marcato (-31).

Tra le operazioni di M&A concluse, il maggior numero di acquirenti riguarda la categoria degli investitori finanziari (58%), con una crescita rispetto al 2020, mentre gli investitori strategici hanno rappresentato il 42% degli offerenti totali, in diminuzione rispetto all'anno precedente. Inoltre, il 46% delle transazioni ha coinvolto venditori finanziari (contro il 38% nel 2020), con la maggior parte delle acquisizioni effettuate attraverso operazioni *buyout* e consolidamenti azionari (rispettivamente il 40% e il 36% del totale). Questi dati confermano i *trend* in atto negli ultimi anni, in cui gli acquirenti strategici stanno lasciando il posto a realtà finanziarie quali *private equity* e fondi sovrani, attori sempre più presenti nel settore della moda e del lusso. La struttura odierna del mercato vede quindi una coesione tra operazioni di M&A condotte dai grandi gruppi internazionali del lusso interessati all'espansione del portafoglio di *brand* e *private equity* e fondi sovrani il cui obiettivo si materializza in termini di rendimenti finanziari.

Infine, il 2021 ha registrato un incremento anche in termini di IPO con 9 quotazioni in più rispetto al 2020. Questo *trend* è legato al contesto di rinnovato ottimismo tra gli investitori dovuto alla ripresa delle economie globali dopo la frenata registrata del 2020, all'iniezione di liquidità da parte delle politiche monetarie da parte delle banche centrali e al lancio delle campagne di vaccinazione contro il Covid-19. L'attività di IPO ed M&A nel lusso si è inoltre combinata con le più recenti innovazioni in ambito finanziario, come il ricorso al meccanismo di SPAC (*Special Purpose Acquisition Company*) da parte del gruppo Ermenegildo Zegna.

2.3 Le motivazioni dietro le operazioni di M&A: profili strategici

Come discusso nel precedente paragrafo, nell'attuale scenario dell'M&A, quello del lusso rappresenta uno dei principali settori per numero di operazioni e per il ricorso strategico ad operazioni straordinarie per sostenere la crescita del *business*. Sebbene il processo di M&A sia comune in diversi settori, non tutte le operazioni sono uguali. Un importante aspetto nel settore del lusso riguarda la corretta determinazione in termini di quale grado di integrazione raggiungere post-acquisizione. È infatti di fondamentale importanza definire se e come integrare l'organizzazione appena acquisita e quale grado di autonomia decisionale debba essere concessa alla gestione acquisita. La creatività, spesso incorporata nelle attività di artigianato, è uno degli elementi distintivi di un'azienda che risultano attraenti per un acquirente che intraprende un'operazione di M&A nel settore del lusso. Ad esempio, a minare la riuscita dell'integrazione, a seguito della chiusura della transazione può emergere un alto rischio di cattiva gestione dell'entità combinata che può portare alla partenza di talenti creativi e alla perdita di *know-how*.

Con riferimento alle motivazioni alla base di tali operazioni, tra le ragioni principali che orientano al ricorso all'M&A nel settore del lusso è possibile individuare³⁷:

- Espansione del portafoglio marchi del gruppo;
- Perseguire investimenti di natura finanziaria;
- Integrazione verticale dei canali di vendita.

L'obiettivo strategico dell'M&A in questo settore è un'estensione del mix di *brand-prodotto-mercato*, *target* che vengono scelti per la creatività legata alla *brand identity*. Il compromesso tra livello di integrazione e potenziale sinergico è stato a lungo studiato in letteratura. In particolare, è possibile identificare tre principali soluzioni³⁸:

- Assorbimento: si riferisce a un alto livello di integrazione e un basso livello di autonomia per l'azienda acquisita;
- Conservazione: si riferisce al più basso livello di integrazione e alla massima autonomia per l'azienda acquisita;
- Simbiosi: combina sinergia e differenze.

³⁷ Quacquarelli, B. (2017). Integrazione di fusioni e acquisizioni nel settore della moda e del lusso. In Rigaurd-Lacresse, E., Pini F., M., *New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*, Palgrave Advances in Luxury.

³⁸ Haspeslagh, P. Jemison, D.B. (1991), *Managing acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: The Free Press.

È bene notare come nessun approccio di integrazione si adatti *ex-ante* a tutte le circostanze in quanto come dimostrato dai diversi studi in ambito M&A, ogni operazione riflette caratteristiche del tutto particolari. Nel settore del lusso è necessario prestare attenzione alla gestione delle diverse criticità in termini di grado di autonomia e integrazione per conseguire le sinergie attese. Attraverso le acquisizioni, i grandi gruppi in genere perseguono una razionalizzazione nella gestione dei singoli *brand* condividendo risorse comuni come servizi amministrativi e contabili, sistemi informativi, consulenza legale fino al maggiore potere contrattuale negli acquisti e nei canali mediatici³⁹. Vi è comunque una peculiarità nel settore del lusso, ovvero questo un settore ad alta intensità di creatività (è cioè sia ad alta intensità di conoscenza che ad alta intensità di manodopera) e vi è un alto rischio di perdere l'anima creativa dell'azienda. Portando i *manager* creativi a un'intensa condivisione delle conoscenze, si rischia di indurli ad un cambiamento forzato e influenzarli troppo, perdendo l'unicità e la specificità della cultura aziendale e impattando sulla dimensione della *brand identity*. Di contro, per i mercati in via di sviluppo, le sinergie sono economie di scala cruciali, così come la condivisione delle conoscenze nelle funzioni commerciali e di *marketing*.

La questione principale riguarda quindi l'aspetto della gestione della simbiosi nelle industrie creative, dove riconoscere l'importanza dell'autonomia dei portatori del *know how* principale (es. *designer*) e tenere conto delle considerazioni culturali fondamentali per le *performance* di M&A. La scelta dell'approccio di integrazione appropriato dovrebbe essere orientato a un'efficace integrazione delle funzioni, al trasferimento delle capacità e così via. Ranft e Lord (2002)⁴⁰ sostengono che diverse unità dell'impresa target potrebbero essere integrate in gradi diversi, suggerendo così un'integrazione in cui strategie basate sull'autonomia e altre orientate all'assorbimento possano coesistere.

Gli assetti organizzativi devono allinearsi all'identità della società *target*, ma allo stesso tempo devono integrarsi al fine di creare sinergie. Tuttavia, se la gestione dell'impresa acquisita mantiene piena autonomia e la stessa non è integrata vi è una portata del tutto limitata nel conseguimento delle sinergie. La limitazione dell'autonomia può avere un effetto negativo, soprattutto se l'acquirente e la *target* sono culturalmente diversi. Questo dilemma si dimostra quindi un fattore determinante nel successo delle operazioni di M&A e si traduce, in larga parte dei casi, in una piena integrazione nelle funzioni di *marketing* e vendite, a fronte di una maggiore autonomia concessa ai *team* creativi e alla funzione di produzione. Per quanto

³⁹ Cappellari, R. (2016). Marketing della moda e dei prodotti lifestyle, Carocci.

⁴⁰ Ranft A. L., Lord M. D. (2002). Acquiring new technology and capabilities: a grounded model of acquisition implementation, *Organization Science*, 13(4).

riguarda la produzione, la conoscenza artigianale sui processi produttivi dei beni di lusso richiede che questa funzione mantenga una sostanziale autonomia post-acquisizione. Invece, uno dei principali vantaggi di far parte di un gruppo multinazionale è il supporto allo sviluppo di una strategia di espansione di *flagship store*, una strategia che richiede competenze non ampiamente utilizzate sul mercato, rapporti con i proprietari immobiliari e, soprattutto, l'accesso a risorse finanziarie significative⁴¹.

Giacosa (2012)⁴² ripercorre i profili principali delle opzioni riguardanti la crescita per vie esterne nel settore del lusso. Confrontando le diverse strategie che le aziende potrebbero implementare con riferimento alla crescita esterna, le relazioni tra le aziende e i loro contesti creano opportunità per maggiori vantaggi competitivi, oltre che per un incremento nella dimensione. Le aggregazioni aziendali, infatti, sono un mezzo fondamentale per la crescita poiché le aziende, spesso non autosufficienti, ricorrono a risorse e competenze dai *partner* sotto forma di aggregazione aziendale. In merito alle diverse possibilità di crescita esterna, sia gli accordi formali che quelli informali sono largamente adoperati nel settore del lusso, ricorrendo in particolare ad alleanze strategiche come forma di aggregazione aziendale formale o all'*outsourcing* come forma di aggregazione aziendale informale. Su tutte però le operazioni di M&A vengono considerate l'unico mezzo per aumentare in maniera istantanea ricavi e la quota di mercato, nonché l'efficacia operativa dell'azienda.

Negli studi in ambito M&A in molti casi si considera il trasferimento di conoscenze quale leva fondamentale per aumentare le capacità di ricerca e sviluppo nell'entità combinata. Nel settore della moda, invece, è presente il rischio che un'intensa condivisione delle conoscenze porti a ad una eccessiva influenza del *team* creativo e al potenziale di eccessiva somiglianza nello stile e nelle creazioni di nuove collezioni con quelle di altri *brand* del gruppo. Soprattutto considerando che nella moda gli acquirenti sono pochi grandi gruppi globali. L'approccio di integrazione simbiotica emerge pertanto come modalità ideale, ma il processo decisionale che porta alla definizione di cosa integrare e della velocità di integrazione resta un elemento di discussione di fondamentale importanza nella *performance* post-M&A.

⁴¹ Pinault F.H. (2014). Kering's CEO on Finding the Elusive Formula for Growing Acquired Brands, in Harvard Business Review, March, 43–5.

⁴² Giacosa (2012). Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business, IRIS Torino.

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

In linea con la più generale discussione afferente alle dinamiche di creazione di valore in seguito alle operazioni di M&A, anche il settore del lusso osserva una sostanziale molteplicità di metriche adoperate nella valutazione dell'effetto di tali operazioni. Il presente paragrafo offre una disamina comprensiva dei diversi contributi prodotti dalla ricerca accademica in materia.

Tra le prime analisi volte alla disamina dell'effetto delle operazioni di M&A all'interno del settore del lusso, vi è sicuramente quella di Lane e Jakobsen (1995)⁴³ i quali valutano se e in quale misura il rendimento del mercato azionario associato a un annuncio di espansione del marchio dipenda dalle componenti di *brand equity*. L'analisi indica che la risposta dei mercati azionari agli annunci di M&A orientati all'ampliamento dei *brand* in portafoglio, dipende in misura maggiore rispetto alla misura della percezione di prestigio del *brand*.

Konigs e Schiereck (2006)⁴⁴ effettuano un'analisi *event study* su un campione di 210 operazioni condotte tra il 1993 e il 2005. I loro risultati supportano l'ipotesi di una significativa creazione di valore (misurata attraverso *abnormal return*) successiva alla data dell'annuncio, che viene parzialmente mediata dalla considerazione del fattore rischio. Suddividendo poi il campione a seconda di differenti variabili, si denota come gli acquirenti europei tendano a conseguire minori guadagni rispetto alle controparti non europee. Inoltre, le operazioni condotte dai maggiori gruppi conglomerati mostrano un rendimento aggregato molto ridotto e in parte anche negativo (anche se statisticamente significativo). Con riferimento alla dimensione temporale, non emergono differenze significative in merito al periodo dell'annuncio. Infine, lo studio evidenzia come le transazioni aventi come razionale nuovi investimenti restituiscano migliori rendimenti rispetto a cessioni di *assets*.

La creazione di valore all'interno di operazioni condotte da gruppi europei del lusso è poi al centro del successivo contributo di Konigs e Schiereck (2008)⁴⁵. Il lavoro parte dal presupposto per cui l'M&A nel lusso costituisca un oggetto di indagine appropriato per quanto riguarda il grado di integrazione del mercato europeo dei capitali. Questo studio esamina gli effetti di annuncio di 206 transazioni che hanno coinvolto società del lusso dal

⁴³ Lane, V., Jacobson, R. (1995). Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effects of Brand Attitude and Familiarity. *Journal of Marketing*, 59(1), 63–77.

⁴⁴ Konigs, A., Schiereck, D. (2006). Creazione di ricchezza attraverso attività di M&A nel settore dei beni di lusso. European Business School, Documento di lavoro n. 7-2006.

⁴⁵ Konigs, A., Schiereck, D. (2008). Combined in Luxury: M&A Announcement Effects and Capital Market Integration in Europe. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, 5(1) 30-56.

1993 al 2005. I principali risultati comprendono tre aspetti: in primo luogo, non vi sono differenze significative nei rendimenti dell'annuncio tra le transazioni di lusso nazionali e *cross-border*, indicando un elevato grado di integrazione dei mercati finanziari europei. Inoltre, i risultati rilevano effetti significativamente positivi dell'annuncio di M&A per gli azionisti sia degli obiettivi di lusso che degli acquirenti. I rendimenti ottenuti dagli azionisti *target* superano quelli attribuiti agli azionisti acquirenti. Infine, osservando la natura dell'acquirente, le acquisizioni condotte da società di lusso non conglomerate sono associate a effetti significativamente positivi che differiscono significativamente dal sotto-campione delle acquisizioni condotte da gruppi conglomerati.

Meinshausen e Schiereck (2011)⁴⁶ esaminano le implicazioni in termini di creazione di valore di 192 operazioni di M&A nel settore della moda e del lusso nel periodo 1994-2009. Contrariamente alle evidenze generate in precedenti studi in ambito M&A, i risultati individuano rendimenti molto significativi e positivi per gli azionisti acquirenti. L'analisi tra diverse categorie di operazioni rivela inoltre che i principali *driver* di valore sono la diversificazione delle operazioni di M&A per società più piccole e redditizie che riducono il rischio di mercato, mentre le operazioni eseguite da grandi società che agiscono come acquirenti frequenti non portano in genere ad un significativo aumento di valore per gli azionisti.

La dimensione relativa all'integrazione tra acquirente e *target* è oggetto dello studio di Ijaouane e Kapferer (2012)⁴⁷ che esplorano il valore creato a livello aziendale dei gruppi del lusso. Contrariamente a quanto sostenuto in larga parte della letteratura accademica in ambito M&A, all'interno del settore del lusso, la realizzazione di un eccessivo livello di sinergie può portare ad un risultato sub-ottimale della combinazione aziendale. La difficoltà risiede nella corretta determinazione del giusto equilibrio tra la ricerca di sinergie e l'autonomia dei *brand*. Se il *focus* manageriale è rivolto alla realizzazione di un livello di sinergie superiore a quello ottimale, i *brand* acquisiti tendono a conseguire una *performance* inferiore, poiché la condivisione delle risorse può ridurre il loro senso di responsabilità. Tuttavia, affidare la piena responsabilità di profitti e perdite a marchi guidati da obiettivi aziendali mette a repentaglio i meccanismi di coordinamento e collaborazione. Il capitale simbolico dei marchi di lusso è al contempo un *asset* prezioso e fragile ed è pertanto essenziale per una società acquisita

⁴⁶ Meinshausen, S., Schiereck, D. (2011). Vestito per fondersi - piccolo si adatta bene: il successo di M&A nel settore della moda e degli accessori. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 283-291.

⁴⁷ Ijaouane, V., Kapferer, J. N. (2012). Sviluppare marchi di lusso all'interno di gruppi di lusso – Sinergie senza diluizione?. *Marketing Review San Gallo*, 1, 24-29.

mantenere le proprie radici e la libertà all'interno del contesto organizzativo. In sintesi, questo si traduce in un livello di integrazione suggerita piuttosto moderato, riflettendo un equilibrio tra la ricerca di sinergie e la conservazione dell'autonomia dei marchi di lusso che è essenziale per sostenere il loro potere simbolico.

Più di recente, de Mauregnault (2020)⁴⁸ effettua un'analisi sulle operazioni di M&A del lusso coprendo un orizzonte temporale di 19 anni, ovvero a partire dal 2000 fino al 2019. La ricerca ha utilizzato strumenti analitici come lo studio degli eventi e la regressione lineare. Con un campione totale di 126 operazioni, i risultati empirici rivelano che le acquisizioni nel settore dei beni di lusso non portano alla creazione di valore per gli azionisti acquirenti intorno alla data di annuncio. Tuttavia, si osserva che il direttore creativo (il cui ruolo è divenuto sempre diventato più importante per le aziende del lusso negli ultimi anni) contribuisca alla crescita dell'azienda e attribuisce un valore significativamente positivo per gli azionisti acquirenti.

Nazarova *et al.* (2022)⁴⁹ indagano sui *driver* che guidano le performance delle aziende di moda. Considerando la variabile fittizia legata all'esistenza di fusioni e acquisizioni nella storia delle società di lusso, questo indicatore porta il contributo più prezioso allo sviluppo della capitalizzazione di mercato: la partecipazione a operazioni di M&A si riflette in un incremento dell'1,57% nei prezzi azionari nel settore del lusso. Molte aziende del settore utilizzano l'alternativa dell'M&A per crescere di dimensioni e superare i loro rivali a livello di quota di mercato, mentre possono essere necessari anni o decenni per estendere le dimensioni attraverso la crescita organica.

Infine, Lu (2022)⁵⁰ analizzando al contempo gli aspetti quantitativi e qualitativi dello sviluppo del Gruppo LVMH attraverso l'M&A, ne osserva l'impatto sulla globalizzazione dei propri *brand*. Attraverso questo studio, l'autore conclude che il numero di *brand* di proprietà del gruppo e il numero di negozi in tutto il mondo sono fortemente correlati. Pertanto, si può concludere che l'M&A del gruppo abbia avuto un impatto significativo sulla globalizzazione loro marchi.

⁴⁸ de Mauregnault, B. (2020). Mergers and Acquisitions in the Luxury Goods Industry: Gains for the Acquiring Shareholders.

⁴⁹ Varvana, N., Golovina, O., Volosatova, K., Yarusova, K. (2022). Drivers' estimation of the luxury companies. *Decision*, 49(1), 105-128.

⁵⁰ Lu, G. (2002). Mergers and Acquisitions Strategies in the Globalization of Luxury – Taking LVMH Group as a Case Study. *Scientific and Social Research*, 4(3), 149-152.

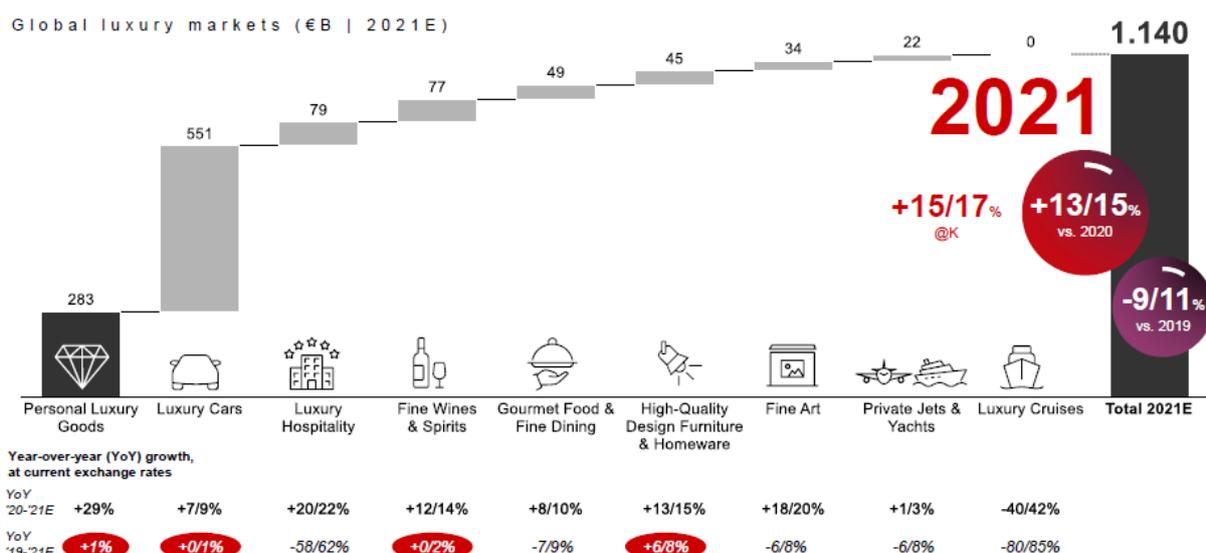
2.5 Impatto della pandemia COVID-19 sul settore e prospettive future

Nel corso del 2020, la crisi pandemica ha fortemente colpito il settore del lusso, che ha registrato *performance* negative in termini di vendite soprattutto nel segmento dei beni di lusso destinati alla persona. Secondo l'analisi condotta da Deloitte (2022)⁵¹, la flessione dei ricavi del comparto *Experiential Luxury* nel 2020 (-10,5% rispetto al 2019) è stata comunque limitata in parte dal *trend* osservato nelle auto di lusso, che ha registrato una minore diminuzione dei ricavi (-6,5%) rispetto ad altri settori quali *Hotel* (-53,0%), *Crociere* (-77,7%) e altri segmenti esperienziali impattati dalle misure restrittive a livello globale. Di contro, i segmenti *Furniture* e *Yachts* sono gli unici due settori che hanno mostrato una crescita positiva rispettivamente di +4,2% e +3,0%. Il margine EBITDA medio nei settori del lusso è del 15,9% nel 2020 (-1,5% su base 2019), con i beni di lusso destinati alla persona che registrano il miglior risultato nel settore (22,3%) pur mostrando una diminuzione di -2,8% rispetto al 2019. All'interno dei segmenti esperienziali, *Hotel* e *Crociere* sono i più colpiti dal Covid-19 in termini di marginalità (-15,1% e -208,1% in termini di EBITDA *margin* rispetto al 2019).

Se il 2020 si è dimostrato un anno di forte criticità per il settore del lusso, il 2021 ha rappresentato la ripartenza dopo il Covid-19, con ricavi e marginalità in aumento (Figura 2). In questo contesto generalizzato, i segmenti dei beni di lusso dedicati alla persona, dell'ospitalità e degli oggetti d'arte hanno segnato i maggiori progressi rispetto al 2020. È interessante notare come beni di lusso per la persona, auto, vini e arredamento siano le uniche aree in crescita rispetto al 2019. Malgrado questa tendenza volta alla ripresa, il settore delle crociere di lusso ha ulteriormente risentito gli effetti della pandemia, registrando *performance* ancora negative rispetto al 2020.

⁵¹ Deloitte (2022). Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022.

Figura 2 – Il Mercato Globale del Lusso 2021 (€ miliardi)⁵²



Nel solco di queste sostanziali disomogeneità viste tra singole categorie, di seguito si fornisce una disamina sintetica dei principali *trend* caratterizzanti i diversi comparti del lusso:

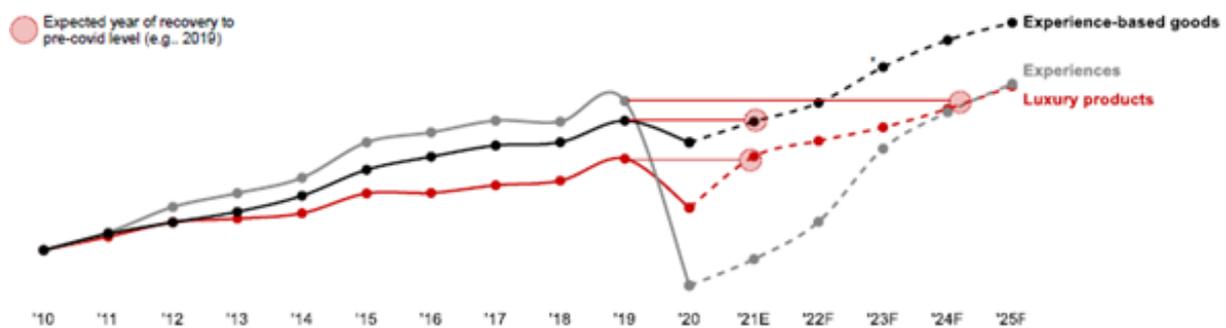
- Beni di Lusso: la ripresa per le auto di lusso è frenata parzialmente dalla scarsità di offerta nei componenti chiave (per via delle pressioni in atto sulla catena degli approvvigionamenti), il che si riflette in *performance* piuttosto diversificate tra i diversi *brand*, con nuovi *player* che entrano nel mercato soprattutto nell'area della mobilità elettrica. Gli *yacht* di lusso continuano a mostrare un *trend* positivo mentre l'interesse dei clienti per le esperienze di lusso *premium* continua a salire. Anche nel settore dei *jet* privati si verifica un significativo passo in avanti favorito dai benefici percepiti di sicurezza e comodità dell'offerta.
- *Fine art & Design*: la ripresa nel segmento arte è sostenuta dalla riapertura di aste e fiere d'arte, con l'incertezza globale che favorisce il segmento a medio prezzo rispetto a quello alto, registrando una crescente partecipazione di nuovi consumatori e artisti. Per quanto riguarda l'arredamento *premium* e il *design*, la crescita del segmento sostenuto da un nuovo ruolo centrale della casa, con spazi che coniugano l'abitare e il lavoro.
- *Food and Beverage*: la rapidità di recupero del segmento è guidata dai marchi dei vini *premium* e dalla consapevolezza e dal riconoscimento degli *spirits*, favoriti dal

⁵² Bain, Altagamma (2021). Luxury Goods Worldwide Market Study Fall 2021 – 20th Edition, 11 novembre 2021.

crescente consolidamento dello *status* quali beni di consumo *premium*. Con riguardo alla spesa fuori casa gira tre principali *trend* mantengono il buon momento del settore con un livello di spesa per il consumo domestico ancora sostenuto, la crescita del fenomeno delle cosiddette *ghost kitchen* e l'allentamento dei *lockdown* che ha favorito il ritorno alle situazioni di convivialità.

- Esperienze *out of home*: il settore degli *hotel* di lusso si dimostra in parziale recupero attraverso la ripresa dei viaggi, favorito dalla digitalizzazione e dalla personalizzazione delle esperienze come percorsi dedicati al fine di attirare consumatori sempre più esigenti. Le crociere di lusso, come già discusso, risentono ancora fortemente delle conseguenze dell'interruzione forzata degli spostamenti e probabilmente riusciranno a tornare a livelli pre-Covid-19 solo nelle prossime stagioni.

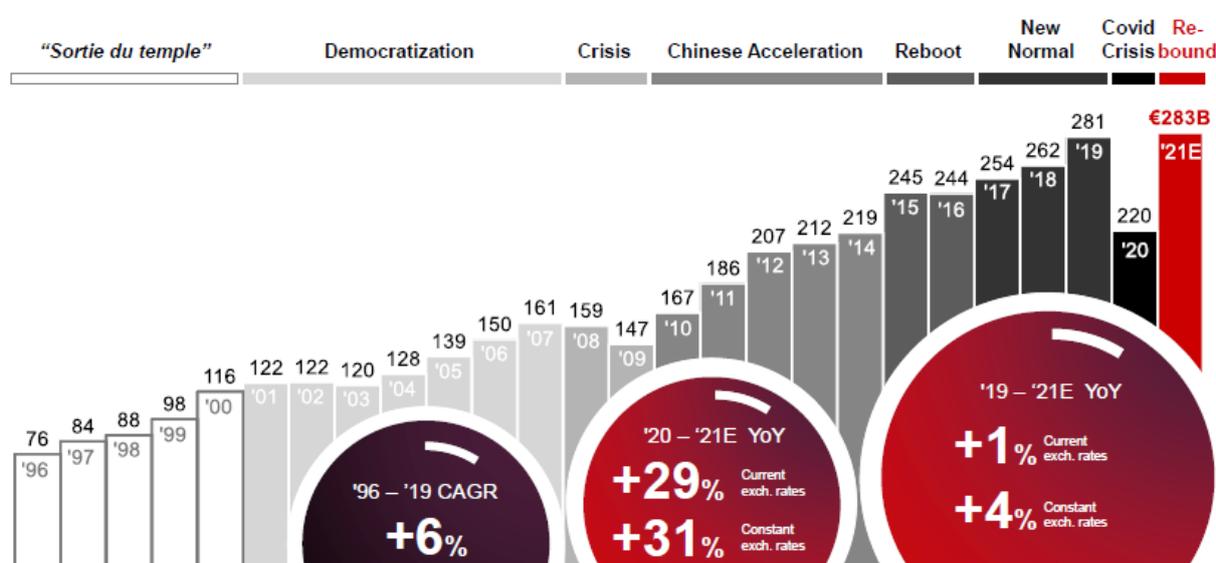
Figura 3 – I Trend dei Mercati-Chiave del Lusso 2010-2025⁵³



Guardando invece ai *trend* futuri di mercato (Figura 3), è possibile poi osservare come anche in termini di ripresa i diversi sotto-settori siano caratterizzati da differenti stime di ripresa fino al 2025. Le esperienze di lusso, colpite in modo molto più acuto rispetto ai beni personali, saranno in grado di tornare ai livelli pre-pandemici non prima del 2024, grazie ad una ripresa sostenuta del mercato attesa solo nel 2023. I beni basati sull'esperienza sono tornati quasi completamente ai livelli del 2019, favoriti dalla trazione positiva dei consumatori e del *trend* positivo nella categoria *luxury Prodotti* anch'essa tornata sui valori del 2019.

⁵³ Bain, Altgamma (2021). *Luxury Goods Worldwide Market Study Fall 2021 – 20th Edition*, 11 novembre 2021.

Figura 4 – Il Mercato dei Beni di Lusso Personali 2021 (€ miliardi)⁵⁴



Si considera infine il comparto dei beni di lusso destinati alla persona (Figura 4). Dopo il peggior calo nella storia (di gran lunga superiore anche a quello registrato a seguito della crisi finanziaria del 2008), questa categoria ha registrato un rimbalzo immediato (o *V-shaped*), raggiungendo €283 miliardi a valore, superando i livelli pre-pandemici (+1%). Il mercato ha beneficiato di una forte crescita nella stagione dello *shopping* natalizio 2021 in tutte le regioni, con un aumento del 7% rispetto allo stesso periodo del 2019. Inoltre, il mercato cinese ha continuato a registrare una crescita a due cifre durante il 2021 e i mercati occidentali hanno mantenuto una domanda locale sostenuta. In particolare, gli Stati Uniti, hanno protratto lo slancio anche dopo la fine delle misure di stimolo federali a sostegno dei consumi delle famiglie. Il mercato dei beni di lusso personali ha poi registrato una notevole *performance* nel primo trimestre del 2022, crescendo del 17-19%.

Secondo le stime Bain⁵⁵, nonostante le sfide e le criticità verificatesi all'inizio del 2022 sulle catene di approvvigionamento globali, la direzione a medio termine del mercato del lusso rimane invariata con una di circa €320-330 miliardi di euro entro la fine del 2022 (pari a una crescita del 10-15% rispetto al 2021). Uno scenario più contenuto invece (che incorpora una crescita potenzialmente ridotta a causa di una ripresa più lenta del mercato cinese e della spesa discrezionale nei mercati maturi a causa della pressione inflazionistica e del

⁵⁴ Bain, Altgamma (2021). *Luxury Goods Worldwide Market Study Fall 2021 – 20th Edition*, 11 novembre 2021.

⁵⁵ Bain (2022). *Global personal luxury good smarket reaches €288 billion in value in 2021 and experienced a remarkable performance in the first quarter 2022*. Comunicato Stampa, 21 giugno 2022.

rallentamento macroeconomico) prevede che il mercato raggiungerà i €305-320 miliardi entro la fine del 2022, crescendo del 5-10% rispetto al 2021.

Rispetto alla repentina contrazione che l'economia globale ha subito nel 2020, si osserva pertanto una graduale ripresa avvenuta nel corso del 2021 sulla scia delle nuove strategie adottate dalle aziende del lusso (es. nuove strategie di digitalizzazione, adozione di tecnologie *disruptive* e maggiore impegno a favore della sostenibilità). Sebbene le pressioni sulla catena globale degli approvvigionamenti, già presenti a fine 2021, stiano rappresentato una grande incognita per le attività degli operatori del lusso, le aziende sono state finora in grado di soddisfare un significativo rimbalzo della domanda dei consumatori e chiudere l'anno con risultati incoraggianti. Nel 2022 il settore del lusso dovrebbe accelerare ulteriormente con una crescita a due cifre e raggiungere i livelli pre-pandemia. In un simile contesto, tali tendenze di mercato sono già prese in considerazione nelle attuali strategie degli investitori globali interessati al settore del lusso, che stanno affrontando questi rapidi cambiamenti del mercato in modo migliore e più tempestivo facendo leva sull'attività di M&A.

Infine, per quanto riguarda il 2022, è possibile definire quelle che sono le principali tendenze e le linee strategiche perseguite dalle aziende del lusso:

- Digitalizzazione: il conseguimento di una forte presenza digitale è uno dei principali driver strategici e viene attuato attraverso lo sfruttamento di nuove tecnologie disruptive mira canali dirompenti come il *Metaverse* per distribuire e promuovere prodotti, coinvolgendo i clienti più giovani. Se si considera che entro il 2025 la generazione Z dovrebbe rappresentare 1 acquisto su 5, i *brand* del settore stanno adottando strategie *ad hoc* per raggiungere le nuove generazioni (ad esempio investendo in tecnologie digitali e NFT, collaborazioni/mashup con *influencer*, lancio e *revamping* di nuove linee di prodotti, ecc.)
- Cina: presenza all'interno del mercato cinese attraverso *e-tailer* locali e piattaforme digitali. Il mercato cinese risulta infatti sempre più strategico in quanto si stima che entro il 2025 quasi il 50% degli acquisti di lusso sarà effettuato da consumatori cinesi.
- Usato: incorporazione del *re-commerce* (pre-usato, rivendita e noleggio) per soddisfare la crescente preoccupazione dei clienti verso le tematiche ambientali.
- Sostenibilità: impegno crescente sulle questioni etiche attraverso azioni concrete, per mostrare vicinanza ai valori dei clienti.

Dal punto di vista dell'offerta, una questione chiave è legata all'aumento generalizzato dei prezzi, principalmente a causa dei maggiori costi delle materie prime e del lavoro. Di

conseguenza, i clienti rispondono con un consumo più consapevole, compresi gli acquisti di beni di seconda mano. In una prospettiva geografica, Asia e Stati Uniti stanno guidando la ripresa, con il mercato cinese confermatosi come *best performer* nel 2022, alimentato da un mercato domestico dinamico. Tra i canali, l'*e-commerce* mantiene la sua rilevanza con i *brand* che fanno sempre più leva sui propri canali *online* per essere costantemente in contatto con cliente finale e conseguire un migliore controllo sull'esperienza di acquisto.

CAPITOLO 3: CASO PRATICO: OPERAZIONE LVMH-BULGARI

3.1 Storia del Gruppo

La storia del gruppo LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) così come è oggi riconosciuto può essere tracciata a partire dagli anni Ottanta. In questi anni, infatti, il finanziere francese Bernard Arnault che aveva in passato collaborato con figure di spicco come Alain Chevalier, CEO di Moët Hennessy, ed Henry Racamier, presidente di Louis Vuitton, sviluppa l'idea di creare un gruppo di marchi di lusso, un'idea che porta alla nascita di LVMH. La riuscita di questo piano passa dall'integrazione di diversi marchi primari del lusso e dal carattere *inspirational* all'interno di un unico gruppo, un segno distintivo che avrebbe di lì a poco segnato il percorso per altre aziende del lusso. Nella stessa direzione si sarebbero mosse infatti anche il gruppo francese Kering e la svizzera Richemont, i quali hanno realizzato una strategia estesa di gestione di portafoglio di marchi di lusso.

Nel corso degli anni, come verrà discusso all'interno del presente capitolo, LVMH realizza una strategia di crescita fortemente orientata alle operazioni di M&A, che permette di crescere rapidamente sia da un punto di vista delle attività che sotto un profilo finanziario. In questi anni, le principali operazioni vedono l'integrazione di marchi Céline e Givenchy. Nel 1990, il gruppo si quota presso la Borsa di Parigi ed oggi fa parte dell'indice azionario Euro Stoxx 50, che raccoglie i principali 50 gruppi europei a maggiore capitalizzazione.

Tra le più importanti operazioni condotte da LVMH nel corso dell'ultimo decennio, nel marzo 2011, viene annunciata l'acquisizione del 50,4% delle azioni di Bulgari, *brand* iconico italiano *leader* nel settore della gioielleria, attraverso un'offerta pubblica di acquisto per le azioni non ancora detenute in mano al pubblico. Nel 2012, LVMH fonda LCapitalAsia, la realizzazione di una divisione interna di *private equity*, focalizzata al mercato asiatico. Sempre nello stesso anno, per la prima volta, la crescita delle vendite del gruppo registra una forte contrazione rispetto al 2011, a causa delle conseguenze della crisi finanziaria in atto, un *trend* che spinge all'inizio del 2013 LVMH alla decisione di sospendere l'apertura di nuovi negozi nelle città di secondo e terzo livello della Cina continentale. Nel marzo 2013, il marchio di abbigliamento di fascia media QDA realizza la sua prima apertura a Pechino, un'operazione condotta come co-investimento del *private equity* LCapitalAsia e della realtà di abbigliamento cinese Xin Hee Co.

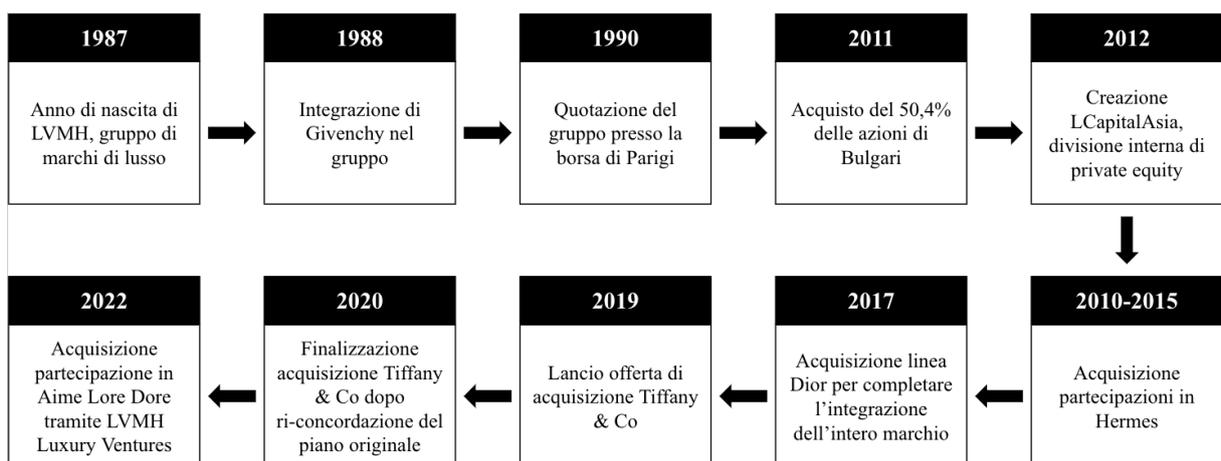
Nel febbraio 2014, LVMH stipula un accordo di *joint venture* con il marchio di moda italiano Marco De Vincenzo, acquisendo una quota di minoranza del 45% dell'azienda. Nell'aprile 2017, LVMH annuncia l'acquisizione delle linee di *haute couture*, pelletteria, *prêt-à-porter* maschile e femminile e calzature di Christian Dior, per integrare l'intero marchio Christian Dior all'interno del suo gruppo di lusso. Nel 2017 il gruppo realizza vendite *record* per 42,6 miliardi di €, in crescita del 13% rispetto all'anno precedente, grazie alle ottime *performance* di tutte le divisioni, un *trend*, che si riflette nella crescita dell'utile pari al 29%.

Il 1° novembre 2018, il co-fondatore Alain Chevalier muore all'età di 87 anni. Nel maggio 2019 la casa di moda Fenty, creata dalla cantante Rihanna viene lanciata a Parigi da LVMH. Fenty costituisce una scelta profondamente innovativa, in quanto è la prima casa di moda lanciata da LVMH in 32 anni e la cantante originaria delle Barbados è la prima donna di colore a dirigere un marchio del portafoglio LVMH. A luglio 2019, LVMH annuncia una nuova *partnership* per sviluppare ulteriormente il *brand* Stella McCartney House. Nell'autunno dello stesso anno, LVMH entra con una partecipazione del 55% nel capitale di Château d'Esclans, produttore francese di vini noto per il marchio iconico Whispering Angel. Questa acquisizione realizza l'estensione dell'offerta di vini *premium* di LVMH volta ad offrire una gamma di vini rosé di fascia alta, e a raggiungere clienti in tutto il mondo.

Nel novembre 2019, LVMH lancia l'acquisizione del gruppo americano Tiffany & Co. per circa 16,2 miliardi di \$. In origine, l'accordo avrebbe dovuto concludersi entro giugno 2020, ma nel settembre 2020 LVMH dichiara che non avrebbe perfezionato l'operazione ritenendo l'accordo non valido a causa della gestione dell'attività da parte di Tiffany durante il periodo legato alla pandemia da Covid-19. Questa azione ha portato ad un procedimento legale, in cui alle richieste di LVMH si opponeva il procedimento intentato da Tiffany che richiedeva l'esecuzione dell'accordo. Nel settembre 2020, emerge che il motivo della decisione di Arnault di ritirarsi dall'acquisto di Tiffany andava ricercata sotto un profilo puramente finanziario, dal momento che il gruppo americano aveva deliberato dividendi agli azionisti nonostante la perdita consolidata registrata durante la pandemia (circa 70 milioni di \$ erano già stati pagati da Tiffany, con ulteriori 70 milioni di dollari previsti a novembre 2020). LVMH ha presentato una domanda riconvenzionale contro l'azione legale avviata da Tiffany; una dichiarazione rilasciata da LVMH ha incolpato la cattiva gestione di Tiffany durante la pandemia e ha affermato che stava bruciando liquidità pur a fronte di perdite. A fine ottobre 2020, Tiffany e LVMH ri-concordano il piano di acquisizione originale, ad un prezzo leggermente ridotto di quasi 2,6% rispetto ai termini pattuiti nel 2019. I nuovi termini hanno

così ridotto l'importo pagato per azione da LVMH dal prezzo originale di \$135 a \$131,50. L'acquisizione è stata completata nel gennaio 2021.

Nel gennaio 2022, LVMH acquisisce una partecipazione di minoranza nel marchio Aimé Leon Dore. È importante notare come l'investimento sia stato effettuato attraverso il veicolo LVMH *Luxury Ventures*, il braccio di investimenti *venture capital* del gruppo. Stando ai dati pubblicati da Forbes⁵⁶ a dicembre 2022, Bernard Arnault, CEO e presidente del gruppo, è l'uomo più ricco del mondo con un patrimonio stimato di circa 180 miliardi di €. Tra i più recenti sviluppi nelle attività del gruppo si annoverano le decisioni intraprese a seguito dell'invasione dell'Ucraina ad opera della Russia. Nel marzo 2022, LVMH ha annunciato la chiusura dei suoi 120 negozi in Russia, data l'evoluzione delle circostanze, pur dichiarando l'impegno a continuare a pagare regolarmente stipendi e *benefit* ai 3.500 dipendenti nel paese. Ad oggi, LVMH è la società a maggiore capitalizzazione in Francia, ed uno dei principali gruppi aziendali e finanziari europei con un valore di mercato superiore ai 360 miliardi di € e un fatturato di 64,2 miliardi di € nel 2021. LVMH opera attraverso 75 *brand* raggruppati all'interno di 6 divisioni (*Wine & Spirits, Fashion & Leather Goods, Parfumes & Cosmetics, Jewelry & Watches, Selective Retailing e Other Activities*) e conta 175mila dipendenti a livello globale. Di seguito viene riportata una linea temporale delle tappe descritte nel precedente paragrafo.



⁵⁶ Forbes (2022). Bernard Arnault & family. Articolo pubblicato a dicembre 2022.

3.2 La crescita del gruppo tramite le acquisizioni

Come evidenziato nel precedente paragrafo, la crescita attraverso acquisizioni è stata sin dall'inizio la caratteristica fondamentale nella strategia di espansione del gruppo LVMH, che l'hanno portato ad essere il punto di riferimento indiscusso nel settore del lusso. Il nome stesso LVMH è infatti il risultato della fusione nel 1987 di due realtà a conduzione familiare, che necessitavano di maggiore liquidità per proseguire il proprio percorso di crescita ed espansione sui mercati globali⁵⁷. Il primo di questi è stato Louis Vuitton, produttore di pelletteria, all'epoca una piccola ma iconica azienda che ha giovato di una rapida crescita nella prima parte degli anni Ottanta. I ricavi di Louis Vuitton sono infatti passati da 51,7 milioni di € nel 1981 a 213,4 milioni di € nel 1985, grazie al costante incremento nelle vendite all'interno dei mercati asiatici (17% nel 1981 e 44% nel 1985). Nel 1986, i proventi di gestione sono stati reinvestiti nell'acquisto di Veuve Clicquot, realtà che deteneva importanti marchi di *champagne*, e il *brand* Givenchy. L'altra metà del gruppo è rappresentata da Moët Hennessy, gruppo fondato nel 1971 da una fusione tra produttori di *champagne* (Moët & Chandon) e *cognac* (Hennessy). Moët & Chandon aveva precedentemente acquisito diversi produttori di *champagne* (Ruinart nel 1962, Mercier nel 1970) e ha successivamente diversificato le sue attività attraverso l'acquisizione della società di cosmetici RoC e la linea Christian Dior (1971).

La fusione del 1987 mirava come detto ad ottimizzare la liquidità necessaria per la crescita delle due aziende e a razionalizzare le attività nei *business* profumeria e *champagne*. Ciò è stato reso possibile grazie al sostegno finanziario di istituti finanziari francesi (*Lazard Frères* e *Paribas*), con i rispettivi azionisti delle due società che hanno mantenuto il controllo sul neo-costituito gruppo LVMH attraverso azioni privilegiate con diritti di voto speciali (37% del capitale corrispondente al 55% dei voti). A seguito di conflitti tra Louis Vuitton e il CEO di Moët-Hennessy, azionista di minoranza di LVMH, Bernard Arnault, ha acquisito le azioni di Henri Racamier, CEO di Louis Vuitton, con il sostegno finanziario del gruppo britannico Guinness, prendendo così il controllo di LVMH. Va ricordato come solamente pochi anni prima Arnault avesse conseguito il controllo del gruppo tessile Boussac (1984-1985), che a sua volta deteneva il controllo sulla casa di haute *couture* Christian Dior. Di lì a poco Arnault avrebbe acquisito la maggioranza azionaria nel capitale dei magazzini *Bon Marché*, del *brand* Christian Lacroix e del produttore di pelletteria Céline nel 1987. L'obiettivo di questa

⁵⁷ Donzé, P. Y., Wubs, B. (2019). Storytelling and the making of a global luxury fashion brand: Christian Dior. *International Journal of Fashion Studies*, 6(1), 83-102.

strategia di crescita era quello di consolidare i più importanti marchi e società operanti sul mercato al fine di organizzare un grande gruppo *leader* nel settore dei beni di consumo di alta gamma e del lusso. Nelle sue origini, LVMH opera come un gruppo di lusso puramente francese, capace di riunire sotto lo stesso controllo *brand* iconici di *champagne*, *cognac*, alta moda e profumeria. Nel 1991, il 66,8% della forza lavoro del gruppo era impiegata in Francia. Fino alla metà degli anni Novanta, LVMH si è concentrata sulla riorganizzazione delle attività nelle diverse controllate. Nel 1994, viene siglato un nuovo accordo con Guinness che acquisisce il 34% di Moët-Hennessy e continua a collaborare con LVMH per la distribuzione nel mondo delle sue bevande. Allo stesso tempo, Guinness è uscita dal capitale di LVMH, il che ha portato quest'ultima a ridurre la sua partecipazione in Guinness dal 24% al 20%. Queste transazioni hanno portato ad una consistente generazione di liquidità per LVMH che ha impiegato le nuove risorse all'acquisizione di nuove società maggiormente collegate alle proprie attività. In questa fase, che ha luogo negli anni Novanta il *focus* di espansione del gruppo si espande al di là dei confini prettamente francesi, costituendo il primo passo verso una vera e propria internazionalizzazione di LVMH. Nel settore alta moda, LVMH acquisisce il *brand* dello stilista giapponese Kenzo (1993), il produttore italiano di calzature Berlutti (1996) e l'azienda di moda spagnola Loewe (1996), oltre all'acquisizione di una quota di maggioranza nella società dello stilista newyorkese Marc Jacobs (1997). Nel settore della profumeria e dei cosmetici, LVMH realizza nel 1994 un'operazione di fusione con Guerlain. Come conseguenza di queste attività, il valore di mercato della società osserva una crescita inarrestabile nel corso degli anni Novanta⁵⁸, passando da 4,8 miliardi di € nel 1989 a 20,7 miliardi nel 1999.

Questi dati non forniscono però una prospettiva completa sull'andamento del gruppo, in quanto sempre nello stesso periodo, per LVMH cresce anche l'indebitamento, con il valore del patrimonio netto che cala al di sotto del 30%. Inoltre, sebbene le vendite siano cresciute da 3 miliardi di € nel 1990 a 11,6 miliardi di € nel 2000, il margine di redditività operativa sulle vendite, sempre nel corso dello stesso periodo, cala dal 28,6% al 16,9%. Appare evidente, come fosse necessaria una nuova strategia finalizzata a garantire il proseguimento di una crescita più sostenibile sotto un profilo economico-finanziario. Arnault decide pertanto di focalizzazione sul settore del lusso e di riaffermare il gruppo come *leader* globale. In primo luogo, viene attuata la cessione delle attività non correlate al lusso, attraverso la vendita dei

⁵⁸ Donzé, P. Y., Wubs, B. (2019). Storytelling and the making of a global luxury fashion brand: Christian Dior. *International Journal of Fashion Studies*, 6(1), 83-102.

brand cosmetici statunitensi Hard Candy e Urban Decay (2002), della partecipazione di minoranza nella casa d'aste Phillips, de Pury & Luxembourg (2003) e delle partecipazioni sempre minoritarie in Michael Kors (2003) nel *brand* di orologi Ebel (2004). All'interno del segmento *spirits* LVMH cede il *brand* di cognac Hine (2003) e gli *champagne* Canard-Duch^{ene} (2003) per concentrarsi sugli altri marchi della divisione.

Al contempo, LVMH continua la propria espansione mediante M&A, attraverso l'acquisizione di realtà del lusso in vari paesi. Nel segmento *fashion*, vengono condotte le acquisizioni di Thomas Pink (1999) nel Regno Unito, Emilio Pucci (2000) e Fendi (2000) in Italia e Donna Karan (2001) negli Stati Uniti. Viene creata nel 1999, la divisione *Jewelry & Watches* attraverso l'acquisizione e successiva combinazione dei *brand* svizzeri Tag Heuer e Zenith, seguiti da Hublot nel 2008. Nel settore della gioielleria, LVMH era già presente sin dall'acquisto della società francese Fred (1995) e ha successivamente rafforzato il suo posizionamento con l'acquisizione di un altro *brand* di gioielleria francese, Chaumet (1999), la fondazione di una *joint venture* con la società sudafricana di diamanti De Beers (2001) e, soprattutto, l'acquisizione di Bulgari (2011). In questa fase, si evince come sulla base dei nuovi investimenti, LVMH si trasformi in una vera e propria realtà azienda globale del lusso. Tale espansione è testimoniata dalla quota di dipendenti con sede in Francia, che diminuisce costantemente durante il periodo analizzato, passando dal 37,4% nel 2000 al 18% nel 2015.

Con riferimento all'espansione attraverso M&A, un dato di grande rilevanza riguarda la crescita degli *asset* del gruppo. Il valore delle attività di LVMH cresce dai 23,2 miliardi di € del 2000 ai 57,6 miliardi di € del 2015. Eppure, va riconosciuto come questa crescita sia stata possibile senza la diluizione del controllo dell'azienda e non minandone la stabilità finanziaria. Infatti, il patrimonio netto mostra in questa fase un *trend* generale di crescita, dal 30,3% del 2000 al 44,8% del 2015, dopo un picco del 51,4% nel 2012. Per quanto riguarda Bernard Arnault, la figura principale dietro al successo di LVMH, egli ha mantenuto la maggioranza dei diritti di voto attraverso detenzione di azioni privilegiate (46,6% del capitale azionario a fronte del 62,9% dei voti nel 2015). Questo sviluppo indipendente e di successo è stato reso possibile soprattutto grazie alla crescente redditività del gruppo. Mentre i ricavi sono passati da 11,6 miliardi di € nel 2000 a 35,7 miliardi di € nel 2015, la marginalità operativa sulle vendite è cresciuta nello stesso periodo dal 16,9% al 18,5%, con un picco del 22,2% nel 2011.

A questa fase, seguiranno negli anni più recenti una serie di “mega-acquisizioni” che hanno visto entrare nel portafoglio di LVMH, realtà *leader* nel settore del lusso, quali Hermès (il cui

controllo è stato conseguito nel 2015, dopo un primo ingresso nel capitale nel 2001), Christian Dior e Tiffany & Co.. L'integrazione di decine di *brand* in tutto il mondo nel corso di poco più di tre decenni ha rappresentato un'importante sfida in termini sia finanziari che organizzativi, con il gruppo LVMH che oggi appare assai diverso da quello delle origini. Alcune caratteristiche ne permettono la comprensione. In primo luogo, Bernard Arnault è stato in grado di mantenere il controllo della sua creazione grazie al sostegno degli investitori. Il suo controllo su LVMH è nella sostanza molto indiretto. Ad esempio, nel 2015, possedeva direttamente solo il 5,7% del capitale azionario (corrispondente al 6,2% dei voti) ma controllava il maggiore azionista, *Financière Jean Goujon* (40,9% del capitale azionario con il 56,7% dei voti), attraverso vari veicoli societari. Da ciò deriva come ad ogni livello della catena di controllo, (Financière Agache, Christian Dior, LVMH), Arnault abbia bisogno della cooperazione di investitori che sostengano il suo operato e la strategia del gruppo.

In secondo luogo, ad eccezione di Christian Dior, tutte le società operative sono controllate da LVMH. Durante la seconda parte degli anni 1990, LVMH si è disposta di un comitato esecutivo per coordinare le attività delle sue società operative coinvolte all'interno dello stesso settore. Questa focalizzazione manageriale è stata avviata nel segmento dello *champagne* (1995) ed è stato rapidamente seguita dalla profumeria (1997), e quindi via via dalle altre divisioni. Nella sostanza questo comitato, si compone di 12 membri e ha un importante impatto sulle decisioni afferenti al posizionamento dei vari *brand* e, quindi, sullo sviluppo dei prodotti. Questo comitato (con sede centrale di Parigi) definisce gli obiettivi strategici e ne coordina l'attuazione, esercitando un controllo rigoroso sulla gestione di tutti i *brand* in portafoglio. La Tabella 1 espone le principali operazioni di M&A condotte dal gruppo LVMH.

Tabella 1 – Le Principali Operazioni di M&A Realizzate dal Gruppo LVMH⁵⁹

Anno	Target	Settore	Valore
1988	Givenchy	Abbigliamento	n.d.
1993	Berluti	Calzature	n.d.
1993	Kenzo	Abbigliamento	80 milioni di \$
1994	Guerlain	Profumeria	n.d.
1996	Céline	Abbigliamento	540 milioni di \$

⁵⁹ Adapted from The Fashion Law (2021). LVMH: A Timeline Behind the Building of the World's Most Valuable Luxury Goods Conglomerate. Articolo 5 ottobre 2021.

1996	Loewe	Abbigliamento	n.d.
1997	Marc Jacobs	Abbigliamento	n.d.
1997	Sephora	Profumeria	n.d.
1999	Thomas Pink	Abbigliamento	30 milioni di £
1999	Tag Heuer	Orologeria	749 milioni di \$
1999	Gucci	Abbigliamento	806 milioni di \$
2000	Emilio Pucci	Abbigliamento	n.d.
2000	Rossimoda	Abbigliamento	n.d.
2001	La Samaritaine	<i>Retailer</i>	256 milioni di \$
2001	Fendi	Abbigliamento	n.d.
2001	DKNY	Abbigliamento	n.d.
2001-2015	Hermès	Abbigliamento	n.d.
2011	Bulgari	Gioielleria	6 miliardi di \$
2013	Loro Piana	Abbigliamento	2 miliardi di €
2015	Repossi	Gioielleria	n.d.
2016	Rimowa	Valigeria	640 milioni di €
2017	Christian Dior	<i>Haute Couture</i>	13.1 miliardi di \$
2019	Stella McCartney	Abbigliamento	n.d.
2020	Tiffany & Co	Gioielleria	15,8 miliardi di \$
2021	Off-White	Abbigliamento	n.d.
2021	Off. Univer. Buly	Cosmetici	n.d.

3.3 Overview del settore della gioielleria

Per permettere una comprensione generale del settore, occorre affrontare i principali sviluppi, in alcuni casi dal carattere *disruptive*, che la gioielleria ha osservato negli ultimi decenni. Questi possono sintetizzarsi con:

Internazionalizzazione dei brand e consolidamento del settore

Sebbene storicamente il settore della gioielleria abbia da sempre conservato una connotazione a carattere locale, negli ultimi anni i trend del settore denotano una sostanziale aggregazione nel settore. Nel 2014 i dieci maggiori gruppi operanti nel settore raggiungevano solamente il 12% del mercato globale con soli due casi – Cartier e Tiffany & Co. – a comparire nella

classifica di *Interbrand* dei primi 100 marchi globali in termini di *brand value*⁶⁰. La restante parte del mercato (la maggior parte) è costituita da marchi largamente riconosciuti a livello nazionale nei canali *retail*, oppure da realtà di piccole o medie dimensioni che gestiscono singoli punti vendita oppure specializzati in un determinata attività. Nel corso degli ultimi anni, una serie di *brand* a valenza nazionale si è consolidata oppure si è unita ai maggiori gruppi del lusso e della gioielleria. Al contempo, grazie alla pervasività dei canali *social*, alcuni marchi locali sono divenuti noti a livello globale e a sempre a causa del consolidamento nel settore sono divenuti di interesse per i grandi gruppo internazionali. Ad oggi questo *trend* ha portato alla crescita nelle vendite da parte delle dieci maggiori case di gioielleria, le quali nel 2019 (ultimo anno consultabile prima della pandemia) hanno raggiunto il 20% delle vendite del mercato⁶¹.

Crescita dei gioielli di marca

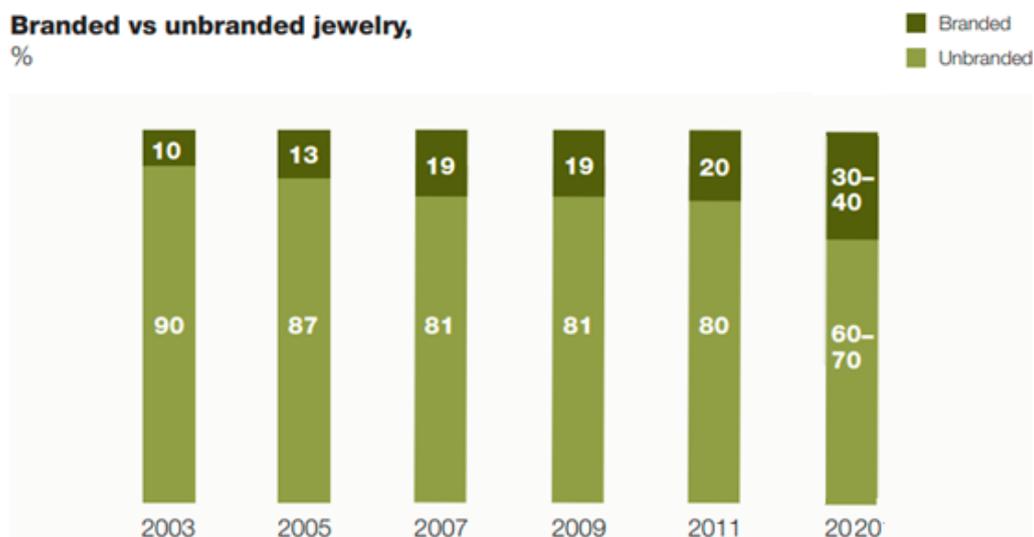
Per quanto gli articoli di marca oggi rappresentino il 60% delle vendite nel mercato degli orologi, lo stesso non vale per il settore dei gioielli, in cui tale proporzione è sostanzialmente invertita, con i prodotti di marca a rappresentare oggi solo il 30-40% del mercato complessivo al 2020. Va comunque riconosciuto come tale quota sia aumentata notevolmente negli ultimi due decenni (Figura 1). I principali operatori di mercato vedono questa tendenza in consolidamento nel futuro, ma risulta difficile comprendere con quale velocità questa previsione possa realizzarsi. La crescita nel settore *branded* è guidata dallo sviluppo di tre tipologie di consumatori che caratterizzano la domanda nel settore: (i) consumatori *new money* che indossano gioielli *branded* per mostrare il loro *status* appena acquisito (in contrasto con i consumatori definiti come *old money* che preferiscono oggetti di pregio o gioielli immobiliari); (ii) consumatori dei mercati emergenti, per i quali i marchi affermati ispirano fiducia e il senso di uno stile di vita del tutto nuovo a cui aspirare; e (iii) giovani consumatori che si rivolgono ai *brand* come mezzo di auto-espressione e auto-realizzazione. In passato, la maggior parte della crescita dei gioielli di marca proveniva dall'espansione di marchi di gioielli affermati, come Cartier e Tiffany & Co., oppure attraverso nuovi entranti come Pandora. Al contrario, la crescita recente nel segmento dei gioielli di marca è stata guidata da attori *non-jewelry*, appartenenti cioè a settori adiacenti come abbigliamento di fascia alta o pelletteria (es. realtà come Dior, Hermès e Louis Vuitton) che hanno introdotto

⁶⁰ Interbrand (2014). Best Global Brands 2014.

⁶¹ McKinsey&Company (2021). State of Fashion: Watches and Jewellery. Report pubblicato il 14 gennaio 2021.

nuove linee di gioielli o espandendo la propria offerta di prodotto. Diviene pertanto fondamentale per ogni realtà operante nel settore della gioielleria rafforzare e differenziare i propri marchi attraverso *design* unici e distintivi. Questo *trend* in atto si è dimostrato particolarmente sfidante per i piccoli gioiellieri a gestione artigianale, i quali non dispongono delle risorse necessarie in termini di *marketing* e della presenza nei canali *retail* di cui dispongono i grandi gruppi. Un'opportunità per questi *player* si è delineata negli ultimi anni con l'accesso ai canali di distribuzione *retail multibrand* in grado di associare i marchi del lusso più noti e ai *designer* emergenti.

Figura 1 – Ripartizione tra vendite branded e non-branded⁶²



Riconfigurazione del canale di vendita

In tutti i principali mercati nell'ultimi decennio, le vendite attraverso il canale *online* hanno visto una crescita sostenuta, accelerata dall'effetto della pandemia. Ad oggi, seppure con sostanziali differenze tra i diversi mercati, *brand*, e tipologie di prodotto finale, le vendite *online* costituiscono circa il 12% delle vendite globali nel settore, e, come si vedrà di seguito, è destinato ad incrementare in futuro. La ragione sottostante alla sostanziale maggioranza del canale fisico riguarda la considerazione per cui la maggior parte dei consumatori preferisce acquistare articoli di pregio da negozi fisici, che sono percepiti come più affidabili e che offrono l'opportunità di osservare direttamente il prodotto e di ricevere un'esperienza di acquisto, un fattore cruciale in una categoria di prodotto che riflette aspetti e valori altamente

⁶² McKinsey&Company (2014). A multifaceted future: The jewelry industry in 2020. Report pubblicato a febbraio 2014.

soggettivi e guidata dall'esperienza sensoriale. Al contempo, i produttori di gioielli hanno utilizzato i canali digitali come piattaforma per trasmettere informazioni, definire e convogliare l'identità del marchio e costruire relazioni con i clienti.

I player di fascia alta sono stati in grado di creare un premio sostanziale

Così come osservato nel settore dell'abbigliamento di alta fascia, nell'ambito della gioielleria si è assistito ad un fenomeno di incremento di prezzo per le categorie di alta fascia, e di riduzione di prezzo invece per le categorie non *premium*. Questo *trend* segue la naturale evoluzione del mercato, in cui, da un lato in diversi mercati, sempre più individui propendono per acquisti a maggior valore (es. nel caso dell'anello di fidanzamento passando da un tipo di prodotto "*standard*" con diamanti da un carato a due, tre o quattro carati, un'evoluzione che ha chiare implicazioni di prezzo. Dall'altro lato, nella fascia più bassa del mercato, i grandi magazzini subiscono una maggiore pressione competitiva sui prezzi.

Alla luce di quanto discusso, i produttori di gioielli hanno avanzato nuove alternative, come ad esempio l'introduzione di nuove linee di prodotti a prezzi accessibili per attirare i consumatori più giovani o dalle minori disponibilità finanziarie, dando loro un punto di ingresso nel marchio. In alternativa, i *player* di alta fascia hanno consolidato il loro posizionamento all'interno del segmento premium del mercato, comunicando in maniera univoca il proprio messaggio attraverso i canali comunicativi, l'esperienza diretta di vendita e il servizio clienti.

Oggi, il settore pur risentendo delle conseguenze della pandemia dapprima e delle tensioni economiche causate dalla crisi ucraina poi ha mostrato una sostanziale resilienza dimostrando una sostanziale capacità di adattamento. Per quanto riguarda le vendite, la stima per il 2022 vede vendite totali per circa 125 miliardi di \$, un incremento del 9% rispetto ai 115 miliardi del 2021, con un tasso di crescita per i successivi anni atteso nel *range* 4-8%⁶³. Le principali forze che hanno influenzato il mercato riguardano la ripresa dei consumi su scala globale, con un incremento soprattutto nel segmento relativo ai consumi discrezionali, e la crescente inflazione dovuta al rincaro generalizzato di energia e materie prime in generale, che da un lato rappresenta un freno alla domanda, e dall'altro pone pressioni di prezzo sulle case del lusso.

⁶³ Fructman Marketing (2022). State of Jewelry Retail Setting Expectations and Plan-of-Action for the Second Half of 2022.

Se quelli discussi sin qui sono i *driver* che hanno caratterizzato il mercato della gioielleria oggi, ridefinendone i confini e talvolta le stesse caratteristiche, altri *trend* parimenti importanti sono già in atto e stanno portando alla trasformazione del settore nel futuro prossimo. Innanzitutto, guardando al futuro, come detto, le forze del mercato si rivolgono a favore di un settore della gioielleria sempre più brandizzato, più digitale e focalizzato sulla sostenibilità rispetto al passato. Per un settore in passato sostanzialmente visto in contrapposizione con queste caratteristiche, il percorso verso il futuro si appresta a definire un nuovo percorso di crescita. Confermando l'evoluzione degli ultimi anni, la gioielleria di marca è prevista in forte aumento, con un tasso di crescita annuale dall'8 al 12% fino al 2025. Ciò implica che per tale segmento si prevede una crescita maggiore rispetto a quanto discusso per il mercato in generale. Poiché i prezzi della gioielleria *branded* possono essere anche cinque volte superiori rispetto ai prodotti non *branded*, la concorrenza tra marchi affermati di gioielleria di lusso, marchi di moda e nuove società *direct-to-consumer* (DTC) andrà ad intensificarsi man mano che i diversi *player* cercheranno di acquisire nuove quote di mercato, attraendo nuovi clienti alla ricerca di marchi che possano riflettere i propri valori in maniera distintiva.

Molte case del lusso *branded* si troveranno inoltre ben posizionate per la prevista crescita delle vendite *online*, tuttavia, i nuovi attori DTC in costante crescita eserciteranno pressione e imprimeranno agli operatori del mercato un senso di urgenza finalizzato ad un rapido adattamento rispetto alle mutevoli condizioni del mercato. Si prevede che le vendite globali di alta gioielleria *online* aumenteranno dal 12% al 18-21% del mercato globale totale entro il 2025. Il passaggio all'*online*, tuttavia, in un settore peculiare come la gioielleria deve essere attentamente considerato per non sottovalutare l'importanza del contenuto umano, assente all'interno delle esperienze digitali. I consumatori, infatti, tendono a ricercare il medesimo livello di servizio e di attenzione ai dettagli nel canale *online* rispetto a quanto avviene nei canali fisici. Con circa l'80% degli acquisti di alta gioielleria ancora effettuati nei negozi nel 2025, la connettività senza soluzione di continuità tra i canali sarà fondamentale (Figura 2).

Figura 2 – Prospettive di Crescita del settore e tendenze di consumo⁶⁴



I tre cambiamenti sostanziali che definiranno in futuro il settore della gioielleria sono i seguenti:

- *La trazione del canale online.* Le vendite di alta gioielleria sono solitamente associate a servizi su misura, ambienti tranquilli e la presenza rassicurante di un esperto che possa consigliare la vendita. La sfida di replicare questi elementi nello spazio *online* ha probabilmente rallentato la crescita digitale della categoria. Questo sta iniziando a cambiare, con l'online destinato a rappresentare dal 18 al 21% del mercato entro il 2025. La pressione ricade quindi sui *brand* e sui rivenditori chiamati a creare proposte convincenti che colleghino gli aspetti più strettamente umani – l'emozione, il servizio clienti e il senso di esclusività – all'interazione digitale.
- *Acquisto di marchi.* Per molti consumatori, la stessa parola gioiello è alle volte sinonimo di una scatola blu Tiffany o di una scatola rossa Cartier. In altri casi è possibile rievocare la campagna di *marketing* "A Diamond Is Forever" promossa di De Beer. Nonostante l'importanza di queste icone, i gioielli di marca rimangono una minoranza relativa del mercato, rappresentando solo il 30%-40% delle entrate. Guardando però al futuro, il segmento è visto in forte aumento al 2025, e anzi sarà il principale catalizzatore di crescita nel mercato.
- *Crescente Attenzione alla sostenibilità.* Gli acquisti di alta gioielleria influenzati da considerazioni di sostenibilità costituiranno un importante *driver* di crescita. Entro il

⁶⁴ McKinsey&Company (2021). State of Fashion: Watches and Jewellery. Report pubblicato il 14 gennaio 2021.

2025, si stima che il 20-30% delle vendite globali nel settore della gioielleria sarà dettato da consumatori attenti alla sostenibilità. Tradizionalmente visto come un argomento di mitigazione del rischio, i *leader* del settore devono ora includere in maniera trasversale nelle proprie attività anche la sostenibilità al fine di conquistare la fiducia dei consumatori più giovani e ritagliarsi una posizione di *leadership* in un settore precedentemente più rigido e lento ad agire in tal senso.

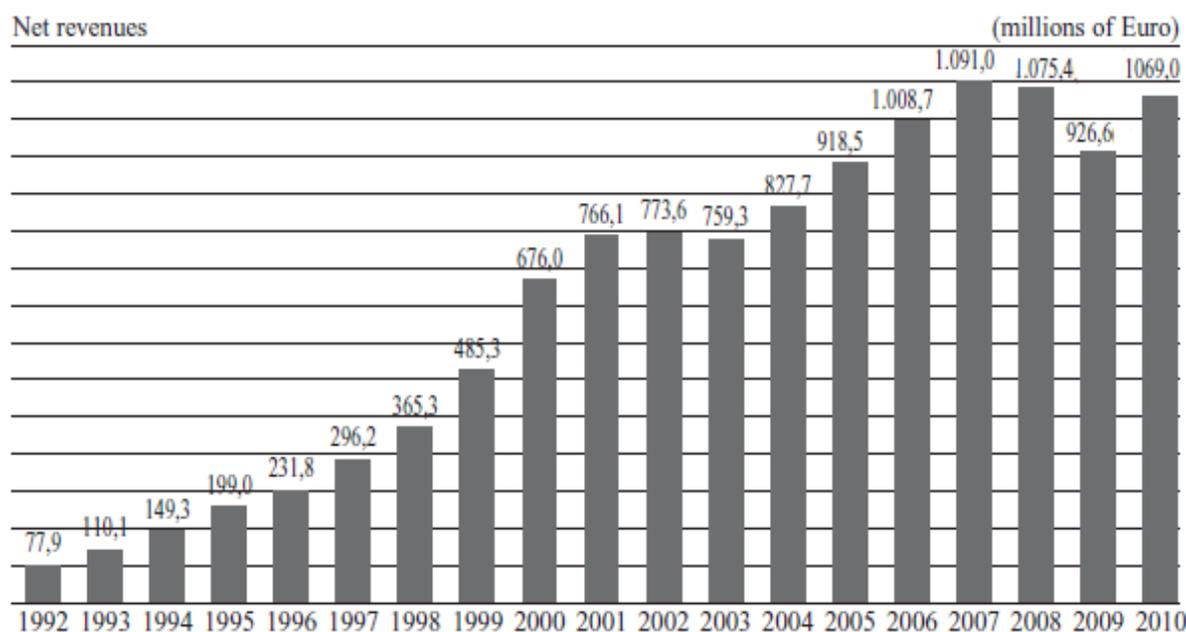
3.4 La vicenda

Prima di affrontare la discussione del caso studio, occorre fornire una prospettiva del gruppo Bulgari e delle sue attività al momento della transazione. Bulgari chiude il 2010 con un fatturato di 1.069 milioni di €. L'azienda è presente in quattro principali linee di *business*: *Jewelry & Watches*, Profumeria e *Skincare*, Accessori e Hotel. Le origini del *brand* Bulgari possono essere tracciate nel Diciannovesimo secolo con la l'apertura da parte di Sotirios Voulgaris (italianizzato Sotirio Bulgari) del primo negozio di preziosi oggetti in argento a Roma. All'inizio del Ventesimo secolo, il marchio si sviluppa ed espande il proprio business all'interno del settore delle pietre preziose, dei gioielli e degli orologi, imprimendo nei suoi prodotti un forte stile rinascimentale, un contenuto che ha rapidamente conquistato le figure del *jet set* dell'epoca; Bulgari cresce rapidamente e si consolida come *brand* iconico della moda italiana. Negli anni Settanta l'azienda lancia nuove linee e conosce una significativa espansione internazionale. Con riferimento al segmento *Jewelry & Watches*, il primo orologio viene presentato sul mercato nel 1977 (di lì a poco sarebbe seguita la scelta strategica di concentrare l'intera catena del valore delle attività all'interno di un'unica divisione). Nel 1993, Bulgari espande notevolmente il suo portafoglio prodotti, con il lancio della linea di profumi di alta gamma. Nel 1995 la società diventa pubblica con la quotazione alla Borsa di Milano. Sempre negli anni Novanta, i segmenti di tessuti, occhiali e accessori vengono rafforzati e ulteriormente sviluppati. Nel 2004 avviene l'espansione nel settore alberghiero, con l'apertura del suo primo *hotel* in collaborazione con Marriott. Il decennio dal 2000 al 2010 è stato caratterizzato da una strategia di integrazione verticale, in particolare nella divisione orologi ma anche nella pelletteria.

Fino alla fusione con LVMH, il capitale di Bulgari era detenuto al 51% dalla famiglia Bulgari, mentre il resto del titolo faceva capo al mercato. Da un punto di vista organizzativo, Bulgari S.p.A. è la società capogruppo, la quale gestisce il marchio e coordina le diverse funzioni di supporto (amministrazione, finanza e risorse umane). Il gruppo opera attraverso 41

società (tutte a marchio Bulgari) in 21 paesi e conta 3.815 dipendenti. La rete di distribuzione è composta da 295 negozi, di cui 174 di proprietà di Bulgari⁶⁵. Le seguenti Figure 3, 4, 5 e 6 evidenziano l'andamento delle *performance* di Bulgari negli anni precedenti alla combinazione con LVMH.

Figura 3 – Evoluzione Ricavi Gruppo Bulgari (1992 – 2010) ⁶⁶

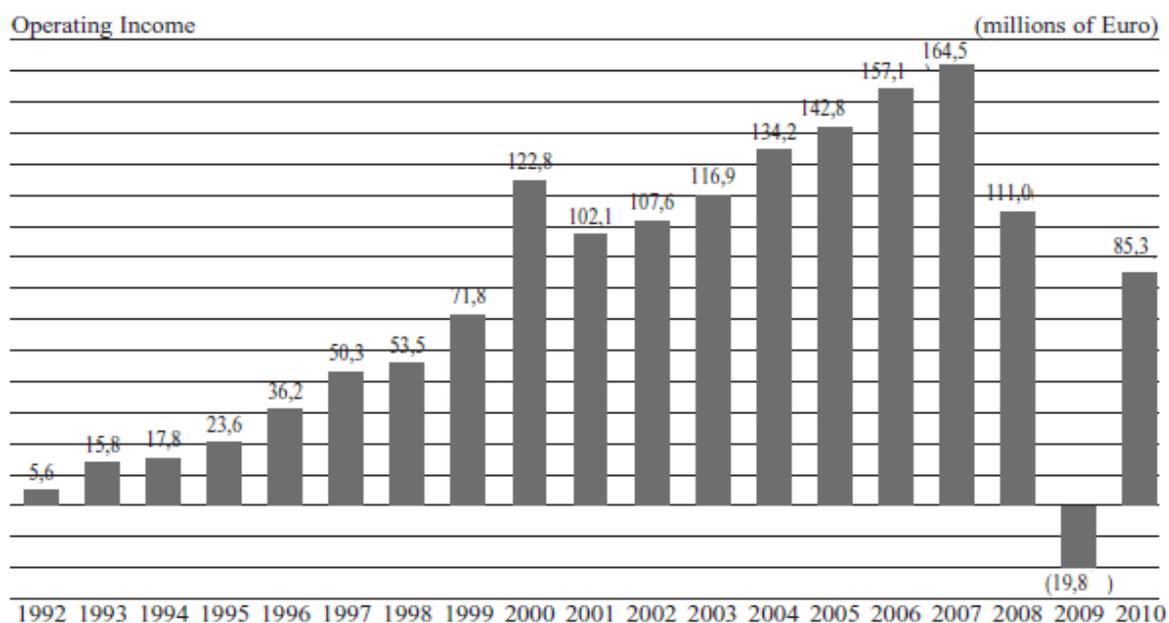


I ricavi del gruppo Bulgari mostrano una crescita pressoché inarrestata tra il periodo tra il 1992 e il 2010, passando da 77,9 milioni di € a 1.069,0 milioni di €, al netto di pochi casi, su tutti il biennio 2008-2009, che ha risentito fortemente della contrazione derivante dalla crisi finanziaria, con un calo del 15%. Un simile *trend* evidenzia la correttezza della strategia di crescita adattata ad un portafoglio di prodotto dalla grande resilienza.

⁶⁵ Bulgari (2010). Relazione Finanziaria.

⁶⁶ Bulgari (2010). Relazione Finanziaria.

Figura 4 – Evoluzione Risultato Operativo Gruppo Bulgari (1992-2010)⁶⁷



Il *trend* a livello di risultato operativo (Figura 4) segue l'evoluzione dei ricavi discussa in precedenza. È utile notare come la crescita del reddito operativo cresca non solo in termini assoluti da 5,6 milioni di € nel 1992 a 85,3 milioni di € nel 2010 (con il massimo di 164,5 milioni di € nel 2007), ma anche sotto il punto di vista percentuale, passando dal 7% nel 1992 a circa l'8% del 2010 (con il miglior risultato registrato anche in questo caso nel 2007, con il 15% di redditività operativa). Il 2009 registra l'unico caso di reddito operativo negativo, influenzato dalla congiuntura economica negativa.

Figura 5 – Suddivisione Ricavi per Segmento Gruppo Bulgari (2010)⁶⁸

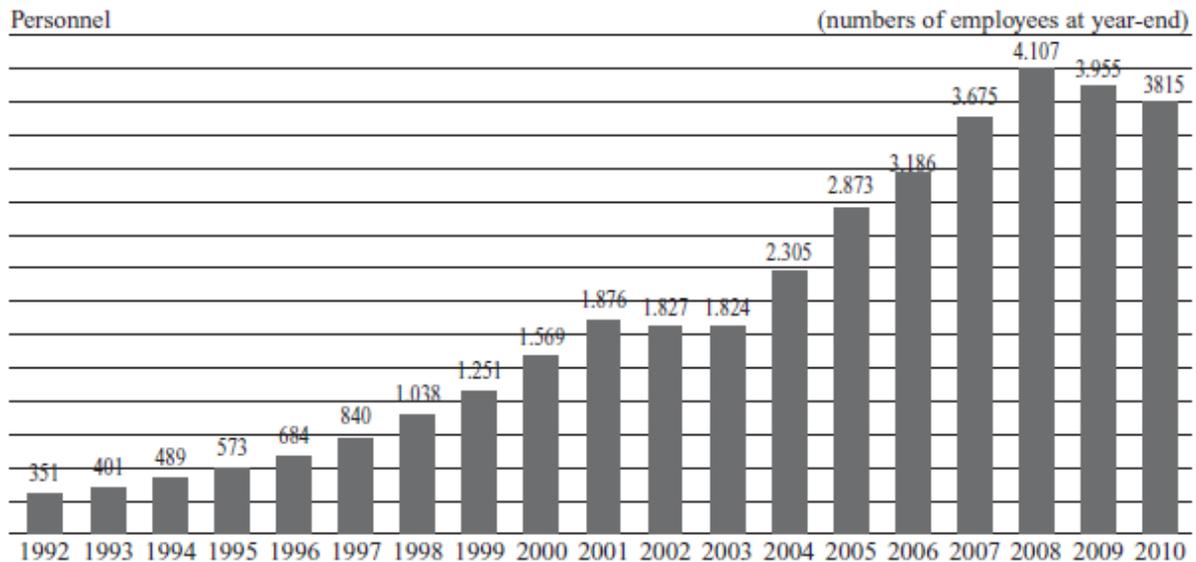
Jewellery	46%
Watches	20%
Perfumes & Cosmetics	23%
Accessories	8%
Hotels and restaurants	2%
Royalties and Other	1%

⁶⁷ Bulgari (2010). Relazione Finanziaria.

⁶⁸ Bulgari (2010). Relazione Finanziaria.

La suddivisione dei ricavi (Figura 5) permette di apprezzare la prevalenza delle divisioni *Jewelry & Watches* che raggiungono il 66% dei ricavi del gruppo (rispettivamente con il 46% e il 20%). Tra gli altri settori, si denotano il segmento Profumeria & Cosmetici (23%), Accessori (8%) e Hotel e Ristoranti (2%). L'1% dei ricavi proviene dai diritti di *Royalties* del brand.

Figura 6 – Evoluzione numero dipendenti gruppo Bulgari⁶⁹



Infine, con riferimento al numero di impiegati, anche questo indicatore segue una fase di forte crescita tra il 1992 e il 2010, toccando il massimo di 4.107 unità nel 2008. Di seguito si analizzano le diverse divisioni.

Jewelry & Watches

La divisione *Jewelry & Watches* rappresentano 491,7 milioni di € in termini di ricavi nel 2010. Dal 2000, Bulgari persegue una strategia di "verticalizzazione" all'interno della divisione orologi: grazie, infatti, all'integrazione di diverse realtà svizzere specializzate nella produzione di componenti per orologi, Bulgari è riuscita a realizzare i propri orologi attraverso un controllo completo sull'intera catena del valore, un elemento che ha notevolmente migliorato la capacità di creazione di valore nel settore per l'azienda italiana.

⁶⁹ Bulgari (2010). Relazione Finanziaria.

Profumeria & Skincare

Attraverso Bulgari *Parfums*, Bulgari gestisce direttamente l'intera *supply chain* relativa alla divisione della profumeria, ovvero creazione, produzione e distribuzione. L'offerta comprende inoltre prodotti per la cura della pelle femminile e da bagno.

Accessori

Bulgari produce un'ampia gamma di accessori, dal carattere altamente ricercato tra cui rientrano cravatte, sciarpe, borse in pelle e tessuti pregiati, occhiali da sole e da vista (in cui opera in *partnership* con Luxottica), borse da viaggio e valigie per il lavoro e il tempo libero, oltre a oggettistica come strumenti da scrittura e argenteria. La distribuzione degli accessori avviene attraverso una rete di negozi di proprietà.

Hotels and Restaurants

Le divisioni Bulgari *Hotels & Resorts* si sono rivelate un fattore chiave in termini di visibilità per il marchio. Quest'area è stata costituita come *joint venture* con Marriott International, che ha facilitato l'ingresso nel settore. Le operazioni sono state avviate con la prima apertura nel 2004. Le principali location di punta sono Milano, Bali, Tokyo e Londra.

3.5 Le motivazioni sottostanti l'operazione

Il 7 marzo 2011 viene annunciata l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH. Il gruppo francese acquista il 50,4% di Bulgari, emettendo 16,5 milioni di azioni in cambio di 152,5 milioni di azioni detenute dalla famiglia Bulgari. LVMH ha lanciato un'offerta di acquisto per il resto delle azioni Bulgari a 12,25 € (17,14 \$) per azione. La combinazione tra LVMH e Bulgari costituisce ancora oggi, una delle più importanti operazioni all'interno del settore della gioielleria e del lusso, capace di ridefinire le dinamiche competitive. Risulta pertanto di grande interesse analizzare le considerazioni strategiche che hanno posto le basi all'operazione. In base all'accordo, la famiglia Bulgari è diventata il secondo maggiore azionista di LVMH.

Le affinità in essere tra la famiglia Bulgari e LVMH hanno costituito un fattore del tutto primario nella realizzazione di un'alleanza finalizzata allo sviluppo della filosofia condivisa di valorizzazione dell'eccezionale artigianalità, creatività e visione e impegno a lungo termine:

- Enfasi sulla creatività e l'innovazione;
- Coerenza qualitativa del prodotto;

- Cura dei dettagli, attenzione al servizio e alla soddisfazione del cliente;
- Visione condivisa del controllo familiare e strategia a lungo termine.

Bulgari, uno dei marchi di lusso più iconici e con un'impronta mondiale, consente a LVMH, attraverso la qualità dei suoi prodotti, il talento e la grande esperienza del suo *management* e il forte posizionamento di mercato di diventare immediatamente la realtà *leader* nel segmento strategico *Jewelry & Watches*. D'altro lato, la ventennale esperienza e le risorse di LVMH permettono a Bulgari di accelerare la crescita, raggiungere il pieno potenziale di sviluppo e unirsi ad una vera e propria piattaforma globale del lusso, in grado di garantire il suo futuro a lungo termine nel rispetto dei valori alla base del successo di Bulgari sin dalle sue origini nel 1884.

È altresì importante notare come l'integrazione avvenga anche a livello manageriale. Infatti, l'accordo prevede il collocamento del CEO di Bulgari Francesco Trapani a capo dell'intera area di LVMH. In tal senso, l'ampliamento delle attività della divisione *Jewelry & Watches* di LVMH ha beneficiato sotto la guida di Francesco Trapani in termini di:

- Sviluppo e ottimizzazione del *retail* e distribuzione.
- Ottimizzazione dell'integrazione verticale.
- Miglioramento delle capacità di approvvigionamento.
- Condivisione delle *best practice* in tutte le linee di prodotto.

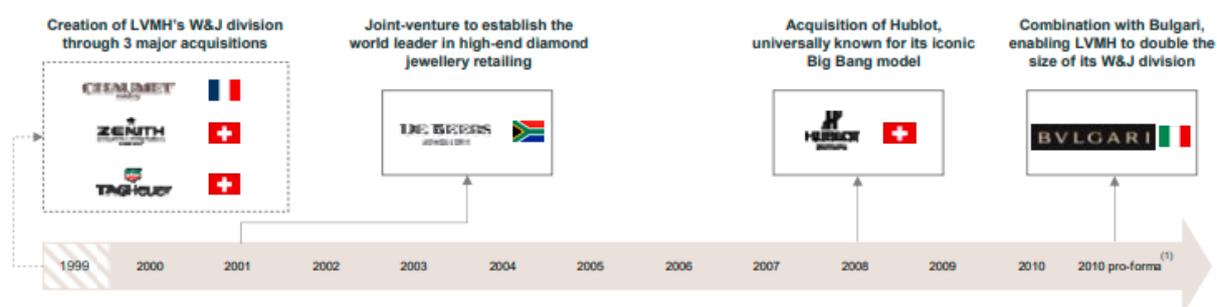
In termini generali, l'unione tra LVMH e Bulgari riprende i *trend* in atto nel settore. L'accordo riflette i sostanziali cambiamenti che hanno avuto manifestazione all'interno dell'intero settore del lusso nel corso degli ultimi decenni: la trasformazione dei produttori di prodotti di lusso in creatori di esperienze a carattere eccezionale di vendita al dettaglio di *brand* di lusso. Inoltre, mentre le realtà del lusso espandono le proprie attività in paesi quali Brasile, Russia, India e, in particolare, Cina, le crescenti richieste di questi enormi nuovi mercati impongono forti pressioni finanziarie e manageriali sulle aziende a conduzione familiare. L'accordo LVMH-Bulgari permette così di comprendere sotto le prospettive del *marketing* e della gestione finanziaria e strategiche come e perché le aziende intrinsecamente votate ad un modello di gestione e proprietà familiare hanno dovuto riconsiderare questa prospettiva e guardare invece all'integrazione con i gruppi del lusso come principale opportunità di crescita⁷⁰.

⁷⁰ Kapferer J.N., Tabatoni, O. (2012). The LVMH-Bulgari agreement: Changes in the luxury market that lead family companies to sell up. *Journal of Brand Strategy*, 1(4), 389-402.

3.6 Effetti dell'operazione

Nella sezione conclusiva dell'analisi del caso LVMH-Bulgari, viene condotta un'analisi dei risultati che l'operazione ha apportato all'acquirente. Come in ogni operazione di M&A, una prima attestazione relativa alla creazione di valore è data, sotto l'ipotesi di efficienza dei mercati, dalla risposta azionaria dell'acquirente e della *target*. Nell'immediato seguito dell'annuncio, la risposta dei mercati finanziari ha visto un incremento delle azioni LVMH dell'1,2%, mentre più marcata è l'avanzamento delle azioni di Bulgari, che chiudono con un incremento del 7,5%. Questa evidenza costituisce un'importante punto di partenza nel valutare la prospettiva degli analisti, che premiano LVMH grazie alle chiare sinergie derivanti dall'integrazione di Bulgari, malgrado il sostanziale esborso finanziario in capo al gruppo francese. In particolare, il valore totale dell'operazione (che comprende di 600 milioni di € di obbligazioni convertibili) è stato di 4,3 miliardi di €, pagato con 1,9 miliardi di € di azioni di LVMH di nuova emissione e 2,4 miliardi di € *cash* per rilevare le azioni detenute dagli azionisti di minoranza, finanziati attraverso debito e liquidità disponibile per LVMH. Un ulteriore elemento riguarda le particolari circostanze di mercato, che vedevano Bulgari essere una *target* designata vista la fase di difficoltà temporanea attraversata a seguito della crisi finanziaria. Per aver una piena comprensione degli effetti dell'acquisizione Bulgari, occorre fare un passo indietro per osservare la realizzazione della strategia di creazione di valore all'interno del segmento *Jewelry & Watches* di LVMH (Figura 8).

Figura 8 – Strategia di Crescita della Divisione Jewelry & Watches di LVMH



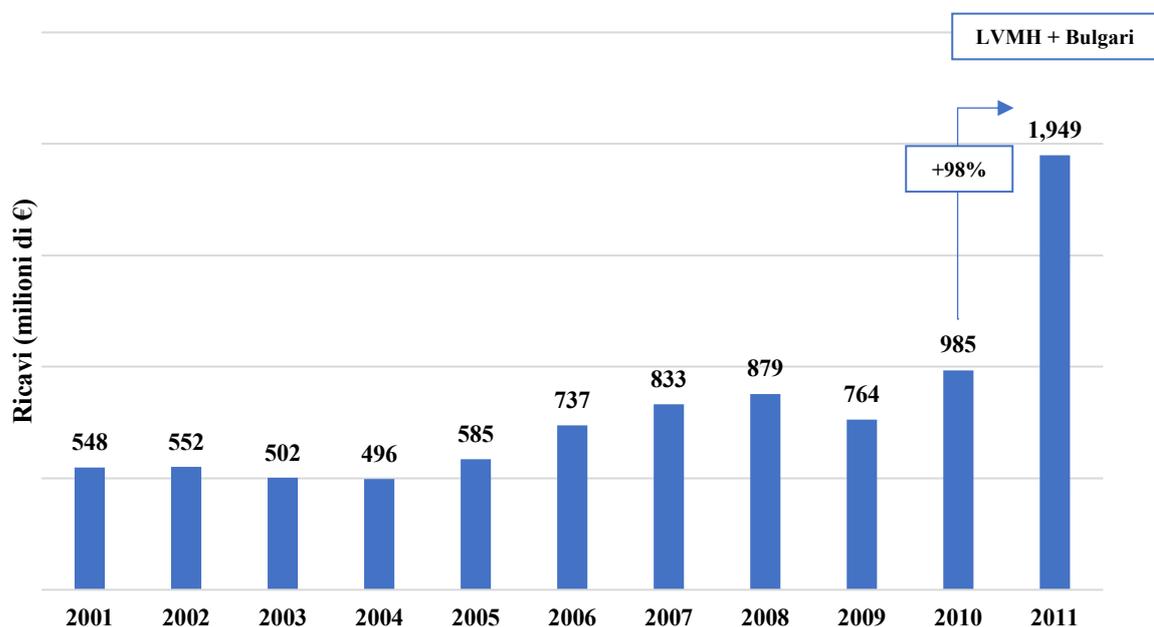
In poco più di un decennio, a partire cioè dal 1999 fino al 2010 il gruppo francese ha nell'ordine realizzato le seguenti operazioni:

- 1999: Viene creata la divisione LVMH *Jewelry & Watches* attraverso la realizzazione di tre acquisizioni;

- 2001: *Joint-venture* con De Beers finalizzata al conseguimento di un posizionamento strategico nel segmento *retail* dei diamanti di alta gamma;
- 2008: Acquisizione di Hublot, *brand* universalmente riconosciuto per il suo modello iconico *Big Bang*;
- 2010: Viene realizzata la combinazione aziendale con Bulgari, che ha permesso a LVMH di espandere sostanzialmente la dimensione delle attività all'interno del segmento *Jewelry & Watches*.

Attraverso la Figura 9 è possibile apprezzare i riflessi dell'evoluzione dei ricavi della divisione nel corso del periodo analizzato. In particolare, dopo un decennio di sostanziale crescita, seppure denotata dalla volatilità relativa alla crisi in corso nel 2009, i dati relativi al 2011 dimostrano in maniera chiara come l'acquisizione di Bulgari, abbia un carattere trasformativo per la divisione *Jewelry & Watches* di LVMH, apportando un immediato incremento del +98% a livello di ricavi (da 985 milioni di € a 1.949 milioni di €).

Figura 9 – Evoluzione delle vendite nella divisione *Jewelry & Watches* LVMH (2001-2011)⁷¹

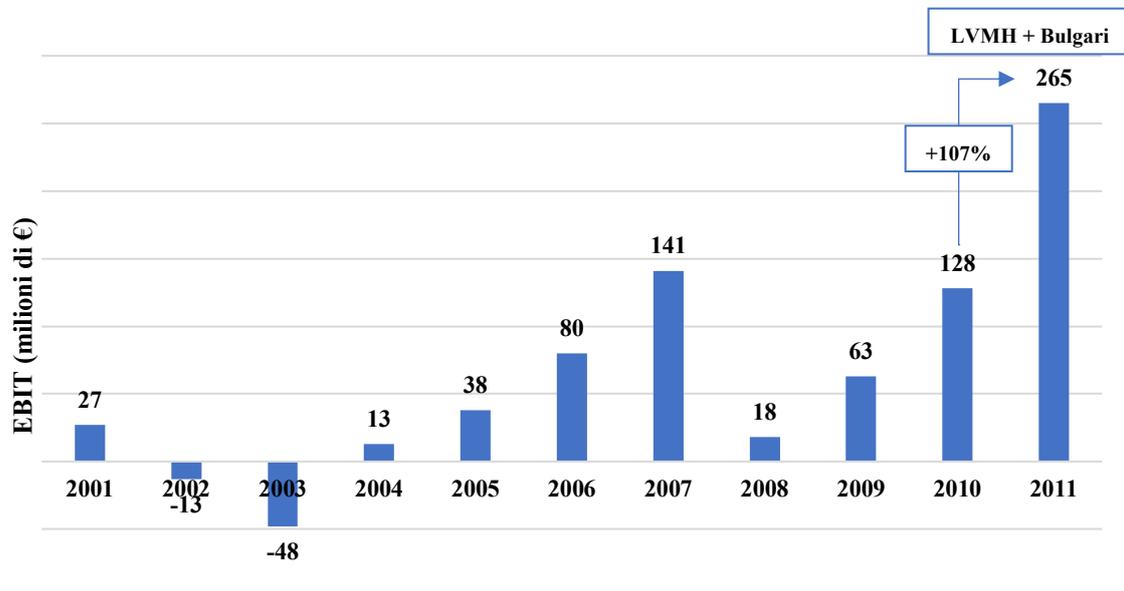


Dal punto di vista dei risultati operativi, si denota un simile *trend* rispetto a quanto visto per i ricavi. A seguito dell'acquisizione di Bulgari, infatti, i profitti *Jewelry & Watches* derivanti dalle operazioni correnti hanno visto nel 2011 un incremento da 128 milioni di € a 265

⁷¹ Fonte: Relazioni Finanziarie LVMH.

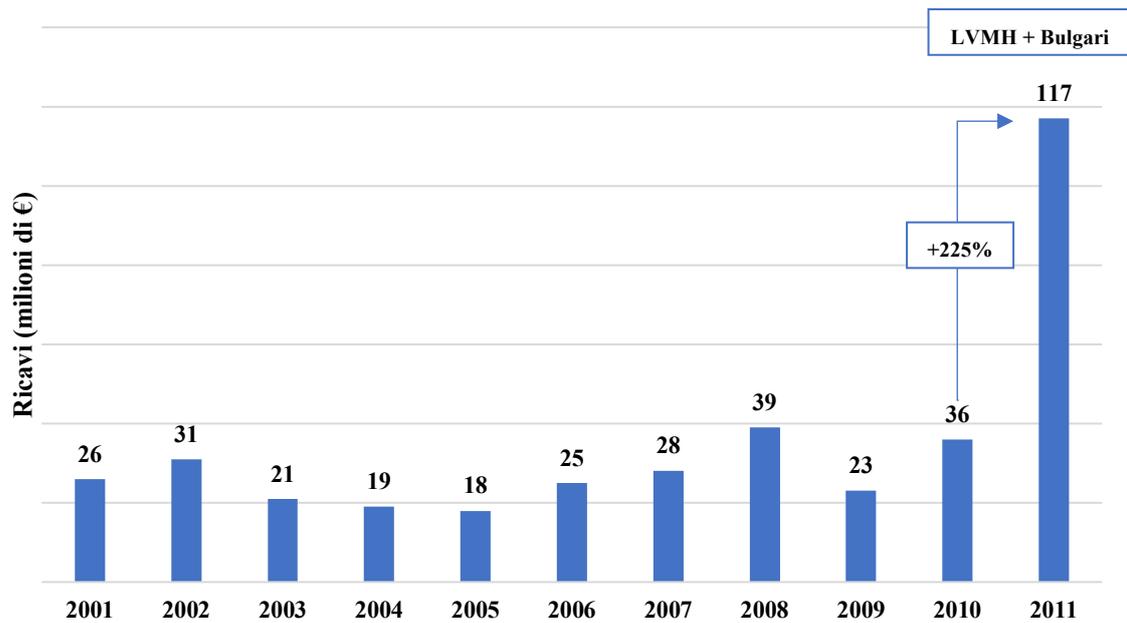
milioni di €, pari al +107%, un avanzamento superiore quindi rispetto ai ricavi, a testimonianza della forte capacità di generazione di valore di Bulgari (Figura 10).

Figura 10 – Evoluzione EBIT Jewelry & Watches LVMH (2001-2011)



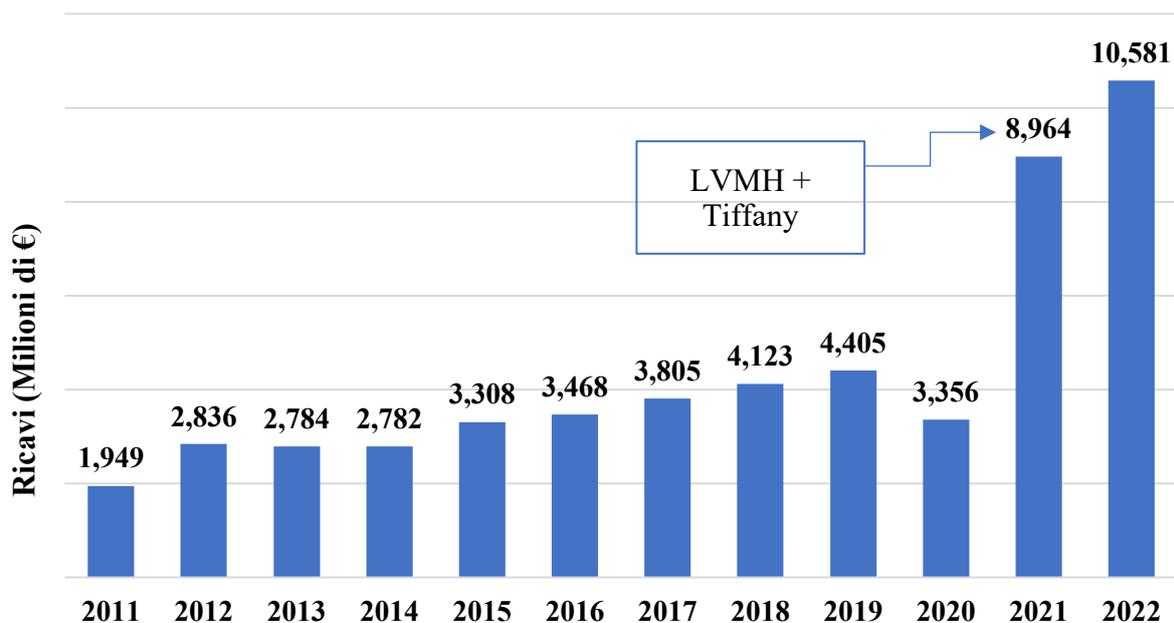
Infine, si osserva l'andamento degli investimenti operativi (Figura 11), un *driver* fondamentale nella comprensione della capacità di crescita aziendale. Con riferimento a questo indicatore, emerge il maggior incremento, con una crescita del 225% tra 2010 e 2011. Nella fattispecie, dopo un decennio di sostanziale stabilità, grazie all'acquisizione di Bulgari, il valore degli investimenti operativi è più che triplicato da 36 milioni di € a 117 milioni di €, mettendo così in evidenza le grandi opportunità di crescita portate dall'operazione per lo sviluppo della divisione *Jewelry & Watches*.

Figura 11 – Evoluzione Investimenti Operativi Jewelry & Watches LVMH (2001-2011)



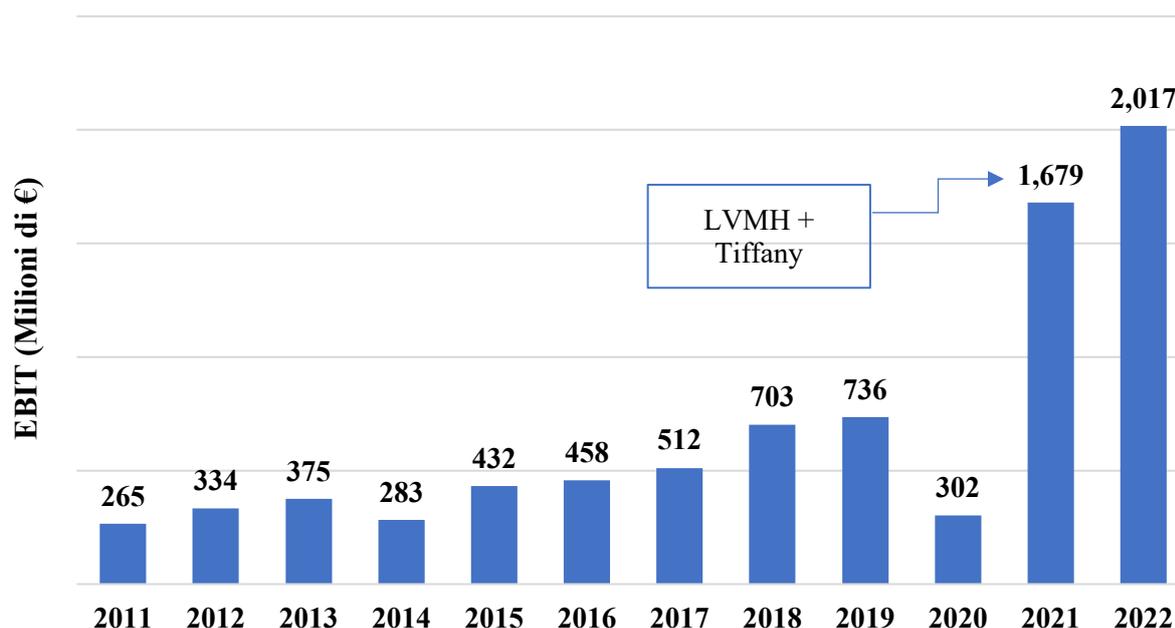
Spostando il *focus* dell'analisi sull'orizzonte temporale successivo all'operazione, è possibile notare dalla Figura 12 come in questi 11 anni, ad eccezione nel 2020 causa pandemia, il *trend* di crescita caratterizzante sia i ricavi che i risultati operativi della divisione Jewelry & Watches nel passato decennio, si sia mantenuta più che costante.

Figura 12 – Evoluzione ricavi divisione Jewelry & Watches LVMH (2011-2022)⁷²



⁷² Fonte: Relazioni Finanziare LVMH

Figura 13 – Evoluzione EBIT divisione Jewelry & Watches LVMH (2011-2022)⁷³



Per quello che concerne l'evoluzione dei ricavi, l'arco temporale che va dal 2001 al 2010 è stato caratterizzato da un *Annual Average Growth Rate* (AAGR) pari al 7,64%, mentre dal 2011 al 2022 tale valore è pari al 23,1%; una significativa differenza. Tra le ragioni che possono spiegare tale fenomeno va sicuramente evidenziata l'acquisizione di Tiffany & Co. Nel 2021 i ricavi della divisione *Jewelry & Watches* sono passati da 3,356 milioni di € a 8,964 milioni di €, evidenziando un *Annual Growth Rate* (AGR) pari al 167,1%.

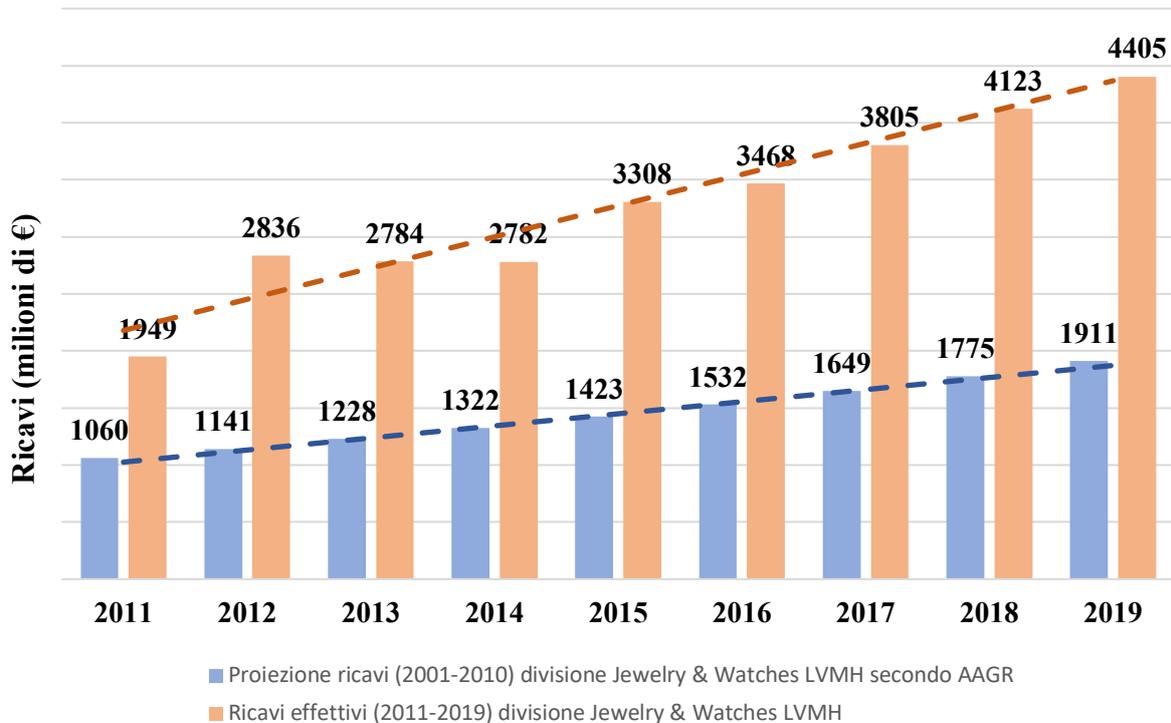
Per apprezzare al meglio gli effetti derivanti esclusivamente dall'ingresso di Bulgari nel gruppo LVMH è stata condotta la medesima analisi accorciando l'orizzonte temporale all'anno 2019, senza dunque aver preso in considerazione gli effetti generati dalla pandemia e dall'acquisizione di Tiffany & Co. Anche in questo caso l'*Annual Average Growth Rate* risulta essere superiore a quello 2002-2010; con un valore pari all'11,5%.

Nel tentativo di far apprezzare in maniera più profonda la differenza nei *trend* di crescita sopra descritta e l'impatto che l'acquisizione di Bulgari ha avuto su questi, viene fornita una comparazione tra l'effettivo trend 2011-2019 (in rosso) e una proiezione (in blu) del trend 2001-2010 (senza dunque considerare l'operazione) fino al 2019 secondo il rispettivo *Annual Average Growth Rate* (pari al 7,64%). Dalla Figura 14 si evince come il primo cresca in maniera più che proporzionale rispetto al secondo, fornendo un'importante attestazione

⁷³ Fonte: Relazioni Finanziarie LVMH

dell’impatto positivo che l’acquisizione di Bulgari, in termini di crescita dei ricavi, ha avuto sulla divisione *Jewelry & Watches LVMH*.

Figura 14 –Comparazione trend crescita ricavi divisione *Jewelry & Watches LVMH*



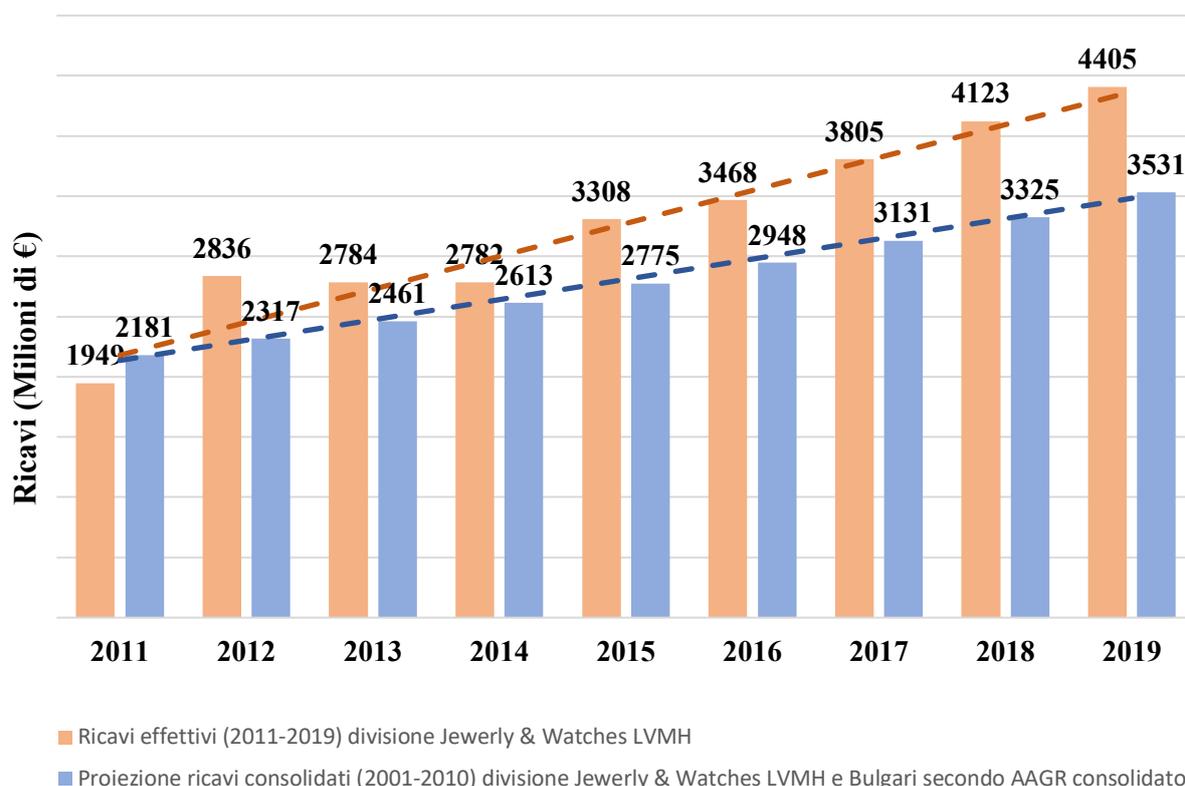
Le leve del successo alla base dell’operazione vanno ricercate innanzitutto nella condivisione di tutta una serie di valori comuni tra le due realtà, su tutti: le origini come realtà familiari, una cultura imprenditoriale condivisa e un forte spirito di innovazione e creatività che hanno reso i *brand* iconici nel corso del tempo. Un altro valore fondamentale riguarda la costante ricerca dell'eccellenza presente in tutti gli aspetti delle attività di LVMH e Bulgari e che si manifesta in termini di qualità del prodotto, specializzazione degli artigiani, canali di vendita e impegno in fatto di politiche sociali e ambientali.

In quanto all’integrazione delle attività, la priorità principale si è rivelata l’avvicinamento da parte di LVMH al mondo Bulgari al fine di comprenderne al meglio il patrimonio, i prodotti e il suo modo di operare, attraverso incontri diretti con gli uomini e le donne responsabili del suo successo. Come già discusso, le principali opportunità di crescita per Bulgari sono emerse principalmente in relazione allo sviluppo della sua rete di negozi e agli investimenti di *marketing*. Ciononostante, altri importanti benefici si sono verificati nella direzione opposta, con i *brand* della divisione *Jewelry & Watches* di LVMH che a loro volta hanno risentito

positivamente del contributo di Bulgari, grazie all'esperienza di quest'ultima nel segmento della gioielleria. Infatti, con la sostanziale espansione delle dimensioni del gruppo sono emerse ulteriori possibilità di sviluppo attraverso il perseguimento di progetti più ambiziosi, non realizzabili in precedenza.

Per apprezzare fino in fondo il valore delle sinergie sopra descritte e riuscire a cogliere la creazione di valore che queste hanno comportato in termini economici, è stata condotta un'ulteriore analisi comparativa. Anche in questo caso, vengono messi a confronto due trend riguardanti l'evoluzione dei ricavi tra il 2011 ed il 2019. Il primo (in rosso) si riferisce all'effettivo trend della divisione *Jewelry & Watches* LVMH; mentre il secondo (in blu), più articolato, è stato ricavato prima sommando i ricavi di Bulgari e LVMH tra il 2001 ed il 2010; poi proiettando tali grandezze consolidate (ma considerate sempre come entità separate) fino al 2019 secondo l'*Annual Average Growth Rate* consolidato (pari al 6.21%) misurato sempre tra il 2001 ed il 2010. Dalla figura 15 è possibile apprezzare chiaramente la differenza nell'evoluzione dei ricavi tra LVMH-Bulgari considerate come unità singola, produttrice di sinergie, e come, invece, due entità separate.

Figura 15 – Comparazione trend crescita ricavi LVMH + Bulgari vs LVMH e Bulgari



Dopo più di un decennio, è dunque possibile concludere come l'operazione abbia avuto un sostanziale successo per entrambe le parti, costituendo per LVMH una primaria opportunità di crescita, consolidando il posizionamento nel settore *Jewelry & Watches* e per Bulgari l'opzione di maggiore percorribilità per proseguire nel proprio percorso di crescita, mantenendo i suoi caratteri distintivi, ma avendo altresì accesso alle risorse manageriali e finanziarie di LVMH. Oggi Bulgari è insieme a Tiffany & Co. il punto di riferimento nella divisione *Jewelry & Watches* guidandone la crescita e il consolidamento della *leadership* all'interno del mercato del lusso.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha interessato la discussione delle dinamiche relative alle operazioni di M&A all'interno del settore del lusso, attraverso un'analisi svolta su diversi livelli.

Il Capitolo 1 ha trattato le disamina delle modalità di crescita aziendale, focalizzandosi con particolare attenzione sull'M&A. Tra le diverse opportunità di crescita esterna emerge come le operazioni di M&A costituiscano l'alternativa che richiede il maggiore grado di integrazione e di livello di *commitment* organizzativo, in quanto in molti casi possono rappresentare dei momenti trasformativi per le realtà coinvolte. Diverse sono le possibili tipologie attraverso cui le operazioni di M&A, ma a prescindere delle singole fattispecie, il processo che contraddistingue questi accordi segue di norma alcune attività che vanno dall'ingaggio preliminare tra acquirente e *target* fino alla finalizzazione dell'accordo (*closing*) e all'integrazione tra le due entità, passando chiaramente per la fase di negoziazione. Molteplici sono le ragioni che portano all'integrazione tra due aziende, su tutte: la ricerca di sinergie, la diversificazione del *business*, l'espansione geografica e il *re-focusing* strategico. Di contro, le sfide relative all'integrazione, alla gestione manageriale e alla valutazione della *target* rappresentano possibili ostacoli al successo del processo. Dal punto di vista accademico, un forte interesse è destinato all'analisi della creazione di valore all'interno di operazioni di M&A. Ad oggi diverse possibili dimensioni portano alla mancanza di una visione univoca circa la creazione di valore dell'M&A.

L'interazione tra M&A e settore del lusso è al centro del Capitolo 2. Dopo aver effettuato una panoramica dei *driver* che guidano il settore e che lo rendono così unico rispetto ad altri ambiti economici, la discussione ha interessato l'M&A all'interno del settore. Pur riconoscendo un interesse accademico ancora in via di sviluppo, gli studi condotti finora mettono in mostra un sostanziale allineamento circa le ragioni che portano al consolidamento nel settore, ovvero: espansione del portafoglio marchi del gruppo, accesso ai canali di finanziamento e integrazione verticale dei canali di vendita. Maggiore eterogeneità è invece presente circa le *performance* post-acquisizione, che analizzando periodo e mercati differenti, restituiscono diverse considerazioni in fatto di effettiva creazione di valore. L'osservazione dei recenti, infine, mette in risalto un sostanziale recupero del mercato rispetto alla fase di calo da Covid-19, un elemento che riafferma la resilienza del mercato e la crescita della domanda, seppure con diverse modalità tra i diversi segmenti del lusso.

Infine, all'interno del Capitolo 3 il lavoro ha approfondito le caratteristiche afferenti al segmento *Jewelry & Watches* attraverso la prospettiva dell'acquisizione di Bulgari da parte del gruppo LVMH. Nella fattispecie, la motivazione dell'operazione dal punto di vista di LVMH deriva principalmente dalla divisione *Jewelry & Watches*. A seguito della fusione, LVMH ha quindi rafforzato il suo posizionamento strategico in questo segmento, quasi duplicando i ricavi. L'operazione racchiude al suo interno, larga parte dei *trend* di mercato che hanno caratterizzato il settore nell'ultimo decennio, e cioè: il consolidamento dei *brand* all'interno dei maggiori gruppi, la crescita internazionale e l'attenzione rivolta ai *brand* che rivestono un ruolo centrale nell'attrarre la domanda. Sotto diverse prospettive (economico-finanziaria, strategica e manageriale) la combinazione tra LVMH e Bulgari può considerarsi come un'operazione di successo, dalla quale a distanza di più di dieci anni, si evince una corretta determinazione del potenziale di crescita oltre che un'attenta integrazione post-acquisizione.

In sintesi, il lavoro permette di analizzare in maniera organica l'attuale contesto dell'M&A nel settore del lusso, comprendendone motivazioni, dinamiche e risultati. Come in altri settori produttivi, la scelta dell'M&A modifica la struttura del mercato, ridefinendone talvolta i confini e introducendo nuovi paradigmi competitivi. In tal senso, il caso del lusso fornisce un immediato ambito di raffronto per analizzare. L'accordo LVMH-Bulgari è un chiaro esempio che indica quanto sia importante per un'azienda di lusso a conduzione familiare entrare in un gruppo del lusso. Tali acquisizioni supportano il miglioramento interno del marchio, lo sviluppo logistico, migliori competenze nell'esperienza di vendita al dettaglio e ulteriori tecnologie e sinergie, pur mantenendo il carisma unico e irriplicabile che risiede nei valori intangibili nel *brand* di un'azienda.

BIBLIOGRAFIA

- Alexandridis, G., Antypas, N., Travlos, N. (2017). Value creation from M&As: New evidence. *Journal of Corporate Finance*, 45, 632-650.
- Bain (2021). *From Surging Recovery to Elegant Advance: The Evolving Future of Luxury*. Report pubblicato il 20 dicembre 2021.
- Bain (2022). Global personal luxury good smarket reaches €288 billion invalue in 2021 and experienced are markable performance in the first quarter 2022. *Comunicato Stampa*, 21 giugno 2022.
- Bain, Altagamma (2021). *Luxury Goods Worldwide Market Study Fall 2021 – 20th Edition*, report pubblicato il 11 novembre 2021.
- Bjorkman, I. (2002). Aura: aesthetic business creativity. *Consumption, Markets and Culture*, 5(1), 69–78.
- Bonin, H. (2012). Reassessment of the business history of the French luxury sector. The emergence of a new business model and a renewed corporate image (from the 1970s). In H. Bonin, A. K. Kozminski, & C. Manera (Eds.), *European business and brand building* (pp. 113–135). Brussels: PIE Peter Lang.
- Bulgari (2010). *Relazione Finanziaria Annuale*.
- Cabigiosu, A. (2020). An Overview of the Luxury Fashion Industry. In “Digitalization in the Luxury Fashion Industry”, *Palgrave Advances in Luxury*.
- Campa, J. M., Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European financial management*, 10(1), 47-81.
- Cappellari, R. (2016). *Marketing della moda e dei prodotti lifestyle*, Carocci.
- Craciun, L., Barbu C. M. (2014). The Brand as Strategic Asset of the Organization. *Review of International Comparative Management/Revista de Management Comparat International* 15(1).
- de Mauregnault, B. (2020). *Mergers and Acquisitions in the Luxury Goods Industry: Gains for the Acquiring Shareholders*.
- Deloitte (2022). *Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022*.
- DePamphilis D. (2013). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Academic Press.
- Dereumaux, R.-M. (2007). Le Luxe et l’image de marque. *Market Management* 7(1), 70–78.

- Donzé, P. Y., Fujioka, R. (2018). *Global Luxury: Organizational Change and Emerging Markets since the 1970s*. Palgrave Macmillan.
- Donzé, P. Y., Wubs, B. (2019). Storytelling and the making of a global luxury fashion brand: Christian Dior. *International Journal of Fashion Studies*, 6(1), 83-102.
- Dubois, B., Czellar, S. (2002). Prestige brands or luxury brands? An exploratory inquiry on consumer perceptions. *Marketing in a Changing World: Scope, Opportunities and Challenges: Proceedings of the 31st EMAC Conference, University of Minho, Portugal, 28–31 May*.
- Forbes (2022). Bernard Arnault & family. Articolo pubblicato a dicembre 2022.
- Franceschi L. F., Comi L., (2015), *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*.
- Fructman Marketing (2022). *State of Jewelry Retail Setting Expectations and Plan-of-Action for the Second Half of 2022*.
- Gaughan, P. A. (2018). *Mergers, Acquisitions, & Corporate Restructurings, Seventh Edition*. John Wiley & Sons, Inc. Hoboken, New York.
- Giacosa (2012). *Mergers and Acquisitions (M&As) in the Luxury Business*, IRIS Torino.
- Goergen, M., Renneboog, L. (2003). Value creation in large European mergers and acquisitions. *Advances in mergers and acquisitions*, 2, 97-146.
- Haspeslagh, P. Jemison, D.B. (1991), *Managing acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: The Free Press.
- Huyghebaert, N., Luypaert, M. (2013). Value creation and division of gains in horizontal acquisitions in Europe: the role of industry conditions. *Applied Economics*, 45(14), 1819-1833.
- Iannotta, G. (2010). *Investment Banking: A Guide to Underwriting and Advisory Services*. Springer, Milano.
- Ibrahimi, M., Amine, M., Taghzouti, A. (2021). Determinants of value creation through mergers and acquisitions in the MENA region. *International Journal of Business Performance Management*, 22(2-3), 273-290.
- Ibrahimi, M., Meghouar, H. (2019). Sources of value creation and destruction in horizontal mergers and acquisitions. *Managerial Finance*.
- Ijaouane, V., Kapferer, J. N. (2012). Developing Luxury Brands Within Luxury Groups – Synergies Without Dilution?. *Marketing Review St. Gallen*, 1, 24-29.
- Interbrand (2014). *Best Global Brands 2014*.

Kapferer J.N., Tabatoni, O. (2012). The LVMH-Bulgari agreement: Changes in the luxury market that lead family companies to sell up. *Journal of Brand Strategy*, 1(4), 389-402.

Kapferer, J.-N., Bastien, V. (2009). The specificity of luxury management: Turning marketing upside down. *The Journal of Brand Management* 16(5-6), 311–322.

Konigs, A., Schiereck, D. (2006). Wealth Creation by M&A Activities in the Luxury Goods Industry. European Business School, Working Paper n. 7-2006.

Konigs, A., Schiereck, D. (2008). Combined in Luxury: M&A Announcement Effects and Capital Market Integration in Europe. *ICFAI Journal of Mergers & Acquisitions*, 5(1), 30-56.

Lane, V., Jacobson, R. (1995). Stock Market Reactions to Brand Extension Announcements: The Effects of Brand Attitude and Familiarity. *Journal of Marketing*, 59(1), 63–77.

Lu, G. (2002). Mergers and Acquisitions Strategies in the Globalization of Luxury – Taking LVMH Group as a Case Study. *Scientific and Social Research*, 4(3), 149-152.

LVMH (2001-2022). *Relazioni Finanziarie Annuali*.

LVMH (2011). The Bulgari family joins forces with LVMH and transfers its majority shareholding in Bulgari S.p.A. Comunicato stampa pubblicato il 7 marzo 2011.

LVMH (2022). *Relazione Finanziaria Semestrale*.

Marks, K. H., Howard, J. A. (2015). Optimizing Private Middle-Market Companies for M&A and Growth. In *Advances in Mergers and Acquisitions* (67-82). Emerald Group Publishing Limited.

McKinsey & Company (2022). *The State of Fashion 2022*.

McKinsey&Company (2014). *A multifaceted future: The jewelry industry in 2020*. Report pubblicato a febbraio 2014.

McKinsey&Company (2021). *State of Fashion: Watches and Jewellery*. Report pubblicato il 14 gennaio 2021.

Meinshausen, S., Schiereck, D. (2011). Dressed to merge — small fits fine: M&A success in the fashion and accessories industry. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 283-291.

Meinshausen, S., Schiereck, D. (2011). Dressed to merge—small fits fine: M&A success in the fashion and accessories industry. *International review of financial analysis*, 20(5), 283-291.

Mentzer, J. T., et al. (2001), Defining supply chain management. *Journal of Business logistics*, 22(2) 1–25.

Pinault F.H. (2014). Kering's CEO on Finding the Elusive Formula for Growing Acquired Brands, in *Harvard Business Review*, March, 43–5.

Quacquarelli, B. (2017). Integrazione di fusioni e acquisizioni nel settore della moda e del lusso. In Rigaurd-Lacresse, E., Pini F., M., *New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*, Palgrave Advances in Luxury.

Ramaswamy, K. (2003). Louis Vuitton Moët Hennessy: In search of synergies in the global luxury industry, *Harvard Business Review*, 2003.

Rana, A., Singh, R. K., Chauhan, H. (2020). Jewellery Market: Latest Marketing Trends. *Unlocking Management Research A Road Map to Future Business*, 249-258.

Ranft A. L., Lord M. D. (2002). Acquiring new technology and capabilities: a grounded model of acquisition implementation, *Organization Science*, 13(4).

Reddy M., Terblanche N., (2005). How not to extend your luxury brand. *Harvard Business Review*, May.

Reuters (2011). LVMH to take over Bulgari in 3.7 billion-euro deal. Articolo pubblicato il 7 marzo 2011.

Reuters (2021). Factbox: LVMH's jewellery and watches business. Articolo pubblicato il 7 gennaio 2021.

Rigaurd-Lacresse, E., Pini F., M. (2017). *New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*, Palgrave Advances in Luxury.

Salvi, A., Petruzzella, F., Giakoumelou, A. (2018). Green M&A deals and bidders' value creation: the role of sustainability in post-acquisition performance. *International Business Research*, 11(7), 96-105.

Savović, S. (2012). The importance of post-acquisition integration for value creation and success of mergers and acquisitions. *Ekonomski horizonti*, 14(3), 193-205.

Silverstein, M. J., Fiske, N. (2003). *Luxury for the Masses*. *Harvard Business Review*, April 2003.

Srai, J. S., Bertoneclj, A., Fleet, D., Gregory, M. (2010). An operations process framework for international M&A value creation. *European journal of international management*, 4(1-2), 3-29.

Varvana, N., Golovina, O., Volosatova, K., Yarusova, K. (2022). Drivers' estimation of the luxury companies. *Decision*, 49(1), 105-128.

Wetlaufer, S. (2001). The perfect paradox of star brands: an interview with Bernard Arnault of LVMH. *Harvard Business Review*, 79(9), 117–23.

Wiedmann, K.-P., Hennigs, N., Siebels, A. (2007). Measuring consumers' luxury value perception: a cross-cultural framework. *Academy of Marketing Science Review* 7(7), 333–361.

Wu, X., Yang, X., Yang, H., Lei, H. (2016). Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Firms: value creation or value destruction?. *Journal of Contemporary China*, 25(97), 130-145.

Zollo, M., Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.

RIASSUNTO

Le opportunità derivanti dalle operazioni di M&A risultano di grande importanza all'interno del lusso, ridefinendo in continuazione i modelli operativi e il raggio d'azione dei maggiori gruppi attivi nel settore. È possibile affermare che l'M&A costituisca per certi versi l'elemento distintivo delle principali *maison*, che oggi si configurano come vere e proprie conglomerate focalizzate prevalentemente alla gestione dei *brand* in portafoglio. La peculiarità e la non replicabilità delle risorse alla base del successo competitivo in questo settore rappresentano le principali ragioni che portano all'M&A nel lusso quale indispensabile viatico per la crescita.

Guardando alle possibilità di crescita per un'azienda, le scelte a disposizione si configurano sostanzialmente all'interno di due categorie strategiche, ovvero: alternative di crescita interna ed esterna. Con riferimento a queste ultime, si evidenziano le possibilità relative ad alleanze strategiche, *joint ventures* e per l'appunto, M&A. Queste opzioni richiedono all'azienda di interagire con altre entità attive nell'ambiente esterno, giungendo alla realizzazione di accordi contrattuali che definiscono i termini attraverso cui lo sviluppo verrà attuato. Le possibilità di crescita esterna richiedono un crescente livello di *commitment* aziendale (espresso in termini di controllo, integrazioni e costi necessari per tornare indietro) necessario al fine di rendere possibile ciascuna alternativa, che risulta maggiore nel caso dell'M&A. Le operazioni relative all'M&A costituiscono infatti le alternative di crescita esterna dal carattere di maggiore formalità, in quanto interessano la ridefinizione stessa del raggio di operatività di un'azienda conferendovi nuovi *asset*, oppure il capitale di una nuova azienda. Questo elemento esprime pertanto il passaggio di proprietà tra due entità, che rende per certi versi non reversibile il processo e che richiede un notevole impegno in termini di pianificazione, coordinamento e integrazione in capo all'acquirente. Rispetto quindi alle opzioni relative alle alleanze strategiche e alle *joint venture*, l'alternativa dell'M&A richiede il sottende al maggior livello di impegno organizzativo e in termini di costi qualora si decidesse di tornare indietro.

La realizzazione di operazioni M&A varia spesso a seconda di una serie di fattori, tra cui la natura degli attori coinvolti o delle caratteristiche della stessa operazione. Sebbene quindi non sia possibile identificare un processo M&A universale, dall'osservazione pratica si riescono a definire alcune macro-fasi fondamentali che risultano piuttosto ricorrenti e che sono: Ricerca, *Screening*, Contatto Preliminare, Negoziazione, Sviluppo del Piano di Integrazione, *Closing*, e Integrazione *Post-Closing*.

Dal punto di vista delle motivazioni che portano alla scelta dell'M&A, diversi possono essere i *driver* in considerazione. Queste operazioni costituiscono in molti casi momenti trasformativi per le realtà coinvolte e richiedono pertanto un'approfondita valutazione dei possibili benefici, alla luce dei rischi e dei possibili aspetti negativi che possono manifestarsi nell'esecuzione del *deal*. Le principali motivazioni alla base dell'M&A possono sintetizzarsi in:

- Sinergie. Le due categorie fondamentali di sinergie sono riconducibili alle sinergie operative e finanziarie. Le sinergie operative consistono nel conseguimento dei benefici derivanti dalle economie di scala, economie di scopo e acquisizione di risorse e competenze tecniche complementari, che possono essere fattori importanti per la creazione di ricchezza per gli azionisti. Le sinergie finanziarie possono verificarsi se le imprese oggetto dell'operazione hanno flussi di cassa relativamente non correlati, realizzano risparmi derivanti da minori costi di emissione e transazione dei titoli oppure ottengono una migliore corrispondenza tra i fondi generati internamente e le opportunità di investimento.
- Diversificazione: Con diversificazione, si intende perseguire operazioni di sviluppo aziendale che hanno come scopo l'estensione del *business* di un'azienda al di là del suo attuale ambito di operatività. Tra i principali benefici della diversificazione rientrano le già discusse sinergie finanziarie che impattano positivamente il costo del capitale, oppure la possibilità per un'azienda di spostare le proprie linee di produzione principali verso quei mercati che hanno prospettive di crescita più elevate.
- *Strategic Realignment*: Le aziende possono perseguire le operazioni di M&A per apportare adeguamenti rispetto ai mutamenti nel loro ambiente esterno, come ad esempio i cambiamenti normativi oppure l'innovazione tecnologica.
- Teorie Manageriali (Problema dell'Agenzia): I *manager* possono ad esempio effettuare operazioni di M&A per aumentare il loro prestigio, realizzare una maggiore sfera di influenza, aumentare il proprio compenso, oppure più semplicemente per mantenere il proprio ruolo.
- Considerazioni Fiscali: Gli aspetti fiscali influenzano spesso il processo decisionale delle imprese. Gli acquirenti di imprese che detengono perdite accumulate e crediti d'imposta possono utilizzarli per compensare gli utili futuri generati dalle imprese combinate.

Di contro, le operazioni di M&A pongono importanti sfide in capo alle organizzazioni coinvolte (in particolare l'acquirente) dovute soprattutto alle incertezze relative all'intero processo e alla complessità dell'integrazione. Tra gli aspetti di maggiore criticità possono menzionarsi:

- **Integrazione:** Il processo di integrazione si riferisce alle attività che si avviano immediatamente a seguito della chiusura dell'accordo, quando cioè l'entità combinata inizia ad operare come un'unica società. Tuttavia, in molti casi il processo di integrazione è avviato già prima della chiusura dell'accordo. Poiché l'integrazione è un processo complesso, le difficoltà di integrazione possono materializzarsi a diversi livelli.
- **Sfide manageriali:** Le difficoltà di natura manageriale si riferiscono alle sfide che i *manager* affrontano quando affrontano un'operazione di M&A. Queste difficoltà includono i motivi manageriali per la fusione, il tempo richiesto dalla fusione e le differenze di cultura aziendale. Se la finalità dell'acquisizione non è coerente con la ricerca della crescita, ma al contrario risponde ai soli interessi del *management*, gli azionisti non trarranno beneficio dall'acquisizione.
- **La valutazione della *target*:** Definire il prezzo corretto per la *target* costituisce un'ulteriore sfida primaria all'interno di un'acquisizione. Solitamente, il prezzo pagato per un'acquisizione è superiore al valore intrinseco del *target*, includendo così un premio riconosciuto agli azionisti della *target* per conseguire il controllo. Il premio pagato corrisponde in genere alle sinergie previste, che risultano di difficile stima al momento dell'operazione. Tra le principali metodologie di valutazione il *Discounted Cash Flow* o la metodologia dei multipli sono due esempi di metodi di valutazione ampiamente utilizzati. Il primo è un "metodo indiretto", poiché nella valutazione del capitale economico si serve di grandezze indirette (reddito, flussi finanziari, patrimonio) ricavabili dall'azienda oggetto di valutazione; il secondo, invece, è un metodo "diretto", in quanto fonda la valutazione dell'impresa su parametri e indicatori, i cosiddetti "multipli", direttamente deducibili dalla comparazione con società simili sul mercato.
- **Le incertezze relative alla realizzazione delle sinergie:** Il conseguimento delle sinergie attese è un'altra sfida affrontata quando si affronta un'operazione di M&A. Il raggiungimento delle sinergie attese post-*deal* è essenziale in quanto le sinergie costituiscono spesso la principale ragione alla base di una combinazione aziendale.

Come discusso, le sinergie sono l'elemento che aggiunge valore alla società combinata che fa sì che quest'ultima valga con un valore economico superiore alle due singole entità. Pertanto, è importante avere chiare le sfide per quanto riguarda la realizzazione delle sinergie attese già in fase di definizione dell'accordo.

Dall'analisi della letteratura esistente, è possibile avanzare alcune considerazioni a proposito della creazione di valore post-M&A. In primo luogo, emerge come diverse siano le dimensioni analizzate e quindi le metriche necessarie nell'identificazione delle *performance* di queste operazioni. Queste misure spaziano da misure di natura finanziaria a indicatori di mercato, passando per misure operative e organizzative. Ne consegue come nel corso dei decenni, l'interesse verso la tematica si sia sviluppato in diverse aree, dimostrando una crescente attenzione verso le molteplici dimensioni capaci di catturare valore all'interno dei processi M&A. Un'ulteriore considerazione riguarda poi l'analisi dei risultati in sé. È infatti evidente come ad oggi non vi sia una comune visione sulla *performance* dell'M&A e questo è dimostrato dalla relativa disomogeneità delle evidenze empiriche riscontrate in letteratura e dal continuo dibattito che interessa il campo. In sintesi, appare chiaro come una posizione definitiva in merito alla creazione di valore nelle operazioni di M&A ad oggi non risulti possibile, semmai tale analisi può essere condotta in termini di singole dimensioni che caratterizzano queste transazioni.

A livello globale, il settore del lusso comprende aziende che producono e commercializzano beni che spaziano da automobili e *yacht* a vini e liquori passando per le più convenzionali categorie di abbigliamento, accessori, orologi, arredamento e oggetti d'arte. A questi si aggiunge il comparto dei servizi che include i segmenti dell'ospitalità di lusso e delle spa. La più recente frontiera abbraccia poi gli ultimi avanzamenti in ambito digitale, con lo sviluppo di *luxury* NFT (*Non Fungible Tokens*). In termini numerici, si stima che il settore del lusso si attesti nel 2021 su un valore complessivo superiore ad 1 trilione di euro, in ripresa dopo il 2020 e destinato a crescere a ritmi sostenuti nei prossimi anni. Questo *trend* riflette una profonda trasformazione avvenuta all'intero del settore. Se in fatti fino a qualche decennio fa, le aziende monomarca a conduzione familiare rappresentavano oltre il 50 % delle vendite di beni di lusso personali, oggi il settore è in gran parte dominato da grandi gruppi internazionali *multibrand* e quotati sui mercati. Il lustro che circonda il settore del lusso continua tutt'oggi ad attrarre nuove aziende capaci di apportare *business model* innovativi e investitori grazie al potenziale di alta marginalità. Al contempo vanno altresì considerate le sfide presenti, su tutte

le pressioni relative al contesto macroeconomico, la necessità di una maggiore vocazione alla sostenibilità e il continuo adattamento alle esigenze di una società in costante mutazione. È per questo necessario sviluppare approcci di manageriali specifici per le aziende di lusso in dipartimenti diversi dal *marketing*. Il successo nel mercato del lusso è quindi legato principalmente a:

- Eccellenza;
- Elevazione del *Brand*; e
- Desiderabilità.

Il concetto di lusso è inoltre soggetto ad un continuo processo evolutivo e alla definizione di nuovi modelli, tra cui rientrano i cosiddetti *Accessible Superpremium*, *Legacy-Luxury Brand Extensions* e *Mass Prestige o Masstige*. La creazione di valore per una realtà del lusso avviene su due livelli: il primo riguarda il processo specifico di creazione del valore in termini di catena del valore (o *supply chain*) mentre il secondo afferisce allo sviluppo del marchio.

Al fine di comprendere l'attuale successo delle realtà internazionali del lusso europee è necessario comprendere le dinamiche che hanno caratterizzato il settore tra il 1970 e il 1990. Le principali tendenze di questi decenni possono essere identificate con i cambiamenti organizzativi all'interno delle aziende, l'attenzione per i mercati emergenti e l'adozione di nuove strategie di *marketing*. Durante la fine degli anni 1980 e 1990, le aziende di lusso come LVMH sono diventate realtà multinazionali attraverso l'M&A e hanno stabilito i propri canali di vendita in tutto il mondo. In molti casi, unitamente alla crescita attraverso acquisizioni, le aziende del lusso in questo periodo si sono affacciate per la prima volta in maniera sostanziale sui mercati finanziari attraverso le IPO (*Initial Public Offering*). Spesso questa scelta è stata effettuata in concomitanza o in preparazione all'acquisizione di altre società e dall'espansione della rete *retail*. La finanza diviene così una risorsa chiave oltre che un importante vantaggio competitivo per i conglomerati del lusso. Nel corso degli ultimi decenni questa attività è rimasta sostenuta sottolineando come alcune caratteristiche specifiche dell'industria del lusso siano di per sé condizioni abilitanti all'attività di M&A.

Guardando al presente, il settore del lusso ha dimostrato di essere un terreno fertile per le attività di M&A principalmente per via della rapida ripresa della maggior parte dei settori a seguito dalla diffusione della pandemia da Covid-19. Nel 2021, il numero di operazioni di M&A è salito a 284, registrando un leggero aumento di 7 transazioni rispetto all'anno precedente. Le acquisizioni aventi a oggetto il settore dei beni di lusso personali sono

aumentate (+22 transazioni rispetto al 2020) con il segmento *Apparel & Accessories* (30,1% del totale) che mostra la crescita più elevata (+23 transazioni). Tra le operazioni di M&A concluse, il maggior numero di acquirenti riguarda la categoria degli investitori finanziari (58%), in crescita rispetto al 2020, mentre gli investitori strategici hanno rappresentato il 42% degli offerenti totali, in diminuzione rispetto all'anno precedente. Inoltre, il 46% delle transazioni ha coinvolto venditori finanziari (contro il 38% nel 2020). Questi dati confermano i *trend* in atto negli ultimi anni, in cui gli acquirenti strategici stanno lasciando il posto a realtà finanziarie quali *private equity* e fondi sovrani, attori sempre più presenti nel settore della moda e del lusso. La struttura odierna del mercato vede quindi una coesione tra operazioni di M&A condotte dai grandi gruppi internazionali del lusso interessati all'espansione del portafoglio di *brand* e *private equity* e fondi sovrani il cui obiettivo si materializza in termini di rendimenti finanziari.

Con riferimento alle motivazioni alla base delle operazioni M&A nel lusso, tra le ragioni principali è possibile individuare:

- Espansione del portafoglio marchi del gruppo;
- Perseguire investimenti di natura finanziaria; e
- Integrazione verticale dei canali di vendita.

L'obiettivo strategico dell'M&A in questo settore è un'estensione del mix di *brand*-prodotto-mercato, *target* che vengono scelti per la creatività legata alla *brand identity*. Il compromesso tra livello di integrazione e potenziale sinergico si sintetizza con i seguenti approcci:

- Assorbimento;
- Conservazione; e
- Simbiosi.

In linea con la più generale discussione afferente alle dinamiche di creazione di valore in seguito alle operazioni di M&A, anche il settore del lusso osserva una sostanziale molteplicità di metriche adoperate nella valutazione dell'effetto di tali operazioni. Ciononostante, i contributi analizzati rivelano evidenze circa una trasversale creazione di valore successiva alle operazioni di M&A nel settore del lusso, supportando come la risposta dei mercati azionari agli annunci di M&A tenda ad essere positiva seppure con alcune eccezioni a seconda dei casi.

La storia di LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy), così come è oggi conosciuto, può essere tracciata a partire dagli anni Ottanta e la crescita attraverso acquisizioni è stata sin dall'inizio

la caratteristica fondamentale nella strategia di espansione, che ha portato il gruppo ad essere il punto di riferimento indiscusso nel settore del lusso. Il nome stesso LVMH è infatti il risultato della fusione nel 1987 di due realtà a conduzione familiare, che necessitavano di maggiore liquidità per proseguire il proprio percorso di crescita ed espansione sui mercati globali, ovvero Luis Vuitton e Moët Hennessy. Da questo momento, una serie di marchi iconici si sono uniti al portafoglio LVMH al fine di proseguire un percorso di crescita. Tra questi rientrano Givenchy, Hermès e Gucci (abbigliamento), Guerlain (Profumeria), Bulgari e Tiffany (*Jewelry & Watches*) e Christian Dior (Haute Couture).

Con particolare attenzione all'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH, un focus è stato dedicato al settore della gioielleria. In tal senso, i principali sviluppi, in alcuni casi dal carattere *disruptive*, che definiscono oggi il settore della gioielleria sono:

- *La trazione del canale online.* Le vendite di alta gioielleria sono solitamente associate a servizi su misura, ambienti tranquilli e la presenza rassicurante di un esperto che possa consigliare la vendita. La sfida di replicare questi elementi nello spazio *online* ha probabilmente rallentato la crescita digitale della categoria. Questa situazione sta però mutando, con l'*online* destinato a rappresentare dal 18 al 21% del mercato entro il 2025.
- *Acquisto di marchi.* Per molti consumatori, la stessa parola gioiello è alle volte sinonimo di una scatola blu Tiffany o di una scatola rossa Cartier. In altri casi è possibile rievocare la campagna di *marketing* "A Diamond Is Forever" promossa da De Beers. Nonostante l'importanza di queste icone, i gioielli di marca rimangono una minoranza relativa del mercato, rappresentando solo il 30%-40% delle entrate. Guardando però al futuro, il segmento è visto in forte aumento al 2025, e anzi sarà il principale catalizzatore di crescita nel mercato.
- *Crescente attenzione alla sostenibilità.* Gli acquisti di alta gioielleria influenzati da considerazioni di sostenibilità costituiranno un importante *driver* di crescita. Entro il 2025, si stima che il 20-30% delle vendite globali nel settore della gioielleria sarà dettato da consumatori attenti alla sostenibilità. Tradizionalmente visto come un argomento di mitigazione del rischio, i *leader* del settore devono ora includere in maniera trasversale nelle proprie attività anche la sostenibilità al fine di conquistare la fiducia dei consumatori più giovani e ritagliarsi una posizione di *leadership* in un settore precedentemente più rigido e lento ad agire in tal senso.

I produttori di gioielli hanno avanzato nuove alternative, come ad esempio l'introduzione di nuove linee di prodotti a prezzi accessibili per attirare i consumatori più giovani o dalle minori disponibilità finanziarie, dando loro un punto di ingresso nel marchio. In alternativa, i *player* di alta fascia hanno consolidato il loro posizionamento all'interno del segmento premium del mercato, comunicando in maniera univoca il proprio messaggio attraverso in canali comunicativi, l'esperienza diretta di vendita e il servizio clienti.

Si analizza infine il caso studio LVMH-Bulgari. Al momento dell'annuncio dell'operazione, Bulgari ha un fatturato di 1.069 milioni di € e opera attraverso 41 società in 21 paesi. L'azienda è presente quattro principali linee di *business*: *Jewelry & Watches*, Profumeria e *Skincare*, Accessori e Hotel. Il *brand* le cui origini risalgono al Diciannovesimo secolo, nel corso del tempo ha conquistato le figure del *jet set* e Bulgari cresce rapidamente e si consolida come *brand* iconico della moda italiana. Negli anni Settanta l'azienda lancia nuove linee e conosce una significativa espansione internazionale. Con riferimento al segmento *Jewelry & Watches*, il primo orologio viene presentato sul mercato nel 1977 (di lì a poco sarebbe seguita la scelta strategica di concentrare l'intera catena del valore delle attività all'interno di un'unica divisione). Nel 1993, Bulgari espande notevolmente il suo portafoglio prodotti, con il lancio della linea di profumi di alta gamma. Nel 1995 la società diventa pubblica con la quotazione alla Borsa di Milano. La divisione *Jewelry & Watches* rappresenta 491,7 milioni di € in termini di ricavi nel 2010. Dal 2000, Bulgari persegue una strategia di "verticalizzazione" all'interno della divisione orologi: grazie, infatti, all'integrazione di diverse realtà svizzere specializzate nella produzione di componenti per orologi, Bulgari è riuscita a realizzare i propri orologi attraverso un controllo completo sull'intera catena del valore, un elemento che ha notevolmente migliorato la capacità di creazione di valore nel settore per l'azienda italiana.

Il 7 marzo 2011 viene annunciata l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH. Il gruppo francese acquista il 50,4% di Bulgari, emettendo 16,5 milioni di azioni in cambio di 152,5 milioni di azioni detenute dalla famiglia Bulgari. LVMH ha lanciato un'offerta di acquisto per il resto delle azioni Bulgari non ancora detenute a 12,25 € (17,14 \$) per azione. La combinazione tra LVMH e Bulgari costituisce ancora oggi, una delle più importanti operazioni all'interno del settore della gioielleria e del lusso, capace di ridefinire le dinamiche competitive. Risulta pertanto di grande interesse analizzare le considerazioni strategiche che hanno posto le basi all'operazione. In base all'accordo, la famiglia Bulgari è diventata il secondo maggiore azionista di LVMH.

Le affinità in essere tra la famiglia Bulgari e LVMH hanno costituito un fattore del tutto primario nella realizzazione di un'alleanza finalizzata allo sviluppo della filosofia condivisa di valorizzazione dell'eccezionale artigianalità, creatività e visione e impegno a lungo termine:

- Enfasi sulla creatività e l'innovazione;
- Coerenza qualitativa del prodotto;
- Cura dei dettagli, attenzione al servizio e alla soddisfazione del cliente; e
- Visione condivisa del controllo familiare e strategia a lungo termine.

Bulgari consente a LVMH, attraverso la qualità dei suoi prodotti, il talento e la grande esperienza del suo *management* e il forte posizionamento di mercato di diventare immediatamente la realtà *leader* nel segmento strategico *Jewelry & Watches*. D'altro lato, la ventennale esperienza e le risorse di LVMH permettono a Bulgari di accelerare la crescita, raggiungere il pieno potenziale di sviluppo e unirsi ad una vera e propria piattaforma globale del lusso, in grado di garantire il suo futuro a lungo termine nel rispetto dei valori alla base del successo di Bulgari sin dalle sue origini.

L'integrazione avviene anche a livello manageriale. Infatti, l'accordo prevede il collocamento del CEO di Bulgari Francesco Trapani a capo dell'intera area di LVMH. In tal senso, l'ampliamento delle attività della divisione *Jewelry & Watches* di LVMH ha beneficiato sotto la guida di Francesco Trapani di:

- Sviluppo e ottimizzazione del *retail* e distribuzione;
- Ottimizzazione dell'integrazione verticale;
- Miglioramento delle capacità di approvvigionamento; e
- Condivisione delle *best practice* in tutte le linee di prodotto.

L'unione tra LVMH e Bulgari riprende i *trend* in atto nel settore. L'accordo riflette i sostanziali cambiamenti che hanno avuto manifestazione all'interno dell'intero settore del lusso nel corso degli ultimi decenni: la trasformazione dei produttori di prodotti di lusso in creatori di esperienze a carattere eccezionale di vendita al dettaglio di *brand* di lusso. Inoltre, mentre le realtà del lusso espandono le proprie attività in paesi quali Brasile, Russia, India e, in particolare, Cina, le crescenti richieste di questi enormi nuovi mercati impongono forti pressioni finanziarie e manageriali sulle aziende a conduzione familiare. L'accordo LVMH-Bulgari permette così di comprendere sotto le prospettive del *marketing* e della gestione finanziaria e strategiche come e perché le aziende intrinsecamente votate ad un modello di

gestione e proprietà familiare hanno dovuto riconsiderare questa prospettiva e guardare invece all'integrazione con i gruppi del lusso come principale opportunità di crescita.

Nell'immediato seguito dell'annuncio, la risposta dei mercati finanziari ha visto un incremento delle azioni LVMH dell'1,2%, mentre più marcato è risultato l'avanzamento delle azioni di Bulgari, che hanno chiuso con un incremento del 7,5%. Tale risultato rispecchia le particolari circostanze di mercato, che vedono Bulgari quale *target* designata vista la fase di difficoltà temporanea attraversata a seguito della crisi finanziaria. Con riferimento alle evidenze economico-finanziarie, l'operazione evidenzia una crescita immediata del 98% in termini di ricavi per la divisione *Jewelry & Watches* che raggiunge i 1.949 milioni di €. Dal punto di vista dei risultati netti, si denota un simile *trend* con i profitti *Jewelry & Watches* derivanti dalle operazioni correnti che hanno visto nel 2011 un incremento da 128 milioni di € a 265 milioni di €, pari al +107%. Infine, gli investimenti operativi registrano una crescita del 225% da 36 milioni di € a 117 milioni di €. Spostando, invece, il focus dell'analisi, è stato analizzato come negli anni successivi all'operazione, ad eccezione nel 2020 causa pandemia, il trend di crescita caratterizzante sia i ricavi che i risultati operativi della divisione *Jewelry & Watches* nel passato decennio, si sia mantenuta più che costante. Per quello che concerne l'evoluzione dei ricavi, l'arco temporale che va dal 2001 al 2010 è stato caratterizzato da un Annual Average Growth Rate (AAGR) pari al 7.64%, mentre dal 2011 al 2022 tale valore è pari al 23,1%; una significativa differenza. Tra le ragioni che possono spiegare tale fenomeno va sicuramente evidenziata l'acquisizione di Tiffany & Co. Nel 2021 i ricavi della divisione *Jewelry & Watches* sono passati da 3,356 milioni di € a 8,964 milioni di €, evidenziando un Annual Growth Rate (AGR) pari al 167,1%. Per apprezzare al meglio gli effetti derivanti esclusivamente dall'ingresso di Bulgari nel gruppo LVMH è stata condotta la medesima analisi accorciando l'orizzonte temporale all'anno 2019, senza dunque aver preso in considerazione gli effetti generati dalla pandemia e dall'acquisizione di Tiffany & Co. Anche in questo caso l'Annual Average Growth Rate è risultato essere superiore a quello 2002-2010; con un valore pari all'11,5%.

Per riuscire, invece, a cogliere in termini economici il valore delle sinergie emergenti dall'operazione e, dunque, la creazione di valore che questa ha comportato, è stata condotta un'analisi comparativa. Sono stati messi a confronto due trend riguardanti l'evoluzione dei ricavi tra il 2011 ed il 2019. Il primo si riferisce all'effettivo trend della divisione *Jewelry & Watches* LVMH; mentre il secondo, più articolato, è stato ricavato prima sommando i ricavi di Bulgari e LVMH tra il 2001 ed il 2010; poi proiettando tali grandezze consolidate (ma

considerate sempre come entità separate) fino al 2019 secondo l'Annual Average Growth Rate consolidato (pari al 6.21%) misurato sempre tra il 2001 ed il 2010. Da tale analisi è emersa la differenza nell'evoluzione dei ricavi tra LVMH-Bulgari considerate come unità singola, produttrice di sinergie, e come, invece, due entità separate.

Le leve del successo alla base dell'operazione vanno ricercate innanzitutto nella condivisione di tutta una serie di valori comuni tra le due realtà, su tutti: le origini come realtà familiari, una cultura imprenditoriale condivisa e un forte spirito di innovazione e creatività che hanno reso i *brand* iconici nel corso del tempo. Un altro valore fondamentale riguarda la costante ricerca dell'eccellenza presente in tutti gli aspetti delle attività di LVMH e Bulgari e che si manifesta in termini di qualità del prodotto, specializzazione degli artigiani, canali di vendita e impegno in fatto di politiche sociali e ambientali.

In quanto all'integrazione delle attività, la priorità principale si è rivelata l'avvicinamento da parte di LVMH al mondo Bulgari al fine di comprenderne al meglio il patrimonio, i prodotti e il suo modo di operare, attraverso incontri diretti con gli uomini e le donne responsabili del suo successo. Come già discusso, le principali opportunità di crescita per Bulgari sono emerse principalmente in relazione allo sviluppo della sua rete di negozi e agli investimenti di *marketing*. Ciononostante, altri importanti benefici si sono verificati nella direzione opposta, con i *brand* della divisione *Jewelry & Watches* di LVMH che a loro volta hanno risentito positivamente del contributo di Bulgari, grazie all'esperienza di quest'ultima nel segmento della gioielleria. Infatti, con la sostanziale espansione delle dimensioni del gruppo sono emerse ulteriori possibilità di sviluppo attraverso il perseguimento di progetti più ambiziosi, non realizzabili in precedenza.

Le evidenze raccolte dopo più di un decennio dall'annuncio dell'operazione dimostrano il sostanziale successo per entrambe le parti, costituendo per LVMH una primaria opportunità di crescita, consolidando il posizionamento nel settore *Jewelry & Watches* e per Bulgari l'opzione di maggiore percorribilità per proseguire nel proprio percorso di crescita, mantenendo i suoi caratteri distintivi, ma avendo altresì accesso alle risorse manageriali e finanziarie di LVMH. Oggi Bulgari costituisce il punto di riferimento nella divisione *Jewelry & Watches* guidandone la crescita e il consolidamento della *leadership* all'interno del mercato del lusso.

In conclusione, il lavoro permette di analizzare in maniera organica l'attuale contesto dell'M&A nel settore del lusso, comprendendone motivazioni, dinamiche e risultati. Come in altri settori produttivi, la scelta dell'M&A modifica la struttura del mercato, ridefinendone

talvolta i confini e introducendo nuovi paradigmi competitivi. In tal senso, il caso del lusso fornisce un immediato ambito di raffronto per analizzare. L'accordo LVMH-Bulgari è un chiaro esempio che indica quanto sia importante per un'azienda di lusso a conduzione familiare entrare in un gruppo del lusso. Tali acquisizioni supportano il miglioramento interno del marchio, lo sviluppo logistico, migliori competenze nell'esperienza di vendita al dettaglio e ulteriori tecnologie e sinergie, pur mantenendo il carisma unico e non replicabile che risiede nei valori intangibili nel *brand* di un'azienda.