LUISS

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Management delle imprese internazionali

L'impatto delle M&A a scopo di internazionalizzazione sulla performance delle imprese del settore del lusso

RELATORE
Prof.
Antonio Majocchi

CORRELATORE
Prof.
Claudia Pongelli

CANDIDATO
Silvia Sauli
Matr. 719311

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

INDICE

Introduzione 6

Capitolo 1: 8

***Mergers & acquisition* e strategie di internazionalizzazione** 8

1.1 Definizione e inquadramento storico delle operazioni di M&A 8

1.2 Motivazioni alla base delle operazioni di M&A 10

1.3 Le determinanti della scelta tra investimento di tipo *greenfield* e M&A 14

1.4 L'impatto delle M&A sulla performance d'impresa 19

1.5 Le cause principali del fallimento delle M&A 24

Capitolo 2: 27

Il mercato del *fashion-luxury* 27

2.1 Il concetto di lusso e la sua evoluzione nel tempo 27

2.2 I driver dell'acquisto di un bene di lusso 29

2.3 Analisi del mercato del lusso 31

2.4 Globalizzazione e internazionalizzazione nel settore del lusso 38

2.5 L'emergere delle imprese conglomerate nel settore del lusso e il loro impatto nella struttura del settore del lusso 45

2.5.1 Louis Vuitton Moët Hennessy 48

2.5.2 Kering 50

2.5.3 Richemont 52

2.5.4 Particolarità comuni e differenze di LVMH, Kering e Richemont 54

Capitolo 3: 56

M&A nel settore del lusso 56

3.1 Trend storico delle operazioni di M&A avvenute nel settore del lusso 56

3.2 Distribuzione geografica delle imprese coinvolte in operazioni di M&A 58

3.3 Motivazioni alla base delle operazioni di M&A nel settore del lusso 63
3.4 L'impatto delle operazioni di M&A sulla performance delle imprese del settore del lusso 66
3.5 L'impatto dell'acquisizione di Bulgari, Ulysse Nardin e Net-a-Porter sulla performance dei rispettivi Gruppi 68
3.5.1 Bulgari 69
3.5.2 Ulysse Nardin 73
3.5.3 Net-a-Porter 77

Conclusioni **81**

Bibliografia **85**

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Le principali motivazioni di un'operazione di M&A 14
Tabella 2: Le determinanti della scelta tra investimento di tipo greenfield e M&A 18
Tabella 3: I Fattori che influenzano la performance post acquisizione 24
Tabella 4: Definizioni del concetto di lusso presenti in letteratura 28
Tabella 5: Le differenti modalità di espansione estera delle aziende di lusso. 44
Tabella 6: Business e brand di LVMH 49
Tabella 7: Business e brand di Kering 52
Tabella 8: Business e brand di Richemont 54
Tabella 9: Le principali motivazioni di un'operazione di M&A nel settore del lusso 66
Tabella 10: Ricavi in milioni divisi per business del gruppo 70
Tabella 11: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per aerea geografica 71
Tabella 12: ROE di LVMH nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro 72
Tabella 13: ROI di LVMH nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro 72
Tabella 14: ROS di LVMH nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro 73
Tabella 15: ROE di Kering nel 2013 e 2014, valori in milioni di euro 76
Tabella 16: ROI di Kering nel 2013 e 2014, valori in milioni di euro 76
Tabella 17: ROS di Kering nel 2013 e 2014, valori in miliardi di euro 77
Tabella 18: ROE di Richemont nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro 79
Tabella 19: ROI di Richemont nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro 80
Tabella 20: ROS di Richemont nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro 80

INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1: Percentuale di società quotate che hanno subito un takeover ostile 10
Grafico 2: Mercato Globale del Lusso nel 2019 con valore in miliardi di euro. 32
Grafico 3: Tasso di crescita dei personal goods, experience goods e experiences dal 2010 al 2019 33
Grafico 4: Crescita dei beni di lusso della persona dal 1996 al 2019. 34
Grafico 5: Analisi delle performance commerciali dell'industria del lusso 35
Grafico 6: Numero di M&A avvenute nel settore del lusso dal 1997 al 2019. 58
Grafico 7: Numero di imprese acquirenti coinvolte tra il 1997 e il 2019 divise per area geografica 59
Grafico 8: Numero di imprese target coinvolte tra il 1997 e il 2019 divise per area geografica 60
Grafico 9: Numero di imprese europee acquirenti coinvolte tra il 1997 e il 2019 61

Grafico 10: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese italiane 62
Grafico 11: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese francesi 62
Grafico 12: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese svizzere 63
Grafico 13: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2010 70
Grafico 14: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2011 70
Grafico 15: Percentuale dei ricavi consolidati 74
Grafico 16: Percentuale dei ricavi consolidati 74
Grafico 17: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per business della divisione Luxury nel 2014 75
Grafico 18: Percentuale dei ricavi consolidati 78
Grafico 19: Percentuale dei ricavi consolidati 78
Grafico 20: Percentuale dei ricavi consolidati 78
Grafico 21: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per area geografica nel 2011 78

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Piramide dei bisogni di Maslow 30
Figura 2: Spesa media annuale dei consumatori HENRY, in migliaia di dollari. 37
Figura 3: Flagship store Louis Vuitton a Tokyo Figura 4: Flagship store Dior a Seoul 41
Figura 5: Flagship store Bulgari a Parigi 41
Figura 6: Top 10 aziende di beni di lusso per vendite del 2019 47
Figura 7: Panoramica mondiale dei ricavi, store e dipendenti di LVMH. 50

Introduzione

Le M&A vengono definite operazioni di finanza straordinaria, sebbene rappresentino uno strumento strategico utilizzato ampiamente dalle imprese. Questa affermazione è soprattutto appropriata per il settore del lusso, caratterizzato da una struttura di mercato oligopolistica formatasi alla fine degli anni Novanta per la creazione di imprese conglomerate attraverso il ricorso frequente a questo strumento di crescita sia nel proprio mercato geografico che in quello internazionale. Infatti, i vantaggi che forniscono queste operazioni hanno spinto le imprese operanti nel settore del lusso ad utilizzare questo strumento per raggiungere in tempi più brevi e più efficientemente gli obiettivi prefissati, soprattutto quello di affermare il proprio brand a livello internazionale. Questo progetto di tesi si concentra proprio sull'analisi della performance delle operazioni di M&A che avvengono nel settore del lusso, per dimostrare come i risultati di queste si discostino da quelli che si registrano negli altri settori. Infatti, il settore del lusso possiede caratteristiche che costituiscono condizioni vantaggiose per la riuscita delle M&A; nel corso della trattazione, si è scelto di partire dalle ragioni che possono giustificare tali risultati per poi dimostrare la loro positività.

A tal fine è stato suddiviso il lavoro in tre sezioni: nel primo capitolo è stato fornito un background sulla letteratura relativa alle M&A, per poi passare nel secondo all'analisi delle principali caratteristiche del settore del lusso; nel terzo è stata infine effettuata una panoramica delle M&A che avvengono in questo settore, cui segue un'analisi dei risultati volta a mostrare perché e in che modo esse abbiano un impatto positivo sulla performance delle imprese coinvolte.

Più nello specifico, il primo capitolo si apre con una definizione di tali operazioni, cui fa seguito un'analisi del trend storico di queste, che dimostra come esse seguano un andamento ondulatorio dovuto alle fluttuazioni del mercato sia per i periodi di maggiore espansione economica che per quelli di crisi, come quella del '29 del secolo scorso, quella del petrolio tipica degli anni Settanta del Novecento, quella degli inizi degli anni Duemila e quella del 2008. Successivamente, è stato necessario fornire le principali motivazioni che spingono le imprese ad effettuare tali operazioni in quanto rappresentano un fattore che determina la scelta delle imprese target e la valutazione della performance di esse; più nello specifico, sono stati spiegati gli obiettivi tipici di un'impresa che intende internazionalizzarsi attraverso le M&A. È stato inoltre di rilevante importanza descrivere un'alternativa alle M&A utilizzate per espandersi all'estero, ossia gli investimenti di tipo *greenfield*, in quanto la scelta fra i due metodi di internazionalizzazione rappresenta un fattore critico per il successo della strategia. Tuttavia, essendo le M&A l'argomento principale di tale elaborato, sono stati forniti solamente i loro principali risultati presenti in letteratura, considerando la totalità dei settori.

Per poter arrivare allo scopo di tale elaborato è stato inoltre fondamentale esaminare le principali caratteristiche dell'industria del lusso. Nel secondo capitolo, dopo aver fornito una definizione del concetto di lusso insieme alla sua evoluzione nella storia, si è passati ad un'analisi della crescita di tale mercato in termini di ricavi, esaminando nello specifico i vari segmenti di prodotti che formano il mercato, sulla base dell'identificazione di questi da parte della società di consulenza Bain & Company con il supporto di Altagamma, fondazione che riunisce le imprese dell'alta industria culturale e creativa italiana. I successivi paragrafi vertono invece sulle principali caratteristiche del mercato del lusso: elevata internazionalizzazione e struttura oligopolistica, ma anche le ulteriori caratteristiche derivanti da queste ultime. In questa sezione è quindi possibile rintracciare i principali fattori che hanno contribuito all'affermazione di tali caratteristiche, ossia, rispettivamente, l'avvento della globalizzazione e l'emergere delle imprese conglomerate in tale settore. Infine, sono stati esaminati i tre principali conglomerati del lusso per fornire una comprensione maggiore dei risultati di una loro acquisizione specifica.

Per raggiungere lo scopo di questa tesi è stato fornito nella prima parte del terzo capitolo il trend storico delle M&A avvenute nel lusso per poter capire se queste seguissero lo stesso andamento delle operazioni considerate nella loro totalità. Inoltre è stata analizzata anche la provenienza geografica degli operatori coinvolti nelle M&A per comprendere meglio le motivazioni specifiche delle imprese del lusso che effettuano tali operazioni. La parte finale di questo capitolo riguarda invece l'analisi dei dati necessari al raggiungimento dello scopo dell'elaborato, ossia la dimostrazione della performance positiva delle imprese del lusso a seguito di un'acquisizione. A tal fine, sono state dapprima tratte dalla letteratura le performance delle imprese successive alle acquisizioni, misurate attraverso il metodo dei capitali; successivamente è stato invece utilizzato il metodo contabile per analizzare la performance di LVMH, Kering e Richemont in seguito all'acquisizione rispettivamente di Bulgari, Ulysse Nardin e Net-a-Porter, tutte avvenute anche a scopo di internazionalizzazione.

Questa tesi rappresenta quindi un'analisi generale a cui poter far riferimento per rispondere alla specifica domanda: le M&A a scopo di internazionalizzazione rappresentano uno strumento che apporta profitto all'impresa acquirente del lusso? La risposta può essere ricercata nelle conclusioni in fondo alla tesi.

Capitolo 1:

Mergers & acquisition e strategie di internazionalizzazione

1.1 Definizione e inquadramento storico delle operazioni di M&A

Le *mergers and acquisition* – da ora chiamate M&A – sono una modalità di crescita aziendale, per questo divenute un importante strumento di cui le imprese si servono per la realizzazione delle loro strategie nazionali e internazionali (Ferreira, Santos, Almeida e Reis; 2014). Tali operazioni comprendono sia l'acquisizione di una società da parte di un'altra, presupponendo quindi la presenza di un acquirente e di una target, sia la fusione tra le due imprese, sebbene in letteratura i termini *merger* e *acquisition* vengano utilizzati intercambiabilmente.

Molti studi sulla letteratura riferita alle M&A, tra cui quello di Yaghoubi, Yaghoubi, Locke e Gibb (2016), affermano che le M&A avvengono a ondate nel corso del tempo. Tanto l'aumento quanto la riduzione di tali operazioni si legano e sono direttamente proporzionali all'espansione economica del periodo in corso.

La prima ondata di M&A si verificò infatti principalmente negli Stati Uniti a partire dalla fine del 1890, periodo che divenne noto come un'era di espansione economica e innovazione. Ogni ondata di M&A presenta differenti caratteristiche e questa prima ondata fu caratterizzata dal consolidamento orizzontale della produzione industriale[1]. Tale ondata ha quindi portato al potere monopolistico molte aziende nei loro rispettivi settori industriali. Per contrastare tale fenomeno, dal 1904 le leggi antitrust hanno cercato di impedire che tali acquisizioni monopolistiche potessero verificarsi.

La seconda ondata di fusioni iniziò alla fine del 1910 e fu caratterizzata invece da un mercato oligopolistico. Infatti, le operazioni di M&A tipiche di questo periodo furono per lo più effettuate da imprese più piccole che approfittarono della legislazione antitrust per ridurre il potere di mercato delle imprese dominanti in quasi tutti i settori. Questa ondata di attività di acquisizione terminò all'inizio della grande recessione economica del 1929.

La terza ondata di fusioni ebbe luogo negli anni Sessanta. La caratteristica principale di tale ondata fu la nascita di grandi conglomerati. Infatti le imprese miravano a beneficiare della diversificazione, cogliendo le opportunità di crescita in nuovi mercati di prodotti. La fitta attività di acquisizione tipica di questo periodo, tuttavia, diminuì all'inizio degli anni Settanta quando la crisi del petrolio portò l'economia globale in recessione.

[1] Con tale espressione ci si riferisce all'integrazione orizzontale, ossia l'espansione dell'attività d'impresa verso prodotti, processi e *know-how* affini alle caratteristiche tecnologico-produttive dell'azienda stessa.

La quarta ondata di acquisizioni emerse negli anni Ottanta fu caratterizzata principalmente da operazioni ostili, ossia operazioni in cui l'acquirente compra un'impresa con scarsa performance e successivamente la rivende ottenendo una somma superiore al prezzo pagato per l'acquisto. Tali operazioni si sono verificate per l'emergere di nuovi metodi di finanziamento, come il debito bancario, per i cambiamenti avvenuti nelle politiche antitrust e per le deregolamentazioni nell'industria dei servizi finanziari.

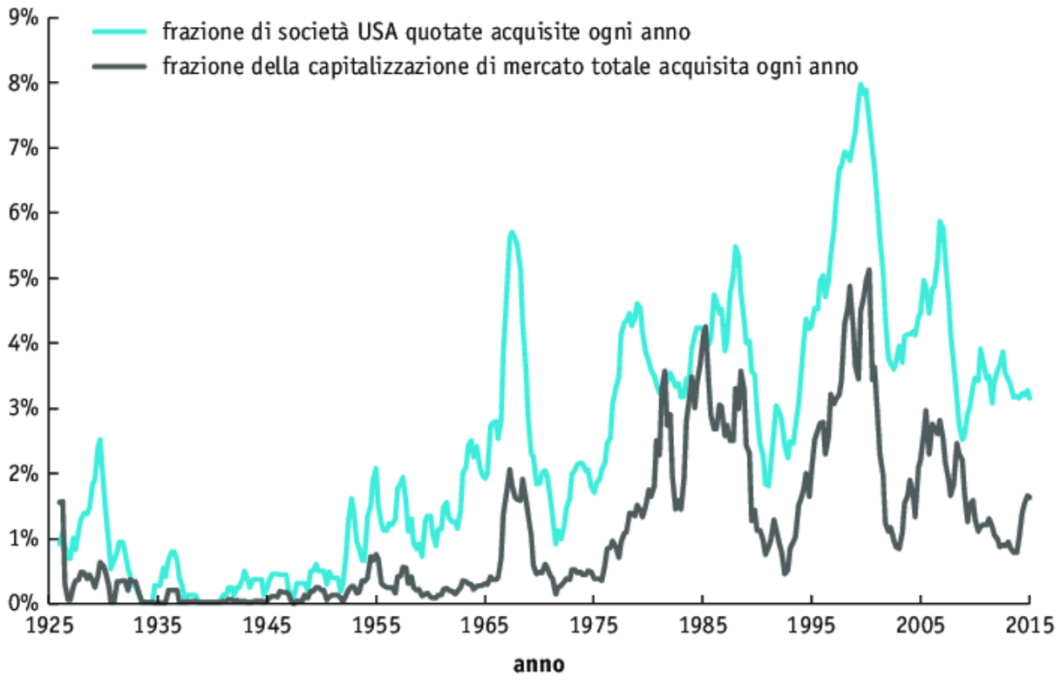
La quinta ondata di attività di fusioni e acquisizioni iniziò nei primi anni Novanta. In questa ondata le acquisizioni coinvolgevano spesso imprese operanti in settori strettamente correlati, determinando così un consolidamento delle industrie.

La sesta ondata di acquisizioni risale al 2003 dopo la crisi economica dell'inizio del XXI secolo. Una caratteristica unica di questa recente ondata è il gran numero di *cross-border* M&A. Tale ondata prende origine infatti, dalla volontà delle imprese di affermare il proprio brand su scala internazionale; così sono nati i primi brand globali. L'elevato numero di *cross-border* M&A che si è registrato dall'inizio della sesta ondata può essere spiegato anche come conseguenza del nuovo assetto internazionale che ha visto l'emergere di nuove potenze quali Cina, India e Corea del Sud. Il nuovo contesto economico internazionale ha comportato la nascita di una pluralità di centri di potere che ha così contribuito alla crescita di valore delle *cross-border* M&A: questo sia perché le multinazionali preesistenti hanno pensato di investire in queste nuove economie, sia perché le imprese dei Paesi emergenti hanno deciso di affermare il loro valore anche nel contesto internazionale. In questo senso, uno dei Paesi maggiormente attraente e favorevole è stato e continua ad essere l'Italia, che vede la sua specializzazione industriale in *automotive*, macchinari, tessile e abbigliamento, costituendo un terreno fertile per gli investimenti delle multinazionali dei Paesi emergenti (Caiazza; 2011).

Dal grafico sotto riportato, emerge quanto appena esposto sulle *merger waves*, individuate attraverso la percentuale di imprese quotate acquisite ogni anno e la percentuale di capitalizzazione di mercato[2] totale acquisita ogni anno.

[2] Per capitalizzazione di mercato si intende il valore delle azioni di una specifica impresa quotata.

Grafico 1: Percentuale di società quotate che hanno subito un *takeover* ostile



Fonte: Berk, De Marzo, Morresi e Venanzi; (2018)

1.2 Motivazioni alla base delle operazioni di M&A

Nonostante l'elevato numero di operazioni di M&A che si sono verificate negli anni, il tasso di fallimento di tali operazioni è di oltre il 50%, mentre le imprese che non sono riuscite a raggiungere gli obiettivi legati alle operazioni di M&A rappresentano l'83%, come riportato da Weber, Tarba e Öberg (2014).

I motivi che potrebbero giustificare la scelta di effettuare tali operazioni, nonostante l'alto tasso di fallimento, sono vari e diversificati, come dimostra l'ampio numero di ricerche empiriche in materia (ne sono un esempio Brockman, Rui e Zou (2013); Trautwein (1990); Walter e Barney (1990); Berkovitch e Narayanan (1993); El-Khatib, Fogel e Jandik (2015); Boateng, Qian e Tianle, (2008); Lin e Chou (2016); Yamanoi e Sayama (2013)). Essi infatti sono stati ampiamente studiati in letteratura poiché, come afferma Porrini (2004), sulla base delle motivazioni di un'operazione di M&A dovranno essere prese decisioni relative alla selezione delle aziende target, alla loro valutazione e alla valutazione della performance.

È quindi necessario fornire una panoramica delle più importanti motivazioni che spingono i manager a decidere di effettuare un'operazione di M&A.

Secondo Hassan, Ghauri e Mayrhofer (2018), le motivazioni delle M&A possono essere divise in due categorie: miglioramento della performance economica e aumento del potere di mercato. Non a caso, Zou e Ghauri (2008) hanno affermato che quando le imprese decidono di condurre operazioni di M&A, cercano di ottenere benefici sia tangibili, come il raggiungimento di obiettivi di vendita o la conquista di mercati specifici, sia intangibili, come una migliore reputazione del marchio.

Relativamente alla prima categoria di motivazioni Whitaker (2012) ritiene che la ragione principale e ricorrente in quasi la maggior parte delle operazioni di M&A è la crescita aziendale, al fine appunto di ottenere una migliore performance economica. Infatti, quando il settore in cui l'impresa opera è un mercato maturo, in cui è difficile conquistare quote di mercato che già appartengono ai propri *competitor* ed è quindi più improbabile che l'azienda cresca organicamente, l'acquisizione rimane la scelta più indicata (Capasso e Meglio; 2014). Le M&A rappresentano infatti la più significativa forma di crescita esterna (Vinogradova; 2021), attraverso la quale è possibile raggiungere economie di scala, che a loro volta sono un mezzo per ottenere una maggiore efficienza aziendale. Inoltre, grazie alle M&A è possibile ottenere non solo economie di scala, ma anche economie di scopo, sinergie[3], *cross-selling*[4], integrazione verticale o diversificazione. Infatti Geiger e Schiereck (2011), basandosi sulla teoria delle sinergie, ritengono che le fusioni vengono effettuate al fine di ottenere sinergie finanziarie (ad esempio, un minor costo del capitale), sinergie operative (una combinazione di operazioni e trasferimento di conoscenze), e sinergie manageriali (superiori competenze e abilità manageriali dell'acquirente). È in tal senso che le operazioni di M&A possono essere considerate come il mezzo per ottenere una migliore performance finanziaria. Ne consegue pertanto che i su menzionati obiettivi di un'impresa divengono le principali motivazioni di un'operazione di acquisizione o fusione (Whitaker; 2012).

Rientra invece nella seconda categoria di motivazioni, ossia la ricerca di un maggior potere di mercato, quella sostenuta da Benito (2015), il quale ritiene la volontà di imporsi in un determinato mercato geografico un'ulteriore motivazione alla base di un'operazione di M&A: in tal senso, proprio per il raggiungimento di tale obiettivo, un *entry-mode* può essere un'operazione di M&A. Questa motivazione, nella letteratura di management internazionale è conosciuta come *market-seeking*, che è divenuta sempre più frequente con l'avvento della globalizzazione e l'aumento delle attività internazionali. Le imprese infatti hanno iniziato a nutrire la necessità di espandere il proprio marchio nei mercati internazionali, anche per costruire rapidamente marchi globali. Attraverso l'espansione

[3] C'è sinergia quando è possibile far funzionare due unità di business più proficuamente quando sono sotto il controllo di un fattore rispetto a quando ciascuna opera separatamente.

[4] Per *cross-selling* s'intende l'abilità di estendere le offerte di prodotti complementari ai clienti esistenti.

tramite M&A, l'acquirente infatti può accedere in modo diretto al mercato estero cui è interessato, godendo sin dall'inizio di una certa quota di mercato. Questo è possibile anche perché l'operazione di M&A permette una conoscenza immediata del mercato con cui si ha a che fare, dei suoi *players* e delle relazioni che l'acquisita mantiene con i suoi *stakeholders*. Pur affermando che le operazioni di M&A costituiscano innegabili vantaggi, non vanno però trascurate le diverse problematiche organizzative e gestionali che si incontrano nell'unione di due aziende pur sempre distinte, specie se appartenenti a Paesi differenti (Caroli; 2016).

Un'altra motivazione comune nella letteratura relativa al management internazionale è la *resource-seeking*, la quale è stata approfondita nel lavoro di Gubb ed Elango (2016). Tale motivazione ricorre tra le acquisizioni perché le imprese, attraverso le acquisizioni, possono così ottenere un accesso immediato a risorse sia tangibili che intangibili, come tecnologie, prodotti, canali di distribuzione, *know-how* e marchi. Le acquisizioni, infatti, possono portare in un'azienda capacità che l'azienda in questione trova difficile sviluppare internamente, e possono inoltre fornire l'opportunità di far leva su quelle esistenti. Riassumendo, il processo di internazionalizzazione attraverso le acquisizioni con scopo di ricercare risorse, si spiega in tali termini: gli investitori sono interessati al marchio, alla conoscenza e ad altri beni immateriali, oppure ad acquisire asset strategici locali come tecnologia e accesso al mercato, senza pur tuttavia delocalizzare la produzione o le competenze all'estero. Più in generale quindi, come affermato dalla *Resource Based View*, le *cross-border* M&A vengono realizzate per reperire e sfruttare le risorse esistenti nel Paese ospitante, ottenendo così anche l'effetto secondario di un vantaggio competitivo nel mercato di destinazione, nonché l'accesso a risorse presenti solamente nel Paese ospitante. In tal modo, alcune società target registrano copiosi investimenti finanziati dal nuovo azionista, motivati dall'arrivo di nuovi investitori. Ciò è vantaggioso anche per l'economia locale, a causa della grande quantità di denaro investito. Solitamente però gli investitori stranieri cercano principalmente *know-how* e competenze tecniche e il loro arrivo non porta a migliori prestazioni finanziarie; anzi la maggior parte degli investimenti studiati da Aureli (2015) dimostra come queste acquisizioni spesso falliscano.

Secondo quanto emerso dallo studio di Florio, Ferraris e Vandone (2017), una motivazione che non rientra nella tassonomia sopra riportata, è la massimizzazione del valore per gli azionisti, attraverso l'aumento del potere di mercato e la diversificazione del rischio. Gli autori ritengono oltretutto che tale motivazione sia una tra le più comuni delle acquisizioni avvenute negli anni passati.

Dopo la crisi finanziaria del 2008, anche la ristrutturazione aziendale è divenuta una motivazione alla base di un'acquisizione (Florio, Ferraris e Vandone; 2017): questo perché l'acquisizione estera di una quota significativa di proprietà può sembrare un'ottima soluzione che

raccoglie liquidità e contribuisce a preservare le attività commerciali (Ciambotti, Aureli e Demartini; 2011). Non è da escludere anche che un possibile obiettivo dietro la scelta di acquisire un'impresa possa essere la possibilità di speculare sulla rivendita dell'azienda dopo averla restaurata. Così come avviene in una speculazione edilizia, acquisire un'impresa e successivamente rivenderla ad un prezzo vantaggioso può infatti apportare un guadagno. Gli obiettivi e le operazioni aziendali stanno cambiando anche come risultato della risposta alle crescenti aspettative degli azionisti e all'ambiente.

Nella tabella che segue è possibile individuare sinteticamente ciò che spinge un'impresa ad intraprendere un'operazione di M&A.

Tabella 1: Le principali motivazioni di un'operazione di M&A

Motivazioni alla base delle M&A			**Autori**
Miglioramento della performance finanziaria	Crescita aziendale (crescita esterna)	Economie di scala	Whitaker (2012) Geiger e Schiereck (2011)
		Economie di scopo	
		Sinergie	
		Cross-selling	
		Integrazione verticale	
		Diversificazione	
Aumento del potere di mercato	Internazionalizzazione	Reperimento di risorse materiali (come tecnologie, prodotti, canali di distribuzione)	Benito (2015); Gubb ed Elango (2016) Aureli (2015)
		Reperimento di risorse intangibili (come *know-how* e marchi	
		Market-seeking	
Massimizzazione del valore per gli azionisti			Florio, Ferraris e Vandone (2017) Bhimani, Ncube e Sivabalan (2015)
Ristrutturazione aziendale			Florio, Ferraris e Vandone (2017) Ciambotti, Aureli e Demartini (2011)

Fonte: elaborazioni personali

1.3 Le determinanti della scelta tra investimento di tipo *greenfield* e M&A

Le *cross-border* M&A, tuttavia, non sono l'unica modalità di espansione all'estero. La principale alternativa alle *cross-border* M&A sono infatti gli investimenti di tipo *greenfield*, i quali presuppongono un vero e proprio insediamento di nuove strutture produttive (Caroli; 2016), spesso nei territori dei Paesi emergenti. La scelta tra queste alternative di espansione estera deve, di fatto, essere notevolmente ponderata, in quanto anch'essa determina la riuscita della strategia di

internazionalizzazione e la performance dell'impresa. Affinché un'impresa possa pertanto prendere tale decisione, deve considerare una serie di fattori che possono influenzare più il successo di una modalità di IDE piuttosto che di un'altra.

Un primo fattore da prendere in considerazione quando un'impresa deve decidere *l'entry-mode* più adatto è l'obiettivo per cui intende espandersi internazionalmente. Infatti, se tale obiettivo è di tipo *resource-seeking*, da quanto emerge dall'analisi di Nadolska e Barkema (2007) l'acquisizione di un'altra impresa rappresenta il metodo più efficiente per il reperimento delle risorse. A conferma di ciò, Boateng, Wang e Yang (2008) hanno rilevato che le *cross-border* M&A sono una scelta di modalità di entrata preferita per le imprese con minori vantaggi competitivi. Infatti, come sostenuto anche da Assaf, Josiassen, Ratchford e Pestana Barros (2012), le M&A permettono all'azienda di accedere a risorse strategiche chiave che potrebbero non essere disponibili nei mercati nazionali, migliorando così la capacità competitiva.

La scelta tra *greenfield* e M&A dipende anche dalla quantità di conoscenze tecnologiche proprietarie che una società multinazionale intende trasferire o ottenere dalla potenziale filiale. Infatti, per far sì che le conoscenze vengano trasferite tra la casa madre e la figlia, è necessaria una solida comunicazione. Essa determina di fatto anche dei costi da dover sostenere, i quali aumenteranno in quanto, essendo coinvolte imprese che si trovano in Paesi diversi, si presenteranno delle barriere, sia linguistiche che culturali. Dallo studio di Slangen (2011) è emerso che tali costi saranno maggiori se l'impresa decide di espandersi attraverso operazioni di M&A, perché generalmente queste richiedono una comunicazione più solida tra casa madre e filiale rispetto ai *greenfield*, che al contrario attribuiscono maggiore autonomia decisionale e quindi non necessitano di una fitta comunicazione con la casa madre.

Un altro fattore che determina la scelta fra *greenfield* e M&A è il grado di incertezza. Difatti, Brouthers e Dikova (2010) sostengono che le acquisizioni sono una buona scelta solo quando le aziende entrano in mercati che contengono una bassa incertezza della domanda. Meno conoscenza ha un'azienda sul potenziale di successo nel mercato estero, maggiore è l'incertezza coinvolta nel prendere una decisione di investimento e di conseguenza il rischio connesso all'operazione di internazionalizzazione sarà maggiore. Intuitivamente la migliore linea d'azione da intraprendere quando la domanda è incerta è quella di ritardare l'entrata. Tuttavia, ritardare l'entrata fornisce un'opportunità ai concorrenti di entrare nel mercato e stabilire un vantaggio di *first mover*. Poiché ritardare crea ulteriori incertezze, una possibile soluzione potrebbe essere effettuare investimenti incrementali, i quali permettono alle aziende di rimandare parte dell'investimento ma di guadagnare esperienza nel mercato, raccogliere conoscenze specifiche di esso, e possibilmente stabilire una *brand*

equity che possa fornire un'opzione di crescita. Questa capacità di differire parte dell'investimento riduce così il rischio dell'operazione mentre l'investimento iniziale fornisce all'azienda un'opzione di crescita. In questa situazione sarà allora più sicuro effettuare un investimento di tipo *greenfield*, in quanto, nelle acquisizioni le aziende devono impegnare tutte le risorse all'inizio del progetto, mentre con questo tipo gli investimenti sono fatti in modo incrementale per un lungo periodo di tempo.

Anche la struttura organizzativa può agire sulla performance dell'*entry-mode* grazie alla sua abilità di determinare la capacità di apprendimento delle organizzazioni. Agnihotri e Bhattacharya (2018), ritengono infatti che l'impatto della modalità di entrata sulla performance delle imprese sia contingente alla sua congruenza con la struttura organizzativa. Questo può essere compreso sulla base della teoria della contingenza strutturale di Donaldson (2001), il quale ha spiegato specificamente il ruolo della struttura organizzativa come una variabile contingente e ha dimostrato come il suo adattamento alla stessa influenzi la performance delle aziende. Tale tesi è stata sostenuta anche da Agnihotri e Bhattacharya (2018), i quali quindi ritengono che la strategia dipenda dalla struttura organizzativa, e non viceversa. Ne consegue che le organizzazioni dovrebbero prendere la loro struttura organizzativa come dato e fare scelte strategiche di conseguenza. Infatti, per fornire un esempio, nel caso in cui un'impresa presenti una struttura organizzativa meccanicistica, ossia rigida, estremamente dettagliata e precisa, con alta centralizzazione, formalizzazione e complessità, può migliorare la performance se si internazionalizza attraverso le acquisizioni, proprio perché queste solitamente richiedono scarse capacità di apprendimento dalla società acquisita, quando l'acquirente fornisce le risorse necessarie per l'implementazione della sua strategia e lascia autonomia decisionale alla società acquisita.

Un ulteriore fattore che influenza la decisione della modalità di espansione estera è l'ammontare dei costi di transazione, come suggeriscono Hennart e Park (1993). Secondo gli autori l'investimento di tipo *greenfield* comporta costi di transazione inferiori rispetto alle M&A perché le operazioni *greenfield* evitano i costi di riqualificazione della forza lavoro e i rischi di integrazione coinvolti nella fusione di diverse culture organizzative.

Anche Wilson (1980) ha individuato un'altra variabile di cui tenere conto nella scelta tra M&A e *greenfield*, ossia l'esperienza manageriale nella gestione delle M&A. Questo perché tali aziende possono aver sviluppato una competenza nella gestione di tali operazioni; al contrario, le imprese meno diversificate internazionalmente potrebbero non avere queste capacità di acquisizione e controllo della gestione, quindi tenderanno a preferire l'investimento *greenfield*.

Nei primi anni Duemila si è assistito a un incremento delle M&A internazionali addirittura maggiore rispetto agli investimenti di tipo *greenfield*: ciò è stato dovuto anche alla maggior facilità

con cui si entra nel mercato straniero (Caroli; 2016). Tuttavia, a partire dal 2013 la tendenza sta mutando, come riportato da UNCTAD (2021): i *greenfield*, rispetto alle operazioni di M&A sono così risaliti in termini numerici, registrando 12.980 operazioni, a discapito di 6.201 *cross-border* M&A. In ogni caso, i vantaggi delle M&A sono innegabili: l'acquisizione di stabilimenti preesistenti implica il possesso immediato e contestuale di risorse e conoscenze; inoltre, trattandosi di un'acquisizione di una struttura già esistente, questa non prevede costi ulteriori, fatto che rappresenta una notevole risorsa economica (Caiazza; 2011).

La tabella seguente evidenzia in maniera sintetica quando conviene maggiormente effettuare una modalità di espansione estera che l'altra, sulla base dell'analisi fornita in tale paragrafo.

Tabella 2: Le determinanti della scelta tra investimento di tipo greenfield e M&A

Fattori determinanti la scelta tra *greenfield* e M&A	**Esempi**	**Scelta più efficiente**	**Autori**
Obiettivo dell'internazionalizzazione	*Resource-seeking*	→ M&A	Nadolska e Barkema (2007) Assaf, Josiassen, Ratchford e Pestana Barros (2012)
Quantità di conoscenze che si intende trasferire alla filiale	Molta conoscenza da trasferire → ingenti costi	→ *greenfield*	Slangen (2011)
Grado di incertezza	Alto grado di incertezza	→ *greenfield*	Brouthers e Dikova (2010)
Struttura organizzativa	Struttura organizzativa meccanicistica	→ M&A	Agnihotri e Bhattacharya (2018)
Ammontare dei costi di transazione	L'investimento di tipo *greenfield* comporta costi di transazione inferiori rispetto alle M&A	→ *greenfield*	Hennart e Park (1993)
Esperienza manageriale	Poca esperienza	→ *greenfield*	Wilson (1980)

Fonte: elaborazioni personali

1.4 L’impatto delle M&A sulla performance d’impresa

Il tema riguardante la performance aziendale post acquisizione è ancora una questione aperta. Nonostante l'enorme numero di ricerche empiriche condotte finora sulla performance d’impresa post acquisizione, come quelle di Zollo e Meier (2008), Liou e Nicholson (2019), Tarba, Ahammad, Junni, Stokes, e Morag (2017), Andriuskevicius (2017), ci sono ancora poche prove empiriche a dimostrazione del fatto che le acquisizioni portino ad un miglioramento della performance aziendale (Brouthers e Dikova; 2010).

Tuttavia, come valutare o misurare la riuscita dell’internazionalizzazione tramite M&A?

I principali metodi di misurazione della performance si analizzeranno in modo sintetico.

Weber, Tarba e Öberg (2014) evidenziano che la performance d’impresa può essere misurata in base al cambiamento dei prezzi azionari (con la riduzione delle fluttuazioni del settore) nei primi giorni dopo l’annuncio della fusione. Quando le azioni salgono, la fusione ha successo; differentemente, quando il prezzo delle azioni scende, la fusione viene descritta come un fallimento. L’assunto di base degli studiosi di economia e finanza è che il valore delle azioni riflette il valore dell’azienda in modo oggettivo sulla base di tutte le informazioni pubbliche esistenti. L’idea è che il cambiamento immediato del prezzo delle azioni rifletta le mutate aspettative sul valore dell’azienda, e quindi indichi una tendenza a lungo termine. Pertanto, essi affermano che ogni M&A che provoca un aumento immediato del valore delle azioni (dopo la riduzione per le fluttuazioni nel mercato dei capitali), riflette il successo e crea valore per gli azionisti. Al contrario, una fusione che causa il declino del prezzo delle azioni nei primi giorni dopo l’annuncio della fusione riflette un fallimento e una perdita per gli azionisti. Alternativamente è possibile misurare la performance delle M&A attraverso i dati contabili derivanti dal bilancio. Essi misurano i cambiamenti nella performance aziendale in termini di indicatori chiave come l’andamento della crescita delle vendite o dei ricavi operativi e le variazioni dell’utile netto e dell'EBITDA. Ancora più diffuso è il calcolo del ROI (*Return on Investment*), ROE (*Return on Equity*), ROS (*Return on Sales*) e del coefficiente patrimoniale.

Per misurare la performance d’impresa lo *Strategic Management* suggerisce un gran numero di elementi da prendere in considerazione, la cui specifica misurazione determina il successo o meno dell’impresa. Tra di essi, troviamo la dimensione delle vendite, l'aumento della quota di mercato, il miglioramento delle capacità competitive, e naturalmente il cambiamento della redditività dopo la fusione rispetto al periodo prima delle M&A. Queste misure sono influenzate, secondo i ricercatori di management strategico, dall’integrazione tra le organizzazioni e quindi dalla sua intensità, che si

esprime nel potenziale di sinergia della fusione. Per esempio, Weber, Tarba e Öberg (2014) ritengono rilevante misurare la performance d'impresa post acquisizione analizzando il raggiungimento della sinergia che è necessario si crei tra le imprese coinvolte nell'acquisizione. Affinché l'acquisizione o la fusione tra due imprese possa essere di successo, infatti, è fondamentale che si crei una sinergia che renda il valore delle aziende combinate più grande della somma delle due parti. È proprio il raggiungimento di tale sinergia che determinerà la performance dell'impresa post acquisizione, e quindi il successo di questa (Weber, Tarba e Öberg; 2014). Uno degli approcci per valutare se un'acquisizione ha avuto successo è quindi proprio la valutazione della realizzazione di tale sinergia.

Sempre relativamente all'ambito dello *Strategic Management*, un altro metodo per valutare il successo di M&A è l'approccio di Porter: costui sostiene che se l'impresa acquirente è costretta a vendere l'impresa acquisita, allora l'operazione di M&A è stata fallimentare (Aureli; 2015).

Un metodo di valutazione studiato da Jemison e Sitkin (1986), che esula del tutto dagli ambiti e dagli approcci su menzionati, è quello che suggerisce di vedere la performance dell'acquisizione come il risultato aggregato di tutti i sotto-processi, intesi come le fasi in cui può essere idealmente suddiviso l'intero processo di acquisizione (valutazione, *due diligence*, pianificazione dell'accordo, chiusura dell'accordo, pianificazione dell'integrazione, integrazione degli asset), ognuno dei quali è da solo necessario, anche se non sufficiente, per garantire il successo complessivo dell'acquisizione.

Le *cross-border* M&A possono invece essere misurate utilizzando ulteriori metodi di analisi della performance: ne è un esempio la misurazione dello scambio di conoscenze e della creazione di capacità distintive, che deve avvenire tra Paesi e quindi culture diverse, come hanno notato Anand e Delios (2002). Questa misura della performance è infatti particolarmente importante per i processi di internazionalizzazione, specialmente se la motivazione che si cela dietro la scelta di andare all'estero è la *resource-seeking* (Caiazza e Volpe; 2015).

È importante notare che la preferenza per una misura diversa per il successo delle *cross-border* M&A porta spesso a conclusioni diverse, soprattutto quando si utilizzano misure come i risultati dell'innovazione o il trasferimento di conoscenze. Dauber (2011) ad esempio suggerisce che quando le acquisizioni sono motivate dall'eliminazione di un concorrente o dall'acquisizione di un *know-how* specifico, se il volume delle vendite post acquisizione non aumenta o la società incorre in perdite per diversi anni, allora non potranno essere utilizzati i classici parametri misurativi della performance, in quanto, in questi casi, tali metodi di misurazione non sono il modo più utile per misurare il successo di M&A. Alternativamente, un metodo misto che integri le diverse analisi menzionate, o altro metodo, come le interviste ai manager, sembra essere più appropriato (Aureli; 2015).

L’uso di più metodi contemporaneamente per la valutazione della performance aiuta a risolvere anche le limitazioni tipiche dei metodi di analisi presi in considerazione all’inizio del paragrafo: offre così un quadro più completo dei risultati dell'acquisizione per ogni *stakeholder* coinvolto e per diversi periodi di tempo (Capasso e Meglio; 2012). Le metodologie che analizzano le variazioni del prezzo delle azioni e gli indici di bilancio presentano alcuni limiti ben evidenti ad un esame più attento. Per quanto riguarda la prima categoria, è in dubbio che i mercati finanziari siano in grado di prevedere, pochi giorni dopo l'annuncio dell'accordo, quanto l’acquirente sarà efficace e di successo nell'integrare la società target. Relativamente all’approccio basato sulla contabilità, esso è tipicamente retrospettivo e non in grado di tenere conto delle attività immateriali. Per questo, i due metodi di analisi forniscono solo un quadro debole della performance.

Tenendo a mente tali limitazioni, King, Dalton, Daily, e Covin (2004), indicano che, in media e attraverso le variabili più comunemente studiate, la performance delle aziende acquirenti non cambia positivamente come conseguenza della loro attività di acquisizione, ma anzi ne è influenzata negativamente. A tale risultato sono giunti anche Hayward e Hannbrick (1997), i quali hanno inoltre evidenziato che spesso, in seguito ad un’operazione di M&A, anche i rendimenti degli azionisti dell’impresa acquirente saranno negativi.

Alla conclusione che le M&A spesso falliscano si è giunti utilizzando maggiormente il metodo contabile, come dimostrano la maggioranza degli studi presenti in letteratura (come quelli di Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992); Berger e Ofek (1995); Lubatkin (1987); Hayward e Hambrick (1997); Lubatkin, Srinivasan e Merchant (1997); Walker (2000); Wansley, Lane e Yang (1983); Franks, Harris, e Mayer (1988); Travlos (1987); Franks, Harris, e Titman (1991)). Inoltre, per studiare l’impatto delle M&A sulla performance d’impresa, sono stati presi in analisi diversi fattori, riportati di seguito.

Salter e Weinhold (1978) hanno infatti analizzato se tale relazione possa essere influenzata dal fatto che l’impresa acquirente fosse una conglomerata[5] o meno, utilizzando gli indicatori più comuni del metodo di analisi contabile (ROA, ROE). Gli autori hanno dimostrato che la diversificazione determina un impatto positivo sulla performance d’impresa, poiché è più probabile che queste possiedano una competenza di integrazione aziendale che permette loro di creare, piuttosto che semplicemente acquisire, valore attraverso l'attività di M&A. King, Dalton, Daily e Covin (2004) al contrario dimostrano che spesso, quando l’impresa acquisita opera in un mercato differente rispetto a quello dell’acquirente, quest’ultima otterrà una performance negativa da questa operazione. Questo perché, dati i maggiori livelli di incertezza associati a questa tipologia di operazioni, esse sono più

[5] Le aziende conglomerate sono aziende che mostrano una significativa diversificazione dei propri business.

costose; pertanto, le loro possibilità di successo sono generalmente inferiori a quelle delle operazioni focalizzate. Da tale studio emerge infatti che l'affinità delle imprese acquisite con i loro acquirenti (dove l'affinità è definita in termini di risorse o di somiglianza del mercato del prodotto) determina un impatto positivo sulla performance post-acquisizione delle imprese acquirenti. Gli autori ritengono inoltre che una maggiore conoscenza del business permetta ai manager dell'azienda acquirente di impiegare efficacemente la loro "logica dominante", o la concettualizzazione comune dei requisiti di successo in un business acquisito. Le acquisizioni correlate inoltre, possono permettere alle risorse preesistenti dell'azienda acquirente di essere produttivamente sfruttate in nuovi business dove è più probabile che tali risorse siano apprezzate e rilevanti. Queste argomentazioni non vogliono suggerire, naturalmente, che tali acquisizioni siano senza rischi, ma che esse possono ridurre il rischio finanziario inerente alle acquisizioni (King, Dalton, Daily e Covin (2004). Anche Palich, Cardinal, e Miller (2000) hanno studiato l'impatto sulla performance d'impresa utilizzando indicatori contabili della performance nel caso in cui nell'acquisizione sono coinvolte imprese correlate[6]. Dalla loro analisi è emerso che in questo caso l'acquisizione porta ad un aumento della performance post-acquisizione. Ciò può essere dovuto al fatto che tali acquisizioni possono permettere alle risorse preesistenti dell'azienda acquirente di essere produttivamente sfruttate in nuove attività dove è più probabile che tali risorse siano valutate e rilevanti.

Li, Wang, Ren e Zhao (2020) hanno invece preso in considerazione l'influenza della distanza istituzionale formale[7] e informale[8] sulla performance delle imprese nelle *cross-border* M&A, utilizzando anch'essi i più comuni indicatori di performance contabili. I loro risultati suggeriscono che la distanza istituzionale formale ha un effetto negativo sulla performance delle imprese delle M&A a breve termine e un effetto positivo sulla performance delle imprese delle M&A a lungo termine. Al contrario, la distanza istituzionale informale ha un effetto positivo sulla performance delle imprese delle M&A a breve termine e un effetto negativo sulla performance delle imprese delle M&A a lungo termine.

Vinogradova (2021) ha invece analizzato la performance post acquisizione considerando le acquisizioni che hanno come obiettivo la crescita strategica. A tal fine l'autrice ha preferito però analizzare i prezzi delle azioni prima e dopo l'acquisizione e il discostamento di questi dal principale indice finanziario locale più appropriato. Ciò che è emerso è che tali acquisizioni registrano rendimenti negativi il giorno dell'annuncio e nel breve periodo di tempo intorno ad esso.

[6] Due aziende si dicono correlate se presentano le stesse linee di prodotti.

[7] Le istituzioni formali sono comunemente le leggi, i regolamenti, le costituzioni e le organizzazioni presenti in un Paese.

[8] Le istituzioni informali includono norme sociali, costumi o tradizioni.

Secondo Brouthers e Dikova (2010) questi scarsi risultati di performance possono però derivare dal fatto che le aziende stanno scegliendo come modalità di internazionalizzazione le operazioni M&A, anche quando sarebbe più adeguato usare un investimento di tipo *greenfield*. Di conseguenza, se la scelta tra *greenfield* e M&A fosse più ponderata, il quadro generale delle acquisizioni potrebbe migliorare.

Nella tabella 3 è riportata una sintesi dei risultati appena esposti sull'impatto delle M&A sulla performance d'impresa tenendo in considerazione alcuni fattori determinanti.

Tabella 3: I Fattori che influenzano la performance post acquisizione

Fattori che influenzano la performance post acquisizione	**Metodo di misurazione utilizzato**	**Risultato dell'operazione di M&A**	**Autori**
L'impresa acquirente è una conglomerata	Dati contabili presenti in Bilancio	Performance positiva	Salter e Weinhold (1978)
		Performance negativa	King, Dalton, Daily e Covin (2004)
L'impresa acquirente è una correlata	Dati contabili presenti in Bilancio	Performance positiva	King, Dalton, Daily e Covin (2004) Palich, Cardinal, e Miller (2000)
Distanza istituzionale *informale* tra le imprese coinvolte nell'operazione di M&A	Dati contabili presenti in Bilancio	▪ Performance positiva nel breve termine ▪ Performance negativa nel lungo termine	Li, Wang, Ren e Zhao (2020)
Distanza istituzionale *formale* tra le imprese coinvolte nell'operazione di M&A	Dati contabili presenti in Bilancio	▪ Performance negativa nel breve termine ▪ Performance positiva nel lungo termine	Li, Wang, Ren e Zhao (2020)
L'obiettivo dell'M&A è la crescita aziendale	Variazione dei prezzi delle azioni e il discostamento dei prezzi dal principale indice finanziario locale più appropriato	Performance negativa	Vinogradova (2021)

Fonte: elaborazioni personali

1.5 Le cause principali del fallimento delle M&A

Come esposto nel paragrafo precedente, dalla maggioranza degli studi empirici lì analizzati, è emerso che le M&A si rivelano un fallimento. Seth, Song e Pettit (2002) hanno quindi analizzato i fattori che

creano o distruggono valore nelle M&A; i risultati del loro studio indicano che una ragione di fallimento potrebbe essere nella scelta di una metodologia di misurazione della performance non coerente con la motivazione alla base dell'operazione di M&A: infatti, perché si possa effettivamente registrare un fallimento è necessario che il metodo di misurazione della performance sia adeguato alla ragione per cui un'impresa intende acquisirne un'altra.

Haspeslagh e Jemison (1991) hanno invece mostrato che gli scarsi rendimenti post acquisizione sono spesso legati a motivazioni di fusione imprecise, a una selezione inadeguata del target e a processi di integrazione costosi. Weber, Tarba e Öberg (2014), hanno individuato nell'errata valutazione in termini di prezzo dell'operazione un ulteriore fattore che determina il fallimento di un'operazione di M&A. Di fatto, a volte, l'impresa acquirente paga un premio che supera il valore dell'impresa acquisita; esso è generalmente così alto che anche le attività di gestione di successo dopo l'acquisizione non forniscono un ritorno sull'investimento e questo determina il fallimento dell'operazione. In base a ciò solo gli azionisti della società acquisita traggono profitto, mentre gli azionisti della società acquirente non ricevono, in media, alcun beneficio dalla fusione. Il mercato dei capitali identifica questo errore e risponde nella variazione del prezzo delle azioni (Weber, Tarba e Öberg; 2014).

Quando le operazioni di M&A coinvolgono Paesi differenti, il fatto che manager e lavoratori che non si adattano alla fusione, consciamente o inconsciamente, come conseguenza di differenze culturali o di stile di gestione, causando costi considerevoli e disabilitando lo sfruttamento del potenziale di sinergia, può rappresentare un'altra motivazione che determina il fallimento dell'operazione di M&A. Infatti, sempre Weber, Tarba e Öberg (20414) hanno dimostrato che il fattore principale che influenza i manager e i lavoratori, soprattutto nell'azienda acquisita, è il grado di differenze culturali nella gestione organizzativa tra le due imprese coinvolte: quando la differenza di cultura manageriale è considerevole, la fusione è destinata al fallimento.

Un altro problema legato alle operazioni di M&A che ne può determinare il fallimento risiede negli obiettivi e strategie contrastanti delle imprese coinvolte nell'operazione, così come ha studiato Whitaker (2012). La ragione principale qui sembra essere che le aziende non si rendono conto di avere strategie contrastanti fino a dopo che il processo di integrazione è iniziato. Di conseguenza, quando i nuovi team di gestione non concordano nella pianificazione e nella risoluzione di eventuali problemi, il conflitto è inevitabile. Questo può minare significativamente il successo dell'integrazione. Per riassumere, come più volte sottolineato, a volte gli scontri culturali possono rappresentare una ragione di fallimento. Infatti, in situazioni di bassa distanza culturale, un alto livello di capacità di assorbimento delle conoscenze porta le imprese ad apprendere l'una dall'altra creando

competenze distintive che sono collegate alla precedente. Al contrario, un basso livello di *absorptive capability* porta le imprese a lavorare in modo comune ma senza alcuna sinergia. È infatti proprio la creazione di nuove competenze distintive che influisce sulla capacità di un'impresa di ottenere un vantaggio competitivo, il quale determinerà la performance della nuova impresa creata.

Nella mia trattazione, tenterò tuttavia di mostrare che molti degli assunti enunciati in precedenza non riguardano tutti i settori: infatti, nel corso della tesi, analizzerò nello specifico i risultati di successo ottenuti nel settore del lusso. Questi sono in parte dovuti alle caratteristiche specifiche di tale settore, la cui analisi dettagliata è fornita nel prossimo capitolo.

Capitolo 2:

Il mercato del *fashion-luxury*

2.1 Il concetto di lusso e la sua evoluzione nel tempo

Il concetto di lusso è stato notevolmente dibattuto in letteratura a causa della sua natura complessa, ambigua e ambivalente, che lo rende difficile da definire (Kapferer (1998); Phau e Prendergast (2000); Vickers e Renand (2003); Heine e Phan 2011; Reyneke, Berthon, Pitt e Parent (2011)).

Wirtz, Holmqvist e Fritze (2020) hanno cercato di dare una definizione del significato di "lusso", che possa quindi essere usata comunemente. Per arrivare a una definizione è stata svolta dapprima una ricerca dettagliata delle varie definizioni che si trovano in letteratura, raggruppate nella tabella sottostante; in seguito, tenendo in considerazione la definizione di Wirtz, Holmqvist e Fritze (2020) di lusso, ossia quella secondo cui «*Luxury services are extraordinary hedonic experiences that are exclusive. Exclusivity can be monetary, social and hedonic in nature. Luxuriousness is jointly determined by objective service features and subjective customer perceptions. Together, these characteristics place a service on a continuum, starting from everyday luxury (i.e. with low levels of exclusivity and extraordinariness), to luxury, to elite luxury (i.e. with high levels of exclusivity and extraordinariness)*.».

Tabella 4: Definizioni del concetto di lusso presenti in letteratura

Definizione	**Fattori chiave**	**Autori**
«*A luxury good or service is of high quality, offers authentic value, is prestigious, worthy of a high price, and inspires a connection in the consumer.*»	▪ Qualità ▪ Prezzo ▪ Prestigio ▪ Autenticità ▪ Connessione	Ko, Costello, Taylor, (2019)
«*Luxury is a hedonic escapism where characteristics of traditional luxury goods such as exclusivity, aesthetics and authenticity make the experience luxurious.*»	▪ Esclusività ▪ Estetica ▪ Evasione ▪ Autenticità	Holmqvist, Diaz, Peñaloza (2020
«*Gaining status is the core goal of luxury consumption for interdependent consumers, while consumers with an independent self-concept focus on hedonism, utilitarianism and self-communication.*»	▪ Status ▪ Edonismo ▪ Self-concept	Kastanakis, Balabanis (2014)
«*Luxury can offer both status and pleasure. Luxury is not about the object but about the relationships customers have with it. No object is intrinsically luxury; luxury is materialized in the specific context.*»	▪ Stato ▪ Piacere ▪ Relazione	Dion, Arnould (2011)
«*Luxury is a social phenomenon with a human connection, for two reasons (i) luxury goods are handmade and (ii) luxury goods are accompanied by outstanding personal service.*»	▪ Artigianato ▪ Esclusività ▪ Connessione umana	Kapferer, Bastien (2009)
«*Luxury goods are symbols of personal and social identity, and the status associated with luxury goods is an important part.*»	▪ Stato ▪ Simbolo di identità	Vickers, Renand (2003)

Fonte: Wirtz, Holmqvist e Fritze (2020)

Come è evidente dalla tabella, non emerge dalla letteratura un'unica definizione di lusso: molte si concentrano su dimensioni come l'alta qualità del prodotto, il prezzo elevato, l'esclusività, altre sulle emozioni positive del cliente (compresa l'esperienza edonica, l'evasione edonica, l'autenticità percepita). Ne consegue che il concetto di lusso è caratterizzato da un significato frammentario, a tal punto che neanche gli autori sono riusciti a rintracciarne una definizione comprensiva di tutti gli aspetti sopra citati.

Okonkwo (2007), per dare una definizione di "lusso", ha ritenuto importante però prendere in considerazione il cambiamento della ricchezza globale dei consumatori: il conseguente aumento del potere di acquisto avrebbe infatti portato ad un coinvolgimento sempre maggiore della classe media

nell'acquisto di beni di lusso. Tale cambiamento ha reso il lusso più accessibile senza determinare però una perdita di valore degli stessi beni: viene così coniato il concetto di "New Luxury". Pertanto, secondo l'autore il lusso non è più un indicatore di superiorità: i prodotti presentano livelli di qualità più alti sebbene a prezzi più contenuti, il che non li rende più accessibili solo ad una élite.

Il fatto che il lusso divenne accessibile ad un numero più alto di consumatori è un fenomeno che viene definito "democratizzazione del lusso" (Dubois e Laurent; 1996). Questo ha preso il via dagli anni Ottanta con l'emergere della globalizzazione (Silverstein, Fiske e Butman; 2003), ma anche per la nascita di nuovi modelli di business basati sulla crescita dei ricavi attraverso la produzione e la vendita di accessori e prodotti su licenza, che richiedono costi inferiori rispetto ai beni iconici ma importanti per la *brand image* (Guercini e Milanesi; 2016). Come risultato di questa evoluzione, il lusso può essere collegato a diversi livelli di percezione, che comprendono forme più o meno esclusive (Vigneron e Johnson; 2004).

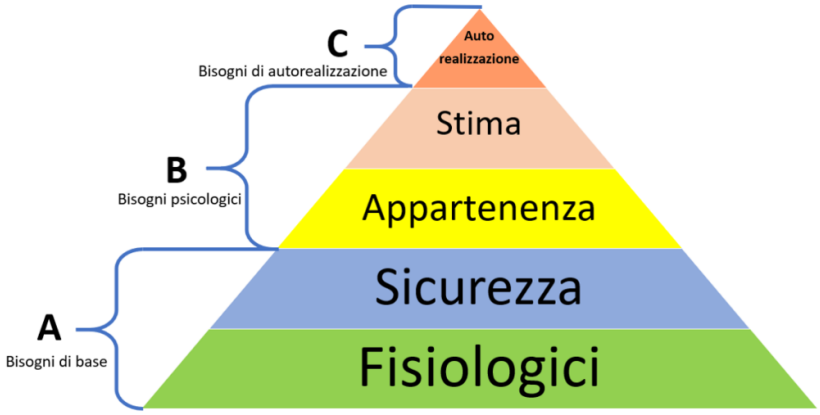
Il concetto di lusso che è emerso a seguito del fenomeno di democratizzazione del lusso può quindi essere inteso come paradosso, in quanto ora un brand di lusso deve trovare un equilibrio che porti all'esclusività del brand e all'accessibilità dei prodotti. L'esclusività del brand è necessaria poiché guida la *brand image*, consente l'applicazione di un *premium price* e definisce lo stile del marchio. L'accessibilità invece indirizza le vendite, in quanto allarga la base di clienti (Kapferer, Klippert e Leproux; 2014). È necessario che un brand di lusso mantenga sempre questo equilibrio: infatti, se propendesse verso l'accessibilità potrebbe perdere anche il carattere distintivo dell'esclusività e il prestigio del marchio verrebbe eroso (Dubois e Paternault, 1995).

2.2 I driver dell'acquisto di un bene di lusso

Secondo il concetto di lusso tradizionale, i prodotti di lusso sono caratterizzati da esclusività e sono rappresentativi di uno status. Vengono quindi realizzati per essere desiderabili per ragioni diverse dalla loro principale funzione, assecondando il fattore che più incide nella mente del consumatore nell'acquisto di un bene in un determinato periodo storico o in un altro, che può essere l'ambizione, l'ostentazione, il potere e il desiderio di mettersi alla prova (Jackson e Bruce, 2004). Infatti, come suggerisce la Teoria di Maslow (1970), acquistare un bene di lusso non rappresenta una necessità posizionata alla base della piramide dei bisogni. Tale piramide, da costui realizzata, propone una gerarchia di bisogni, che vanno da quelli fisiologici di base fino ai bisogni di auto-realizzazione. I bisogni di livello inferiore devono quindi essere soddisfatti prima che quelli del livello successivo diventino importanti fonti di motivazione. L'acquisto di un bene di lusso si colloca nella parte

intermedia della piramide in quanto soddisfa i bisogni psicologici di stima e di appartenenza, come è possibile vedere nella figurata sotto riportata.

Figura 1: Piramide dei bisogni di Maslow



Fonte: Oved (2017)

Un'ulteriore teoria che tiene in considerazione gli aspetti psicologici dei consumatori nell'acquisto di un bene di lusso è la Teoria di Veblen (1899). Essa si discosta dalla legge microeconomica secondo la quale la domanda diminuisce con l'aumento dei prezzi, ma anzi afferma che quando il prezzo dei beni di lusso aumenta, aumenterà anche la loro domanda: ne consegue che l'elasticità della domanda rispetto al prezzo per molti prodotti di lusso è positiva (Bagwell e Bernheim 1996). Quando però il livello di prezzo è molto alto, la domanda tornerà a seguire la legge microeconomica. Questo fenomeno può essere spiegato facendo riferimento al concetto di lusso secondo il quale i consumatori di tali beni ricercano approvazione e stima in quanto il bene è simbolo di status elevato. Infatti, la diminuzione dei prezzi di un bene ridurrebbe il desiderio di acquisto dei consumatori perché non rappresentativo di superiorità, poiché non permetterebbe agli stessi di esaudire il loro desiderio di ostentare ricchezza, profondamente inciso nella natura umana. Ciò dimostra che c'è una relazione molto stretta tra prezzo, qualità percepita e prestigio.

Leibenstein (1950) ha però individuato due ulteriori effetti del consumo dei beni di lusso: snob e *bandwagon*. L'effetto *bandwagon* si riferisce alla misura in cui la domanda di un bene è aumentata a causa del fatto che anche altri stanno consumando lo stesso bene. Secondo questa prospettiva i consumatori dei beni di lusso sono quindi spinti dalla volontà di appartenere ad un gruppo sociale da loro ritenuto superiore ed essere riconosciuti dal gruppo stesso. Al contrario, l'effetto snob si riferisce alla misura in cui la domanda di un bene è diminuita a causa del fatto che anche altri stanno

consumando lo stesso bene o che altri stanno aumentando il loro consumo di quel bene. In questo caso il desiderio dei consumatori diventa quello di essere unici e di differenziarsi dal gruppo, anche non tenendo in considerazione il prezzo del bene: a tal fine questi consumatori spesso ricercano brand di lusso non comuni (Tsai, Yang e Liu; 2013). Va da sé affermare quindi che l'acquisto di un bene di lusso non è determinato dalle sue caratteristiche, ma da stimoli esogeni, come l'aumento del prezzo, dovuto alla psicologia dei consumatori, e aumento del reddito, dovuto alle mutate condizioni del mercato cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente.

Gli effetti snob, *bandwagon* e Veblen, ma soprattutto quest'ultimo, spiegano quindi l'aumento costante dei prezzi dei beni di lusso. Kapferer e Bastien (2012) hanno infatti notato che i brand di lusso aumentano regolarmente i prezzi dei loro prodotti per aumentare la domanda e anzi non li riducono per evitare di incorrere nel rischio di un calo delle vendite. Va comunque ricordato che i prezzi di tali prodotti aumentano anche come conseguenza dell'inflazione.

2.3 Analisi del mercato del lusso[9]

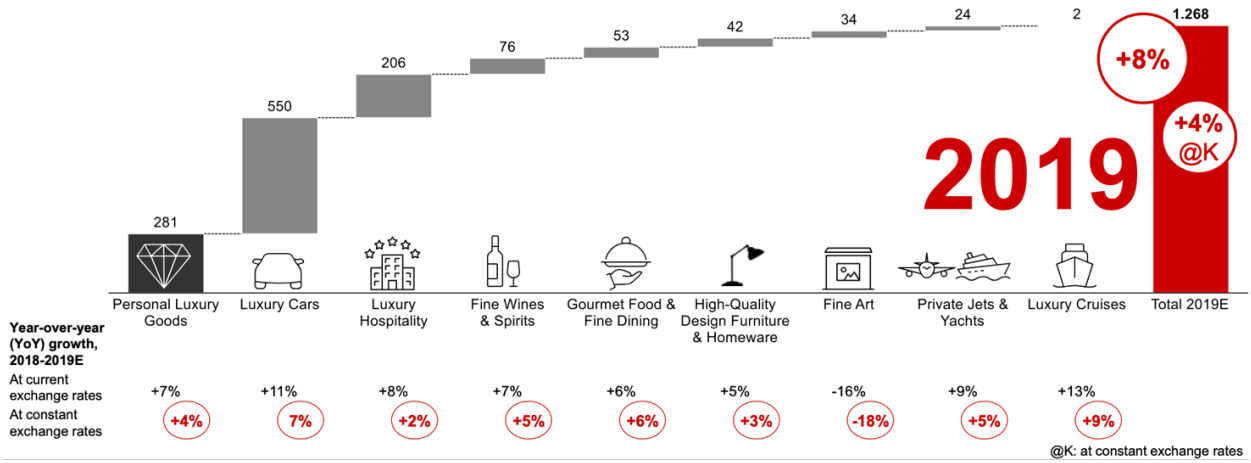
Così come il concetto di lusso è di difficile definizione, anche il relativo mercato presenta delle difficoltà nella sua individuazione a causa delle numerose categorie di prodotti che possono rappresentare le diverse definizioni di lusso. Sicuramente, comunque, dalle varie definizioni del concetto di lusso è possibile dedurre che nel mercato di riferimento vengono commercializzati beni e servizi costosi e di alta qualità, che comunicano un modo di vivere elegante, qualitativo ed esclusivo, e il cui acquisto presuppone componenti emozionali derivanti dall'utilizzo e dal possesso del bene, che determinano a loro volta un senso di esclusività.

Bain & Company in collaborazione con Altagamma[10], nel suo annuale *Worldwide Luxury Market Monitor*, cerca di dare una definizione più tecnica di mercato di lusso, individuando nello specifico nove categorie di prodotti rientranti nel *luxury market*: beni di lusso personali, auto di lusso, hotel di lusso, vini e liquori pregiati, cibo gourmet e cucina raffinata, mobili di design e articoli per la casa di alta qualità, arte di lusso, jet e yacht privati e crociere di lusso. Effettuando un'analisi che comprenda tutte queste categorie merceologiche, Bain & Company ha rilevato che il mercato del lusso, globalmente inteso, nel 2019 ha registrato circa 1,3 trilioni di euro di turnover con una crescita tra il 2018 e il 2019 del 4% a tassi costanti, come è possibile vedere dal grafico sotto riportato.

[9] I dati riportati nel presente paragrafo sono stati registrati prima della pandemia globale da Covid-19. La decisione di effettuare una panoramica del settore del lusso senza influenze atipiche proviene dalla volontà di fornire le caratteristiche tipiche di tale mercato.

[10] Fondazione che riunisce le imprese dell'alta industria culturale e creativa italiana

Grafico 2: Mercato Globale del Lusso nel 2019 con valore in miliardi di euro.



Fonte: Bain & Company, "Monitor Altagamma sul Mercato Mondiale del Lusso"

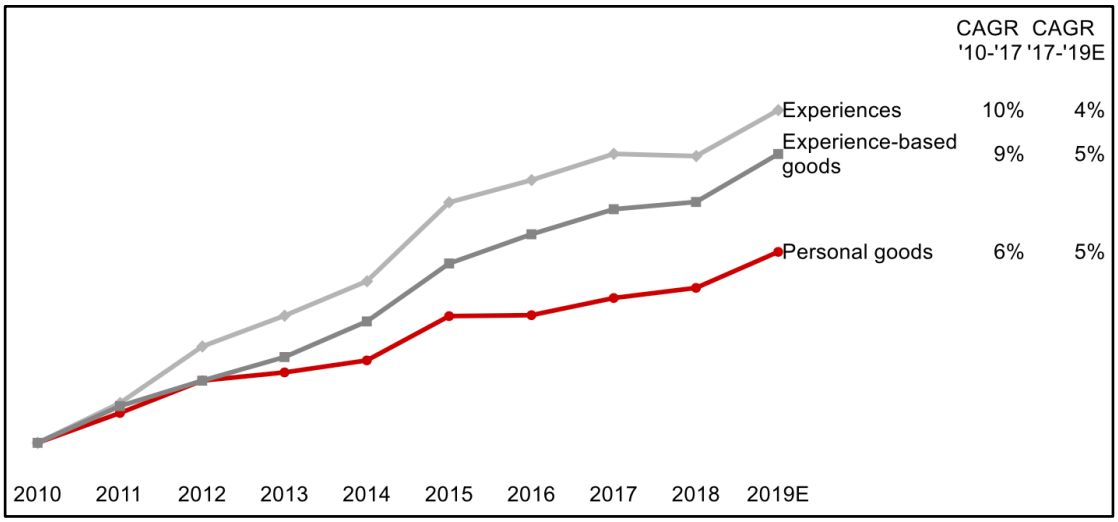
Ciò che è possibile notare da questo grafico è quanto ogni singolo segmento di mercato ha contribuito alla sua crescita. Innanzitutto, con l'aumento del 9% tra il 2018 e il 2019, sono le crociere di lusso a guidare maggiormente la crescita, seguite dalle auto di lusso (+7%), dalla cucina gourmet (+6%) e dai jet e yacth privati (+5%). Inoltre, è possibile notare che una crescita più lenta è stata registrata dai *personal luxury goods* (+4%), dall'arredamento di lusso (+3%) e dagli hotel di lusso (+2%). L'unico segmento che ha registrato una decrescita tra il 2018 e il 2019 è stato invece quello dell'arte di lusso, con -18%.

Per dare una panoramica più chiara della crescita di tutto il settore del lusso, Bain & Company ha anche analizzato la crescita specifica delle varie categorie di prodotti partendo però dal 2010, raggruppandole in tre categorie più grandi:

- *personal goods*: includono i mobili di design, gli articoli per la casa di alta qualità e i beni di lusso personali;
- *experience goods*: vi rientra l'arte raffinata, le auto di lusso, i jet e yacht privati, i vini e liquori raffinati e il cibo gourmet;
- *experiences*: comprendono gli hotel di lusso, le crociere e i ristoranti raffinati.

Da tale analisi, mostrata dal grafico sottostante, è possibile rilevare che il consumo di *experience goods* è cresciuto rapidamente, nonostante la recente contrazione dell'arte di lusso e le forti fluttuazioni dei jet e degli yacht di lusso; mentre le *experiences* hanno registrato un rallentamento negli ultimi anni, dovuto a una crescita lieve negli hotel di lusso.

Grafico 3: Tasso di crescita dei personal goods, experience goods e experiences dal 2010 al 2019



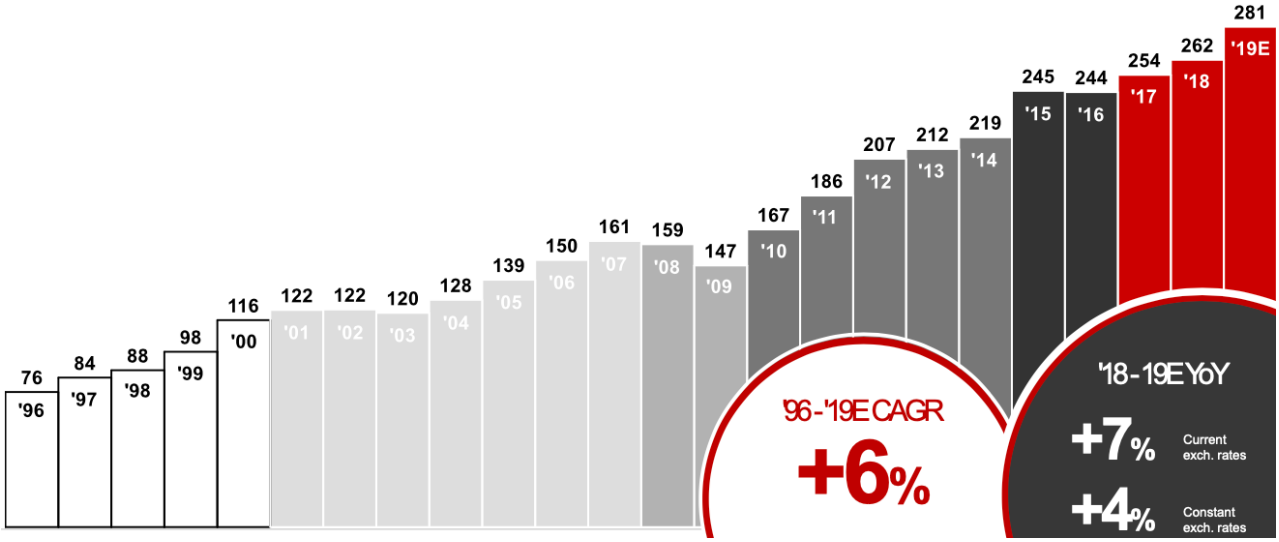
Fonte: Bain & Company, "Monitor Altagamma sui Mercati Mondiali"

L'analisi della crescita dei *personal luxury goods* è stata maggiormente approfondita: tale segmento registra una continua crescita a partire dagli anni Novanta. Questo non solo per la democratizzazione del lusso, ma anche per l'incremento dei flussi di turisti e della spesa di questi ultimi in beni di lusso, come anche per l'emancipazione delle donne, per un aumento del livello di istruzione della maggioranza della popolazione nei Paesi sviluppati e per la volontà degli individui di vivere in una situazione di maggiore agio (Gutsatz e Heine; 2018). Le uniche due piccole decrescite si sono registrate tra il 2002 e il 2003 e tra il 2008 e il 2009: la prima è stata dovuta ad un indebolimento del dollaro e dello yen rispetto all'euro, mentre quella registrata tra il 2008 e il 2009 è stata causata dalla crisi finanziaria di quegli anni. Infatti, in quest'ultimo periodo, i mercati più importanti per i brand di lusso erano gli Stati Uniti e il Giappone, entrambi colpiti in modo sostanziale dalla crisi. Il segnale maggiore della ripresa di tale mercato è arrivato nel 2010 dalla Cina. Anche la costante apertura di negozi nelle città secondarie negli Stati Uniti ha determinato un ritorno alla crescita delle vendite nel Paese, incrementato ulteriormente dal flusso di cinesi e russi in viaggio nelle città occidentali degli USA, come Las Vegas e Los Angeles (Guercini e Milanesi; 2016). Le vendite sono infatti cresciute del 17% tra il 2010 e il 2011 raggiungendo i 186 miliardi di euro. Dal 2012 in poi è iniziata una crescita stabile, fortemente influenzata dagli effetti della crisi del debito sovrano del 2009 verificatasi in diversi Paesi europei (come Grecia, Irlanda, Cipro e Portogallo); essa ha contribuito ad abbassare il tasso di crescita del settore dal 17% al 7,1%, percentuale che è rimasta stabile per i due anni successivi. Dal 2015 invece il valore dell'industria è cresciuto nuovamente a due cifre, ossia del 21%, raggiungendo i 1.044 miliardi di euro, grazie al deprezzamento dell'euro rispetto ad altre valute come il dollaro USA e lo yen, con conseguente registrazione delle vendite

maggiori soprattutto in Europa. Dopo questo breve ma sostanziale rialzo, un nuovo periodo di crescita più moderata è iniziato nel 2016, quando il tasso di crescita è sceso al 4%, come quello registrato tra il 2018 e il 2019, raggiungendo così i 281 miliardi di euro.

Il grafico sotto riportato evidenzia quanto appena esposto sulla crescita dei beni di lusso della persona, a partire dagli anni Novanta fino al 2019.

Grafico 4: Crescita dei beni di lusso della persona dal 1996 al 2019.



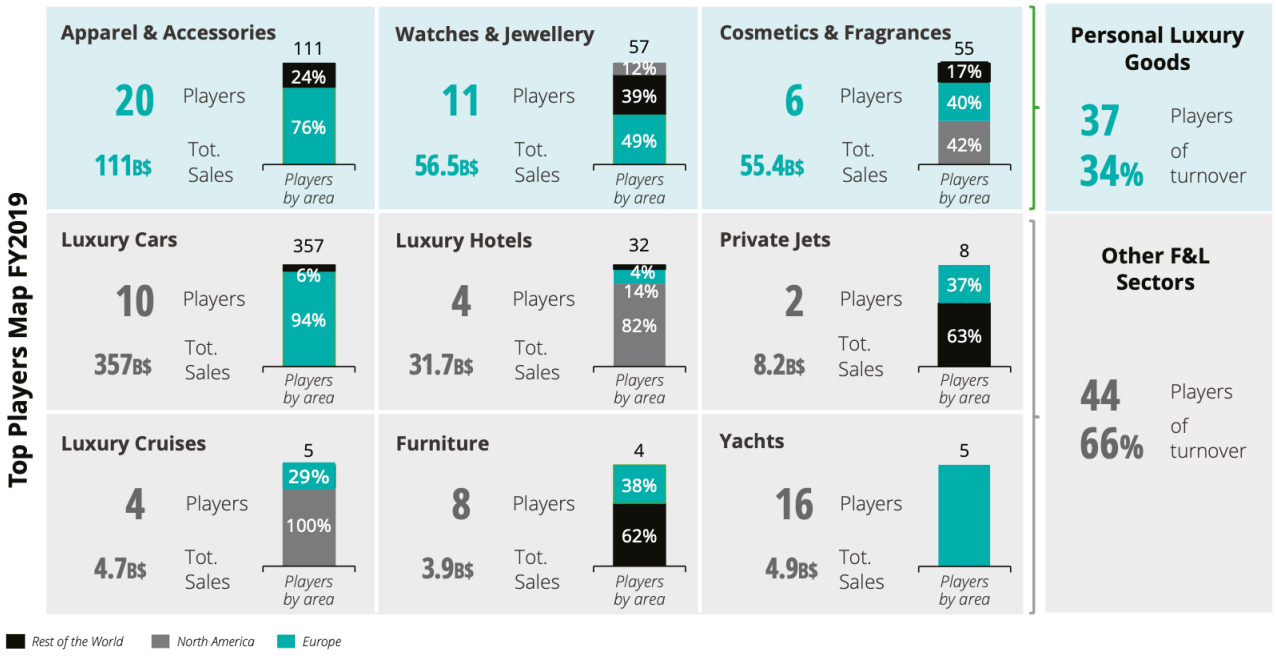
Fonte: Bain & Company, "Monitor Altagamma sui Mercati Mondiali"

Tornando alla crescita di tutto il settore è bene sottolineare che questa è stata guidata da una varietà di fattori, il più significativo dei quali è stato l'aumento del numero di individui con un alto patrimonio netto (Vickers e Renand; 2003). La ricchezza degli individui viene misurata dall'indice UHNWI (*ultra-high-net-worth individuals*) definito come il numero di individui con 30 milioni di dollari di patrimonio netto (Bain & Company; 2019). Dall'analisi di Bain & Company del 2019 è emerso che gli UHNWI hanno rappresentato circa il 30% del mercato del lusso, percentuale di cui circa il 32% proviene dall'America, il 21% dall'Europa, il 40% dall'area APAC (sud-est asiatico) e circa il 7% dall'area ROW (*rest-of-the-world*).

Contrariamente a quanto emerge dall'analisi dell'indice UHNWI, la ricerca condotta da Deloitte (2020) sull'andamento del mercato del lusso nel 2019, ha evidenziato che le aree geografiche che maggiormente consumano beni di lusso restano l'Europa e il Nord America, sebbene il resto del mondo stia contribuendo all'EBITDA del mercato di lusso in maniera sempre crescente. Deloitte è giunta a tali conclusioni prendendo in analisi ottantuno *players* operanti nel settore in questione e

facendo riferimento a tutti i segmenti del mercato. Dal grafico sottostante è infatti possibile constatare che l'area dell'Europa è quella che ha contribuito maggiormente alle vendite di questo settore, specialmente per i *personal luxury goods*, yacht e auto di lusso. Al contrario, in Nord America i consumi maggiori si sono registrati per gli hotel e le crociere di lusso. Il resto del mondo ha invece contribuito alle vendite dei jet privati e dei mobili di design più delle altre aree geografiche.

Grafico 5: Analisi delle performance commerciali dell'industria del lusso



Fonte: Deloitte, "Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2020"

Dall'analisi di Deloitte è possibile notare inoltre che ciò che ha contribuito maggiormente al fatturato del settore nel 2019 sono quei segmenti di mercato che non venivano originariamente inseriti in tale settore: questo perché al settore del lusso venivano precedentemente associati solo i *personal luxury goods*, con i più noti prodotti quali abbigliamento e accessori, gioielli, orologi, cosmetici e fragranze. Sono infatti i brand di tali beni che maggiormente si associano al "lusso" nella mente del consumatore, grazie alla *brand heritage*[11] costruita nel corso del tempo: basti pensare a brand come Rolex, Hermés, Bulgari e Chanel. Accanto a questi segmenti sono quindi emersi negli anni altri prodotti, ma soprattutto esperienze, che oltre al fatturato hanno contribuito alla crescita del settore, come riportato nel grafico 4. Infatti, secondo quanto affermato da Okonkwo (2007) con l'aumento del potere d'acquisto della *middle-class* è cambiato anche l'approccio al consumo, ora basato

[11] La *brand heritage* è una dimensione della *brand identity* che si fonda sulla longevità e sulla storia dell'impresa.

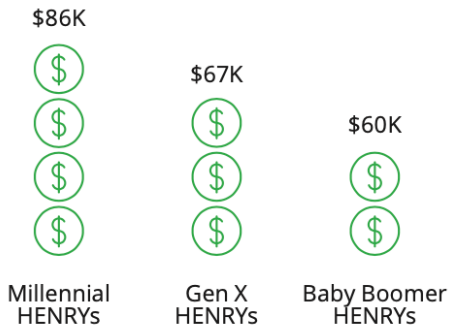
maggiormente su un'attenzione maggiore alle emozioni e all'esperienza, dove questa è intesa anche come la sensazione di lusso che il brand riesce a trasferire al proprio consumatore.

Questo significativo impatto dei "nuovi" segmenti di lusso è determinato dall'effetto snob tipico dei consumatori dello stesso; è proprio con prodotti e servizi diversi ma pur sempre di lusso che i consumatori possono sentirsi parte di una élite a cui è difficile appartenere, evitando i prodotti che ormai hanno subito un'inflazione di consumo. Questo è quanto sostenuto da Heine (2012), che ha appunto individuato nella nascita di nuovi prodotti nel corso della storia il motivo di questa tendenza a ricercare sempre nuove categorie di prodotti di lusso. Lo studioso riporta l'esempio dell'azienda Nokia, che in seguito all'avvento del telefono cellulare come prodotto di mercato di massa ha utilizzato il potenziale del suo brand Vertu per realizzare il primo marchio di telefoni cellulari di lusso, stabilendo così un nuovo segmento di questo mercato.

Un ulteriore fattore da menzionare fra quelli che hanno contribuito alla continua crescita del settore del lusso è la mutata e aggiuntiva categoria di consumatori avvicinatasi al mercato del lusso a partire dagli anni Ottanta, cui si faceva riferimento sopra, ossia la *middle-class*. Ciò emerge anche dal report Global Powers of Luxury Goods (2019) di Deloitte infatti, gli HENRY, ossia gli *High-Earners-Not-Rich-Yet*, rappresentano una parte significativa dei consumatori che contribuiscono alla crescita di tale settore. Tali consumatori, secondo Equifax[12], hanno un'età media di 43 anni, presentano un reddito superiore a 100.000 dollari e un patrimonio investibile inferiore a 1 milione di dollari. Inoltre, soprattutto i Millennials HENRY, sono esperti di tecnologia digitale e pertanto prediligono lo shopping online. Tra tutti gli HENRY sono infatti questi ultimi ad investire maggiormente i loro guadagni in prodotti di lusso, raggiungendo complessivamente 86.000 dollari di spesa media annuale, come è possibile verificare dal grafico sottostante.

[12] Equifax è un'agenzia multinazionale americana di reportistica del credito al consumo.

Figura 2: Spesa media annuale dei consumatori HENRY, in migliaia di dollari.



Fonte: Deloitte, Global Powers of Luxury Goods 2019

Sulla base del dato appena emerso, le imprese di questo settore hanno iniziato ad investire in strategie in linea con le preferenze soprattutto dei Millennials e Gen Z. Queste generazioni sono infatti esperte di tecnologia anche perché figlie della rapida digitalizzazione, e sono inoltre notevolmente influenzate dai social media per prendere le loro decisioni d'acquisto. Per questo le imprese si sono evolute verso nuove modalità di vendita, come l'e-commerce, nonché verso strategie di comunicazione basate sulle piattaforme dei social media.

Un ulteriore fattore che ha influenzato le strategie dei brand al fine di inserire all'interno del proprio target di consumatori anche le nuove generazioni, è stato l'attenzione sempre maggiore alla sostenibilità ambientale e agli aspetti sociali. Questa attenzione è dovuta all'associazione del mercato del *fashion-luxury* con il consumismo eccessivo, con i costi estremamente alti, con fattori poco o per niente accettati dai consumatori presi in analisi (Deloitte; 2019). Per questi ultimi infatti l'etica e i valori morali, e più nello specifico l'ambiente, il benessere degli animali, il processo produttivo, le condizioni lavorative, l'impatto positivo sulle comunità, l'*empowerment* femminile, l'attenzione al razzismo, sono i principali driver nella scelta di acquisto e quindi di conseguenza dei brand a cui affidarsi. In altre parole, tali consumatori scelgono i loro brand preferiti sulla base dei valori da questi ultimi sostenuti, essendo anche disposti a pagare un *premium price* che li rifletta. Ne consegue che i brand di lusso che vogliono mantenere questi clienti devono evolvere verso nuovi modelli di lusso etici e sostenibili ed innovare la propria *value proposition* riflettendo i valori culturali anche nelle proprie collezioni. Così ha fatto Dior nel 2017, includendo una t-shirt con lo slogan "*We Should All Be Feminists*" già nella sua collezione primavera/estate di quell'anno. Con lo stesso fine, un'altra pratica utilizzata sempre più spesso è la divulgazione di informazioni sui processi etici del lavoro e di attenzione all'ambiente nelle *supply chain*, che prima non venivano rese note al pubblico. Per

esempio, Hermès divulga annualmente informazioni chiave sui suoi fornitori *Tier* 1[13] e sugli impianti di lavorazione; a tale pratica si sono unite numerose altre imprese, che hanno rappresentato il 12,5% di tutte le imprese operanti in tale settore nel 2016, fino a raggiungere nel 2019 il 35%. Chanel invece ha lanciato la Mission 1.5° a Marzo del 2020, ovvero un piano per ridurre le emissioni di carbonio nel prossimo decennio e contribuire ad accelerare la transizione verso un mondo più sostenibile, in linea con gli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi sul clima del 2015. Un ulteriore esempio in termini di sostenibilità può essere offerto da Gucci, che ha firmato gli Standard di condotta delle Nazioni Unite per il business nel 2017 per affrontare la discriminazione contro le persone LGBTI ed è stata la prima azienda di beni di lusso a nominare un responsabile globale per la diversità, l'uguaglianza e l'inclusione. Un altro brand notevolmente sensibile a tale argomento è Prada, che considera la sostenibilità un pilastro della sua cultura e una parte fondamentale della sua strategia. Prada infatti, ha aderito al G7 Fashion Pact con l'obiettivo di ridurre il suo impatto sul clima, sulla biodiversità e sugli oceani. Inoltre, attua politiche per migliorare l'efficienza energetica, utilizzare fonti di energia rinnovabili e ridurre i rifiuti. Ma la sua attività più famosa in materia è stata la creazione della linea sostenibile Re-Nylon che includeva le sue iconiche borse realizzate con un unico nuovo nylon riciclato ECONYL.

2.4 Globalizzazione e internazionalizzazione nel settore del lusso

La globalizzazione, altro aspetto chiave del mercato in questione, è un fenomeno complesso e multidimensionale che può essere spiegato considerando i modi in cui i mercati sono convergenti in tutto il mondo e i modi in cui i poli di produzione si sono spostati geograficamente per andare incontro ai consumatori globali (Guercini e Milanesi; 2016). La globalizzazione che ha colpito il settore del lusso ha spinto le sue imprese a sviluppare strategie commerciali che aumentassero l'offerta attraverso l'estensione del marchio in nuove aree geografiche e la loro accessibilità al mercato attraverso l'apertura di punti vendita dedicati, proprio per soddisfare le continue mutevoli esigenze dei consumatori, il loro stile di vita sempre più ricco e la domanda crescente dei beni di lusso (Vickers e Renand; 2003). Per utilizzare altri termini, ciò che ha contribuito alla globalizzazione del mercato del lusso è stata quindi la volontà di sfruttare il potenziale internazionale dei brand di lusso e la loro necessità di raccogliere capitali sufficienti per finanziare l'espansione all'estero. È infatti in un mondo globalizzato che le aziende di lusso riescono a trovare la loro piena espressione (Guercini e Milanesi;

[13] I fornitori *Tier 1* sono società direttamente fornitrici degli OEM (Original Equipment Manufacturer), ossia di un componente, o di una parte di esso, utilizzato nella realizzazione del prodotto.

2016). È proprio per questo che è emerso il pensiero comune che i brand del lusso sono tra le aziende più internazionali (Moore, Doherty e Doyle; 2010).

Le tendenze di convergenza identificate nei mercati, nei prodotti, nel comportamento dei consumatori e nella società non sono l'unico aspetto della globalizzazione: l'altra prospettiva da considerare riguarda invece una valorizzazione della diversità che può comunque esistere in un mondo sempre più globalizzato (Guercini e Milanesi; 2016). Ghemawat (2011) ritiene infatti che le forze della globalizzazione non hanno contribuito alla formazione di un ideale comune identificabile nelle strategie delle numerose aziende che servono il mercato. Differentemente, l'autore crede che ciò che maggiormente sta acquisendo importanza sia la diversità, che può essere rappresentata dall'"effetto del Paese d'origine", secondo il quale la percezione dei consumatori sui prodotti e sui marchi deriva dall'associazione di questi con un Paese specifico. È così che la globalizzazione evidenzia il risultato potenzialmente positivo delle differenze e delle distanze, e di conseguenza dell'impresa che si internazionalizza. È stata infatti la crescita del commercio internazionale dei beni di lusso ma allo stesso tempo anche la grande distanza tra i Paesi coinvolti che hanno determinato il successo del modello di business tipico delle imprese operanti nel settore del lusso, di cui l'internazionalizzazione rappresenta un elemento fondamentale. Al contrario, Zott e Amit (2010) affermano che gli elementi costitutivi del modello di business sono solamente la proposta di valore, il valore consegnato ai clienti e i profitti dell'azienda.

La diversità evidenziata da Ghemawat (2011) può essere riferita, oltre che all'"effetto del Paese d'origine" anche alle differenti modalità di internazionalizzazione che le aziende del settore del lusso scelgono di implementare per imporre il proprio brand nei mercati internazionali. In questa scelta giocano un ruolo fondamentale la valutazione dei benefici di cui poter godere, la valutazione delle capacità per raggiungere tali benefici e l'analisi costi-benefici (Alexander e Korine, 2008). La scelta del metodo di ingresso nel mercato estero è influenzata inoltre dalla capacità dei brand di sviluppare una efficiente strategia di internazionalizzazione, dalla misura in cui poter godere della propria posizione di mercato, dall'impiego delle risorse e dalle condizioni commerciali esterne nei mercati ospitanti (Forslund, 2015).

Ulteriori fattori da considerare nella selezione di una modalità di ingresso nel mercato estero, tipici del settore del lusso, sono il potere decisionale prefissato sulle strategie di *branding* all'estero e il controllo sulle prestazioni operative all'interno dei mercati ospitanti (Assaf, Josiassen, Ratchford, e Barros, 2012). Una modalità di ingresso appropriata fornisce quindi ai brand il controllo sul marketing mix e il potenziale di controllo operativo nei mercati ospitanti. Che la volontà di effettuare un alto controllo sia un fattore determinante la scelta della modalità d'ingresso nel mercato estero è

ciò che è emerso anche dalla ricerca di Bai, He, Shi, McColl e Moore (2021). Da tale analisi è emerso infatti che le aziende di moda preferiscono modalità che consentano un alto controllo affinché così si riesca proteggere la proprietà intellettuale e a sostenere il trasferimento internazionale del know-how in termini di gestione aziendale.

Ma quali sono le diverse modalità di internazionalizzazione tipiche del mercato del lusso? Procedendo dal più alto al più basso grado di controllo e investimento, Alexander e Doherty (2009) hanno proposto nove principali metodi di ingresso nel mercato che verranno analizzati sinteticamente di seguito.

I *flasgship store* sono quindi il metodo di espansione estera che presenta il più alto grado di controllo e di investimento. Essi sono grandi negozi che dispongono di tutte le varianti dei prodotti in magazzino e di tutti i servizi disponibili; per questo il più delle volte sono negozi cosiddetti monumentali, ossia con un forte legame con l'architettura, il che presuppone quindi importanti collaborazioni con famosi architetti di tutto il mondo. I vantaggi più caratteristici di questa modalità estera sono la garanzia del massimo livello di copertura internazionale, la possibilità di stabilire un progetto per l'espansione post-internazionalizzazione e la fornitura di un alto livello di profitto e controllo sulle operazioni estere (Moore, Doherty e Doyle; 2010). Tali negozi inoltre permettono di costruire e migliorare la consapevolezza del marchio su scala globale (Mandara e Moore, 2013). Tuttavia, questi non sono adatti a tutte le aziende a causa del notevole investimento richiesto e della necessità di conoscere il luogo ospitante, e sono appropriati solo nei mercati sviluppati dove esistono già infrastrutture di vendita al dettaglio avanzate e consumatori sofisticati (Lu, 2012). Per dare un'idea visiva che permetta di comprendere maggiormente il valore di tali negozi è possibile fare l'esempio del negozio di Louis Vuitton a Tokyo, realizzato da Jun Aoki e Peter Marino, di Dior a Seoul, su progetto di Christian de Portzamparc con gli interni disegnati da Peter Marino, e di Bulgari a Parigi, disegnato e ristrutturato da Peter Marino, le cui immagini sono riportate di seguito.

Figura 3: Flagship store Louis Vuitton a Tokyo

Figura 4: Flagship store Dior a Seoul

Figura 5: Flagship store Bulgari a Parigi

Un ulteriore metodo di entrata ad alto costo e ad alto controllo è la *crescita organica*. Nel contesto del settore del lusso, la crescita organica è considerata il metodo maggiormente utilizzato per entrare nei mercati esteri (Mintel, 2013). Kapferer (2015) ha suggerito che i marchi di lusso dovrebbero adottare la crescita organica in tutti i Paesi al fine di massimizzare il controllo sul brand e sulle operazioni implementate.

A questa categoria di modalità ad alto costo si aggiungono le *fusioni e acquisizioni*. Attraverso l'acquisizione di organizzazioni che hanno stabilito una struttura di vendita al dettaglio ben sviluppata, l'ingresso nel mercato risulta relativamente facile, il che permette un rapido sviluppo del brand nel mercato ospitante (Siebers, 2011) e tutti gli ulteriori vantaggi analizzati nel primo capitolo. In particolare nel settore in questione, le M&A vengono utilizzate per evitare un'eccessiva estensione di un singolo marchio; è anche per tale motivo che sono nati i conglomerati di lusso internazionali, che hanno aiutato quindi i singoli brand a diversificare i loro portafogli di prodotti (Kapferer e Bastien, 2012). Secondo Chevalier e Gutsatz (2012) è questo il metodo di ingresso più comune impiegato dai brand di lusso, al contrario di quanto affermato dall'azienda Mintel (2013).

Un metodo di ingresso a medio costo sono invece le *joint venture*. Palmer, Owens e De Kervenoael (2010) hanno identificato una serie di ragioni alla base dell'adozione di joint venture nei mercati ospitanti: l'ottenimento di competenze operative e sedi fisiche, il reclutamento di nuovi dirigenti, il superamento delle restrizioni politiche e lo sviluppo dell'immagine del negozio e del marchio di vendita al dettaglio nel mercato estero. Questa modalità però non viene scelta spesso in tale settore a causa dell'imposizione di una quota del 50% di equity da investire e della perdita di controllo sul marchio e sulle attività commerciali (Lu, 2012).

Insieme alle joint venture anche il *franchising* rappresenta una modalità che richiede un investimento medio. Con tale modalità di espansione estera il brand può ottenere una garanzia di uniformità per il suo marchio, un mezzo veloce di espansione e l'ottimizzazione dei costi nell'apprendimento delle conoscenze locali (Lu, 2012). La popolarità del franchising tra i rivenditori di moda di lusso è rapidamente diminuita dalla fine degli anni Novanta a causa del rischio intrinseco di perdere il controllo sulle operazioni commerciali e il rischio di diluire l'immagine del marchio[14] (Kapferer, 2015). Tuttavia, Mintel (2013) ha indicato che il franchising è ancora importante per molti marchi di lusso su piccola scala e per alcuni grandi marchi di lusso in mercati geograficamente distanti.

Un ulteriore metodo a medio costo di investimento è il *licensing*. Le licenze vengono particolarmente impiegate in cosmetici, profumi, occhiali, orologi, costumi da bagno, biancheria intima e articoli per la casa, al fine di sviluppare un'immagine di marca "lifestyle" e perché consentono di accelerare l'estensione del marchio e della distribuzione in modo pragmatico e finanziariamente sostenibile (Li; 2010). Più recentemente, tuttavia, le licenze sono state utilizzate più per la formazione di alleanze strategiche che per l'ingresso nel mercato, e sono state gestite più attentamente dai marchi di lusso (Moore, Doherty e Doyle; 2010). Infatti a scopo di

[14] La diluizione del marchio avviene quando un prodotto non soddisfa le aspettative che i clienti hanno del marchio.

internazionalizzazione sono state particolarmente utilizzate negli anni Ottanta e Novanta per poi essere abbandonate perché i brand hanno realizzato che le licenze avrebbero potuto danneggiare l'immagine del loro marchio se utilizzate per troppi prodotti, e che avrebbero potuto far perdere il controllo sulla gestione del marchio se i *licensees* avessero controllato più i processi di progettazione e produzione che i marchi stessi in generale (Jayachandran, Kaufman, Kumar e Hewett; 2013).

Come metodo di ingresso a basso costo è possibile utilizzare le *concessioni di vendita*, le quali vengono date ad aziende nel Paese ospitante che sono rappresentate dai *department store* o dai *multibrand store*. Le concessioni permettono ai brand di presentare i loro prodotti in modo simile ai loro negozi indipendenti, ma senza la stessa quantità di rischio, riducendo così i loro impegni nei mercati esteri (Alexander e Doherty, 2009). Tale modalità viene spesso adottata dai brand che possiedono una *brand image* distintiva sulla quale poter fare leva (Ared e Winser, 2005).

È fondamentale comunque ricordare che con l'avvento della digitalizzazione è emerso un ulteriore metodo di espansione estera, che può rientrare nella categoria di quelli che richiedono un basso livello di investimento. Internet infatti è diventato uno strumento sempre più importante per i brand di moda di lusso, soprattutto in termini di strategie di distribuzione *omnichannel*, poiché questo è considerato un canale efficiente ed efficace per comunicare con i clienti, per promuovere la consapevolezza del marchio e per distribuire i prodotti (Picot-Coupey, Huré e Piveteau; 2016). L'introduzione della tecnologia mobile e più in generale dell'e-commerce permette ai brand di estendere le opportunità di acquisto oltre i mercati in cui hanno una presenza diretta (Parker e Wang, 2016).

Va sottolineato però che i brand di lusso non sono costretti a scegliere una sola modalità di ingresso, ma possono anche implementare una strategia diversificata di modalità di espansione. Oltretutto, Moore e Burt (2007) hanno notato che i *retailer* della moda di lusso spesso entrano nei mercati esteri attraverso una strategia graduale: adottano infatti dapprima metodi a basso costo, come le esportazioni tramite concessioni, per testare i mercati esteri assumendo un rischio finanziario inferiore, e poi passano ad altri metodi dopo aver acquisito esperienza nei mercati.

Per fornire una sintesi che possa permettere un rapido confronto dei vari metodi di espansione estera delle aziende di lusso, questi sono riportati nella tabella sottostante.

Tabella 5: Le differenti modalità di espansione estera delle aziende di lusso.

Modalità di espansione estera	**Livello di costo dell'investimento e grado controllo**	**Vantaggi**
Flagship store	Alto	▪ garanzia del massimo livello di copertura internazionale ▪ possibilità di stabilire un progetto per l'espansione post-internalizzazione ▪ fornitura di un alto livello di profitto e controllo sulle operazioni estere ▪ possibilità di costruire e migliorare la consapevolezza del marchio su scala globale
Crescita organica	Alto	▪ massimizzazione del controllo sul brand e sulle operazioni implementate
M&A	Alto	▪ rapidità nello sviluppo del brand nel mercato ospitante ▪ elusione di un'eccessiva estensione di un singolo marchio
Joint venture	Medio	▪ ottenimento di competenze operative e sedi fisiche ▪ reclutamento di nuovi dirigenti ▪ superamento delle restrizioni politiche ▪ sviluppo dell'immagine del negozio e del marchio di vendita al dettaglio nel mercato estero
Franchising	Medio	▪ garanzia di uniformità del brand ▪ rapidità di espansione ▪ ottimizzazione dei costi nell'apprendimento delle conoscenze locali
Licensing	Medio	▪ rapidità d'estensione del marchio e della distribuzione in modo pragmatico e finanziariamente sostenibile
Concessioni	Basso	▪ Riduzione del rischio
E-commerce	Basso	▪ Efficienza della distribuzione

Fonte: elaborazioni personali

In ogni caso, qualsiasi siano la modalità o le modalità che un'impresa sceglie per internazionalizzarsi, è necessario che quest'ultima abbia le capacità che permettono l'assimilazione della conoscenza acquisibile dall'estero e la sua incorporazione nella strategia e nelle operazioni dell'azienda (Frasquet, Dawson e Mollà; 2013). Come sottolinea Luo (2002) infatti, l'internazionalizzazione fornisce opportunità di apprendimento attraverso l'esposizione a nuovi mercati e culture, l'internalizzazione di nuovi concetti e l'accesso a nuove risorse, come esposto anche nel primo capitolo.

2.5 L'emergere delle imprese conglomerate nel settore del lusso e il loro impatto nella struttura del settore del lusso

Da quanto emerso dall'analisi del mercato del lusso e dall'internazionalizzazione delle aziende in esso operanti, è chiaro dunque che tale mercato sia in continuo mutamento. Easterby-Smith e Prieto (2008) sostengono che in ambienti in rapida evoluzione, come quello in esame, un'azienda per avere successo deve contare sulla capacità di creare, mantenere e rinnovare le basi del suo vantaggio competitivo. Allo stesso modo, Pitelis e Teece (2010) ritengono che per la gestione dell'impresa nell'economia globale siano necessarie flessibilità, imprenditorialità, apprendimento e le giuste scelte di investimento. Tutte le imprese operanti in tale settore, pertanto, implementano strategie che possano stare al passo con i tempi e soprattutto in linea con la maggioranza dei Paesi coinvolti in questo settore.

Infatti, il ricorso frequente a operazioni di M&A iniziato a partire dalla fine degli anni Ottanta rappresenta la strategia maggiormente implementata a seguito dei sostanziali cambiamenti del mercato avvenuti in quegli anni, esposti nei paragrafi precedenti. L'utilizzo sempre maggiore di operazioni di M&A da parte di una stessa impresa ha determinato pertanto la creazione di grandi gruppi di aziende definite "conglomerati".

Attraverso l'offerta proposta da questi grandi conglomerati, composta da numerosi diversi *monobrand* specializzati, è possibile risalire alla segmentazione delle categorie di prodotti del mercato del lusso effettuata dalle società di consulenza citate sopra, ossia Bain & Company e Deloitte. Insieme a questa prima necessità di creazione di un unico gruppo che offra differenti opportunità di acquisto, bisogna però ricordare i vantaggi derivanti dall'integrazione di attività nella propria azienda che è resa possibile sfruttando le operazioni di M&A. Primo vantaggio fra tutti è l'ottenimento di economie di scala e di scopo, che permettono la condivisione delle risorse che a sua volta può generare sinergie sia operative che finanziarie. Con il termine risorse si afferisce ovviamente anche alle risorse

umane che siano in grado di sfruttare competenze e conoscenze anche in ulteriori business. Un ulteriore vantaggio è rappresentato dalla condivisione della base di clienti che se fidelizzati saranno sicuramente propensi ad ampliare i loro acquisti in nuovi brand del marchio cui si affidano da tempo. Anche la rapidità con cui è possibile raggiungere gli obiettivi prefissati in breve termine rappresenta un vantaggio delle M&A.

Questi però sono solo alcuni degli aspetti tipici delle M&A, peraltro già citati nel primo capitolo. Ciò che si vuole invece qui analizzare è l'impatto del fenomeno che ha visto la formazione dei grandi conglomerati del lusso: la concentrazione del mercato, caratteristica importante del settore di cui ci si è occupati nel corso di quest'elaborato. È infatti per la presenza dominante di questi conglomerati che il settore del lusso si configura come un mercato oligopolistico: le maggiori quote di mercato sono ripartite tra questi grandi conglomerati, mentre quelle minoritarie sono lasciate ai brand di dimensioni minori. Infatti, da quanto emerso dall'analisi "*Global Powers of Luxury Goods*" di Deloitte del 2020, i tre conglomerati principali di tale settore (LVMH, 1987; Kering, 1988, ex PPR Group; Richemont, 1988), si trovano nelle prime posizioni della classifica dei brand di lusso, che è possibile visionare nella figura qui sotto, stilata sulla base delle loro vendite: LVMH ricopre la posizione di leader del mercato. La loro importanza si basa sia sulle loro grandi quote di mercato che sul loro modello di business, che è stato ampiamente implementato da aziende di lusso specializzate (Donzé; 2018).

Figura 6: Top 10 aziende di beni di lusso per vendite del 2019

FY2019 Luxury goods sales ranking	Change in ranking from FY2018	Name of company	Country of origin	FY2019 Luxury goods sales (US$M)	FY2019 Total revenue (US$M)	FY2019 Luxury goods sales growth*	FY2019 Net profit margin[1**]	FY2019 Return on assets**	FY2016-2019 Luxury goods CAGR[2*]
1	⬌	LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SE	France	37,468	60,069	16.8%	14.5%	8.1%	16.5%
2	⬌	Kering SA	France	17,777	17,777	16.2%	14.7%	8.6%	23.3%
3	⬌	The Estée Lauder Companies Inc.	United States	14,863	14,863	8.6%	12.1%	13.6%	9.7%
4	⬌	Compagnie Financière Richemont SA	Switzerland	13,822	16,188	8.5%	19.9%	9.9%	2.4%
5	⬆ 1	L'Oréal Luxe	France	12,334	12,334	17.6%	n/a	n/a	12.9%
6	⬇ -1	Chanel Limited	United Kingdom	12,273	12,273	10.4%	19.6%	17.9%	12.5%
7	⬌	EssilorLuxottica SA	Italy	10,624	19,463	6.0%	6.8%	2.3%	ne
8	⬆ 1	Chow Tai Fook Jewelry Group Limited 周大福珠宝集团有限公司	China/Hong Kong SAR	8,411	8,500	13.9%	7.0%	7.5%	5.2%
9	⬆ 1	PVH Corp.	United States	8,076	9,657	9.8%	7.7%	6.3%	8.7%
10	⬇ -2	The Swatch Group Ltd.	Switzerland	8,014	8,294	-3.0%	9.1%	5.5%	2.9%
Top 10				**143,662**	**179,418**	**11.9%**	**13.3%**	**7.6%**	**11.7%**
Top 100				**280,640**	**320,291**	**8.5%**	**11.2%**	**7.4%**	**8.0%**
Top 10 share of Top 100				**51.2%**	**56.0%**		**71.7%[3]**		

Fonte: Deloitte, Global Powers of Luxury Goods 2020

Quando si fa riferimento alla concentrazione del mercato del lusso si intende anche la numerosità di aziende operanti in tale settore provenienti da specifici Paesi. Infatti, Moore, Fernie e Burt (2000) hanno realizzato una banca dati con i principali marchi di lusso da cui è emerso che oltre l'80% di questi è risultato provenire da quattro paesi in particolare: Italia, Francia, USA e Regno Unito. Gli autori hanno suggerito che tale caratteristica del mercato è dovuta al fatto che i consumatori disposti a pagare i prezzi premium tipici delle case di moda risiedono principalmente in questi Paesi: pertanto se ne deduce che siano stati proprio questi i Paesi a realizzare i maggiori business in questo settore. Da quanto è emerso all'inizio di questo capitolo però, ormai da qualche decennio bisogna aggiungere ai consumatori tradizionali del mercato del lusso anche quelli provenienti dai Paesi del sud-est asiatico[15].

Per fornire una panoramica maggiore del fenomeno conglomerazione verranno analizzati specificamente nei tre prossimi paragrafi i tre conglomerati più importanti menzionati precedentemente.

[15] Per un'analisi più approfondita della provenienza dei consumatori del lusso cfr. par. 2.3.

2.5.1 Louis Vuitton Moët Hennessy

Il gruppo francese Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) è stato creato a seguito della fusione avvenuta nel 1987 fra aziende familiari, per sfruttare i vantaggi tipici di questa operazione, ossia maggiori opportunità di crescita e di espansione nei mercati internazionali (Donzé; 2018).

Le due società iniziarono già da prima un fitto processo di fusioni e acquisizioni, per poi unirsi sotto la stessa governance. La prima impresa infatti, Louis Vuitton, grazie alla sua rapida crescita avvenuta nei primi anni Ottanta poté investire questi primi ingenti profitti nell'acquisto di Veuve Clicquot, un brand che possedeva diversi marchi di champagne e la società Parfums Givenchy. La seconda, Moët Hennessy, invece era già un gruppo, fondato nel 1971 attraverso una fusione tra un produttore di cognac (Hennessy) e un produttore di champagne (Moët & Chandon) che a sua volta aveva precedentemente acquisito altri brand di champagne (Ruinart nel 1962, Mercier nel 1970) e due società di cosmetici (RoC e Parfums Christian Dior).

Tuttavia, la fusione da cui nacque LVMH creò non pochi conflitti tra i CEO delle prime due imprese, a tal punto che una azionista di minoranza, Bernard Arnault, acquistò le azioni di Henri Racamier, amministratore delegato di Louis Vuitton, e pertanto il controllo di LVMH. Arnault, oltretutto, possedeva già il controllo del gruppo tessile Boussac, che a sua volta deteneva l'azienda Dior e il brand Céline (Donzé; 2018).

Da quanto si può dedurre quindi, alle sue origini, LVMH era un gruppo di lusso puramente francese, ma a partire dagli anni Novanta iniziò la sua internazionalizzazione acquisendo nella moda l'impresa giapponese Kenzo (1993), quella italiana Berluti (1996), la spagnola Loewe (1996) e una parte dell'americana Marc Jacobs (1997). Di conseguenza, il patrimonio dell'azienda quadruplicò (Donzé; 2018).

L'espansione internazionale di LVMH continuò anche negli anni Duemila, con l'acquisizione delle imprese di moda Pucci (2000) e Fendi (2000) e la società di gioielli Bulgari (2011) in Italia e di Donna Karan (2001) negli USA. Si espanse anche internazionalmente nel segmento orologi, già nel 1999, attraverso la fusione delle società svizzere Tag Heuer e Zenith, seguita poi da Hublot nel 2008. Fondò inoltre una joint venture con la società sudafricana di diamanti De Beers (2001).

Ulteriori importanti operazioni del gruppo sono state quelle che gli hanno permesso di acquisire la società italiana Loro Piana, la tedesca Rimowa, ma anche Sephora e Dfs, entrando così anche nel settore del *selective retailing*. Per ciò che riguarda il segmento fragranze invece, LVMH ha acquisito le specializzate Guerlain e Acqua di Parma, sebbene la presenza in questo segmento sia sostanziale attraverso le case di moda che producono anche profumi. Nel settore dei vini e liquori

invece le più importanti acquisizioni sono di Dom Pérignon, Krug e Ruinard. Le attività ritenute secondarie dal gruppo invece includono: le catene di lusso Belmond e Cheval Blanc; il quotidiano finanziario Les Echos, il magazine d'arte Conaissance des Arts, quello finanziario Investir e la rete di quotidiani del gruppo Le Parisien; la Radio Classique; il parco giochi per bambini Jardin d'Acclimatation; gli yacht Royal Van Lent. L'ultima importante acquisizione da ricordare avvenuta proprio nel 2021 è quella di Tiffany & Co., per 14,7 miliardi di euro.

Per fornire una panoramica più chiara dei segmenti in cui opera LVMH e i relativi brand posseduti è presente di seguito una tabella riassuntiva.

Tabella 6: Business e brand di LVMH

Business	Brand
VINI E LIQUORI	Moët & Chandon, Dom Pérignon, Krug, Veuve Clicquot, Hennessy, Château d'Yquem, Cheval Blanc e Clos des Lambrays.
FASHION e LEATHER GOODS	Louis Vuitton, Christian Dior Couture, Celine, Loewe, Kenzo, Givenchy, Fendi, Emilio Pucci, Marc Jacobs, Berluti, Loro Piana, RIMOWA e Patou.
PROFUMI E COSMETICI	Christian Dior, Guerlain, Givenchy, Kenzo, Benefit, Fresh, Acqua di Parma, Perfumes Loewe, Make Up For Ever, Maison Francis Kurkdjian, Fenty Beauty by Rihanna, KVD Vegan Beauty e Marc Jacobs Beauty.
OROLOGI E GIOIELLI	Bvlgari, Chaumet, Fred, TAG Heuer, Hublot, Zenith e Tiffany & Co.
SELECTIVE RETAILING	Sephora, Le Bon Marché, DFS e Starboard Cruise Services.
ALTRE ATTIVITÀ	Groupe Les Echos, Royal Van Lent, Cheval Blanc e Belmond.

Fonte: LVMH

È facile intuire quindi che questa serie di investimenti ha trasformato LVMH in una vera azienda di lusso globale, pur sempre senza perdere il controllo della società. Infatti, Bernard Arnault, ha mantenuto la maggioranza dei voti attraverso azioni privilegiate: 46,6% del capitale e 62,9% dei voti nel 2015 (Donzé; 2018).

Il successo di LVMH e la sua strategia di crescita vincente sono chiari osservando la sostanziale differenza in termini di ricavi, tra il 2002 e il 2019: nel 2002 i ricavi ammontavano a circa 15 miliardi di dollari, mentre nel 2019 a 60,1 miliardi di dollari. Inoltre, nel 2019, il gruppo ha raggiunto 70 Paesi, è proprietario di 75 maisons, dà lavoro a 163.309 persone e possiede 4.915 store sparsi in tutto il mondo. Nello specifico, i ricavi maggiori provenivano dalle vendite registrate in Asia (ad esclusione del Giappone), in cui sono presenti anche la maggior parte degli store, mentre la maggioranza dei dipendenti dell'azienda si trovano in Europa, come è possibile constatare dalla figura 7.

Figura 7: Panoramica mondiale dei ricavi, store e dipendenti di LVMH.

Fonte: Annual Report LVMH (2019)

2.5.2 Kering

Il gruppo Kering nasce in seguito alla creazione, avvenuta nel 1963 da François Pinault, di una società francese specializzata nel commercio internazionale di legno e materiali da costruzione, che si occupò di tali business fino agli anni Novanta (Donzé; 2018). A partire da questi anni prese il controllo della Compagnie Française d'Afrique occidentale (CFAO), un'impresa specializzata nella distribuzione di materiale elettrico e nel commercio generale con l'Africa, del rivenditore di mobili Conforama e del gruppo Au Printemps SA, che controllava i grandi magazzini Printemps a Parigi, del rivenditore di

alimentari Prisunic e la società di vendita per corrispondenza Redoute. È proprio a seguito di queste acquisizioni che l'impresa divenne il più noto Pinault-Printemps-Redoute (PPR) (Donzé; 2018).

Nel 1999 il gruppo diversificò il suo business ed entrò nel settore del lusso acquisendo la società di moda italiana Gucci. Con la liquidità fornita a Gucci, quest'ultima poté creare un gruppo internazionale *multibrand* di lusso attraverso l'acquisizione delle imprese francesi Yves-Saint-Laurent e Boucheron, della spagnola Balenciaga, delle italiane Sergio Rossi e Bottega Veneta, della società svizzera Bedat & Co. e delle inglesi Alexander McQueen e Stella McCartney. La divisione lusso di PPR fu così redditizia che Pinault decise di ristrutturare il suo gruppo e di rifocalizzarlo sul lusso, disinvestendo dalla distribuzione generale. Attraverso tali disinvestimenti ha potuto quindi acquisire ulteriori brand, ossia l'impresa tedesca di abbigliamento sportivo Puma, e le società Dobotex International, Brandon, Cobra e Volcom, sviluppando così anche la divisione lifestyle (Donzé; 2018).

Allo stesso tempo, la divisione lusso, iniziò anche l'espansione internazionale, sviluppata soprattutto attraverso la crescita organica e ulteriori M&A. La crescita organica si è basata essenzialmente sull'estensione dei punti vendita, soprattutto in Cina ma anche sulla creazione di nuovi brand come la Maison Qeelin e la Kering Eyewear. Le M&A invece coinvolsero anche e nuovamente l'Europa, come lo dimostra l'acquisizione delle imprese di orologi svizzere Girard Perregaux e Ulysse Nardin, la società cinese di gioielli Weelin, la casa di moda di lusso inglese Christopher Kane, le imprese italiane Brioni (*fashion*), DoDo (gioielli), Pomellato (gioielli). Per l'espansione estera il gruppo PPR ricorse anche alle joint venture, formandone una con l'*e-retailer* di moda italiano Yoox, che gli ha permesso così di lanciare le piattaforme di vendita online dei propri brand (Donzé; 2018).

Dal 2013 il gruppo PPR ha deciso di focalizzarsi ulteriormente sul lusso, cambiando il nome in Kering ma soprattutto iniziando la vendita dei brand che non rientrassero nel settore del lusso.

I brand attualmente posseduti da Kering sono stati riportati sinteticamente nella tabella di seguito.

Tabella 7: Business e brand di Kering

Business	Brand
FASHION e LEATHER GOODS	Gucci Saint Laurent Bottega Veneta Balenciaga Alexander McQueen Brioni Kering Eyewear
OROLOGI E GIOIELLI	Boucheron Pomellato Dodo Qeelin Ulysse Nardin Girard-Perregaux

Fonte: Kering

2.5.3 Richemont

Il Gruppo svizzero Richemont venne fondato nel 1988 da alcuni imprenditori francesi, Robert Hocq, Joseph Kanoui e Kanoui, che avevano rilevato la gioielleria Cartier e da un investitore sudafricano, Anton Rupert, che possedeva la società produttrice di tabacco Dunhill, per permettere la crescita del marchio Cartier (Donzé; 2018).

Le prime due società del gruppo, a loro volta, già controllavano altri marchi di lusso come Yves-Saint-Laurent (di proprietà di Cartier), Montblanc e Chloé (di proprietà di Dunhill) ma proseguì la crescita acquisendo ulteriori brand, anche di altri settori e Paesi. Tra questi rientrano le società di orologi svizzeri Piaget e Baume & Mercier e Vacheron & Constantin e l'italiana Officine Panerai, il produttore di armi inglese Purdey, l'azienda di pelletteria francese Lancel e l'azienda di moda cinese Shanghai Tang. Attraverso queste acquisizioni, Richemont si configurò come un conglomerato diversificato fino alla fine degli anni Novanta, per poi operare un cambiamento strategico caratterizzato da un'attenzione al lusso, specialmente focalizzandosi su orologi e gioielli.

Tale focalizzazione sul business del lusso terminò nel 2008 e ha visto una riorganizzazione del gruppo in tre divisioni: Maisons d'horlogerie, Specialist Watchmakers e Other Businesses (Danzé; 2018). Richemont continuò poi con le M&A anche a scopo di diversificazione, impossessandosi del

brand di lifestyle americano Peter Millar e della società di moda francese Azzedine Alaïa. Sempre nel segmento orologi e gioielli acquisì la società di gioielli francese Van Cleef and Arpels, le società di orologi con sede in Svizzera, Jaeger-LeCoultre, IWC Schaffhausen, Minerva, e Roger Dubuis, così come in Germania, Lange and Sohne. Come strategia di internazionalizzazione in America scelse anche di assumersi la licenza della produzione di orologi per Ralph Lauren. Infine, il gruppo ha acquisito Net-A-Porter Group, il principale rivenditore online di moda di lusso, poi fuso con la società italiana Yoox.

Queste varie acquisizioni, insieme alla crescita organica delle filiali esistenti, hanno dato il via al rapido sviluppo di Richemont dopo la separazione con il business del tabacco; infatti nel corso di pochi anni è diventato quasi il doppio più grande, con un patrimonio di 5.302 milioni di euro nel 2008 fino ad arrivare a 13.989 milioni di euro nel 2019, arrivando ad avere 26 maisons nel 2021.

Nella tabella che segue sono riportati i brand attualmente posseduti da Richemont.

Tabella 8: Business e brand di Richemont

Business	**Brand**
GIOIELLI	Buccellati Cartier Van cleef & arpels
SPECIALIST WATCHMAKERS	A. Lange & söhne Baume & mercier Iwc schaffhausen Jaeger lecoultre Panerai Piaget Roger dubuis Vacheron constantin
DISTRIBUZIONE ONLINE	Watchfinder & co. Net-a-porter Mr porter The outnet Yoox Online flagship stores
FASHION & ACCESSORIES / OTHER	Alaïa Alfred dunhill Az factory Chloé Delvaux Montblanc Peter millar Purdey Serapian

Fonte: Richemont

2.5.4 Particolarità comuni e differenze di LVMH, Kering e Richemont

Sulla base della descrizione dei tre conglomerati di lusso effettuata sopra, è possibile evidenziare alcune differenze e caratteristiche comuni di essi.

Le differenze più importanti tra i tre gruppi sono legate alla loro dimensione in termini di ricavi e al loro portafoglio di attività. Relativamente alle loro dimensioni, infatti, questi variano fortemente: come è possibile vedere dalla figura 6, nel 2019, LVMH ha registrato ricavi per 60,1

miliardi di dollari, Kering 17,8 miliardi di dollari e Richemont 16,2 miliardi di dollari (Deloitte; 2019). Quindi, LVMH era il leader incontestato nel settore del lusso, con ricavi più che triplicati rispetto a quelli dei suoi concorrenti diretti.

Prendendo in considerazione i loro business invece, anche se i tre conglomerati detengono brand in vari campi del lusso, ognuno di loro ha un portafoglio specifico di marchi. Il più diversificato è LVMH, con champagne e liquori, profumi e cosmetici, orologi e gioielli e distribuzione selettiva. In confronto, Richemont è molto focalizzato su orologi e gioielli con pochi brand di moda ma senza bevande e senza cosmetici, mentre Kering è specializzato nella moda di lusso, con pochi marchi di orologi, senza bevande né cosmetici; inoltre, ha ancora una forte divisione al di fuori del lusso, quella "sport e lifestyle", di cui Puma ne rappresenta un esempio.

Tuttavia, oltre a queste differenze, ci sono nello specifico due somiglianze tra i tre gruppi che è bene sottolineare. In primo luogo, bisogna menzionare il ruolo dell'imprenditorialità e della *corporate governance*: LVMH (Bernard Arnault), Richemont (Anton Rupert) e Kering (François-Henri Pinault) sono stati tutti fondati e sviluppati da imprenditori che hanno pensato di sfruttare le opportunità per i beni di lusso europei sui mercati globali.

In secondo luogo, ed è questo l'aspetto che motiva l'analisi dei conglomerati, essi sono molto internazionalizzati, soprattutto in Europa. La loro crescita esterna tramite M&A li ha portati ad acquisire numerosi marchi in tutta Europa (principalmente Francia, Italia, Spagna, Svizzera e Regno Unito), insieme ad alcuni stilisti di lusso americani e, più recentemente, alcune aziende cinesi di gioielli, moda e liquori.

Dopo aver fornito un'analisi del concetto di lusso, della sua evoluzione, delle sue caratteristiche e infine del fenomeno conglomerazione, che ha permesso una panoramica generale di questo settore, nel prossimo capitolo verranno dapprima descritte le caratteristiche delle operazioni di M&A che avvengono in questo settore, per poi discuterne i risultati. Tale disamina ha come fine la dimostrazione del loro successo in questo specifico settore, differentemente da quanto potrebbe essere atteso dall'analisi del primo capitolo.

Capitolo 3:

M&A nel settore del lusso

3.1 Trend storico delle operazioni di M&A avvenute nel settore del lusso

Alla crescita del settore del lusso e delle imprese operanti in esso, di cui si è ampiamente parlato nel capitolo precedente, ha contribuito notevolmente il ricorso frequente alle operazioni di M&A, soprattutto quelle internazionali. Infatti, l'espansione in nuovi mercati di gran parte dei *players* del settore ha allargato la base di clienti delle imprese, fattore che ha quindi portato ad un aumento dei ricavi registrati dal settore del lusso. Il metodo maggiormente utilizzato in questo senso è stato proprio l'operazione di M&A, che ha visto anch'esso una crescita, seppur non costante, a partire specialmente dalla fine degli anni Novanta. A dimostrazione di questo basti pensare che nel 1997 il numero delle operazioni di M&A da parte delle aziende del lusso era 36, mentre nel 2019 è stato l10.

Affinché si possa fornire una panoramica storica delle M&A del settore del lusso sono stati raccolti i relativi dati utilizzando la banca dati Zephyr. Quest'ultima possiede una copertura dei dati a partire dal 1997: l'analisi è stata quindi effettuata partendo da tale anno fino al 2019, come il resto delle analisi di questa trattazione[16]. La condizione necessaria per considerare le M&A al fine dell'analisi è stata quella che esse siano state completate e non solamente annunciate. Infine, è stato preso in considerazione solo il numero di operazioni avvenute poiché non tutti valori delle operazioni erano consultabili.

Come esposto sopra, da tale ricerca è emerso che a partire dalle fine degli anni Novanta le imprese del lusso hanno sempre più utilizzato le operazioni di M&A, sebbene non in maniera costante. L'aumento del ricorso a tali operazioni proprio nel suddetto periodo poteva essere facilmente intuibile proprio perché è in quegli anni che i tre conglomerati del lusso più importanti hanno iniziato ad acquisire altre imprese: LVMH quadruplicò il suo fatturato grazie ad una serie di acquisizioni (Donzé; 2018), l'ex gruppo PPR acquisì Gucci, il che ha permesso l'inizio della focalizzazione del gruppo sul settore del lusso (Donzé; 2018), e Richemont iniziò un processo di diversificazione che lo fece configurare come un conglomerato (Donzé; 2018). Tuttavia, seguendo l'andamento economico, nei primi anni del nuovo secolo le operazioni di M&A nel settore del lusso sono diminuite per poi aumentare di nuovo in maniera sostanziale a partire dal 2003. Ciò coincide con la sesta ondata di M&A, che ha coinvolto tutti i settori: l'aumento delle stesse nel settore del lusso è collegabile, ancora una volta, soprattutto alla forte internazionalizzazione e ancora maggiore consolidazione dei tre conglomerati del settore analizzati precedentemente. La crescita di questo

[16] cfr. a tal proposito nota 9, p. 26.

periodo ha raggiunto il suo picco nel 2006, registrando 244 operazioni di M&A, numero mai raggiunto una seconda volta, specialmente nell'ambito del segmento calzaturiero, della distribuzione, dell'*apparel* (Pambianco; 2006): si pensi solo che nel 2003 erano state solamente 114. Da questi dati è quindi possibile dedurre che così come è stato descritto per le operazioni di M&A avvenute considerando la totalità dei settori economici, anche le M&A del settore del lusso hanno seguito un andamento ondulatorio. Da quanto emerso finora quindi, la prima ondata di acquisizioni risale al periodo che va dalla fine degli anni Novanta ai primi del Duemila, mentre la seconda dal 2003 al 2006.

Dopo alcuni anni segnati da un calo ingente del ricorso a tali operazioni nel settore del lusso dovuto alla grave crisi economica del 2008, una ripresa si è registrata solamente nel 2010 e nel 2011 con 159 deal conclusi in questo ultimo anno, raggiungendo così il picco della terza *merger wave*: tale numero di M&A raggiunto è stato inferiore rispetto al picco della seconda ondata. La particolarità della ripresa avvenuta in questi anni però è che si è discostata dall'andamento generale delle M&A, in quanto la forte crisi finanziaria ha impedito agli altri settori una ripresa in così breve tempo. Un'altra caratteristica è la diminuzione dell'interesse del segmento dei *personal luxury goods* da parte degli operatori delle M&A, a favore degli altri segmenti, ossia degli *experience goods* e delle *experiences*.

Gli anni 2013 e 2014 hanno registrato un numero di operazioni anche superiore a quello del 2011, con rispettivamente 175 e 176 deal conclusi. Tuttavia, nel 2012 c'è stato un calo di tale numero, che è arrivato a 114 M&A, fatto che ha impedito una crescita costante a partire dal 2010. Dal 2014 in poi si è ancora verificata una diminuzione del ricorso a tali operazioni con la sola eccezione del 2018 che ha registrato 162 operazioni di M&A. Con tali eccezioni pertanto si può concludere che le M&A che avvengono fra imprese del settore del lusso seguono un andamento poco costante, con una fase crescente dell'ondata molto breve. Ciò può essere spiegato prendendo in considerazione le caratteristiche tipiche di tale settore, come il forte dinamismo, che determina periodi o addirittura anni in cui le imprese sono fortemente propense ad intraprendere operazioni di questo tipo e altri in cui ritengono che le M&A potrebbero non generare profitto. Non si tratta, in ogni caso, dell'unica motivazione che spinge l'impresa a effettuare maggiormente un'operazione di M&A, come sarà evidente più avanti[17].

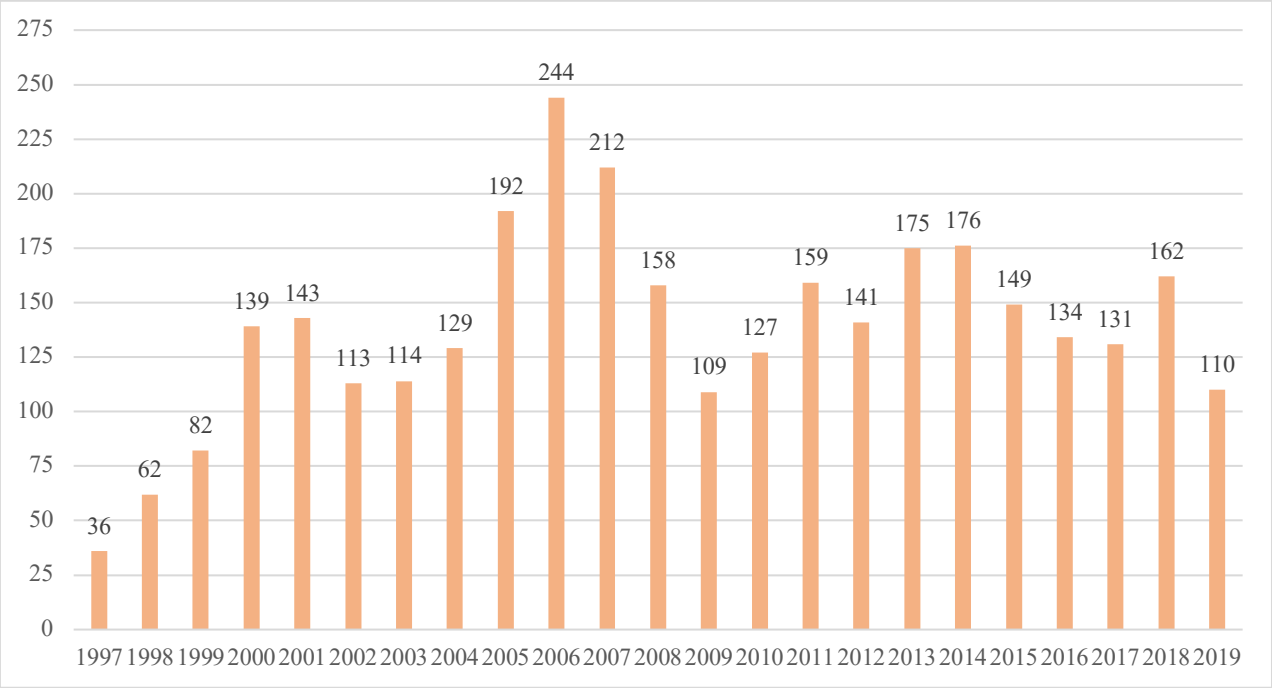
Oltre a quanto appena detto bisogna però notare che l'andamento delle M&A del lusso è nella maggior parte dei casi direttamente correlato alla relativa performance del settore, analizzata nel precedente capitolo. Infatti, è facile notare che l'andamento delle M&A nel lusso abbia seguito la

[17] Vedi paragrafo 3.3.

crescita del settore stesso e che abbia registrato delle flessioni proprio nei periodi di deprezzamento del dollaro e dello yen e della crisi finanziaria. Da questo si può dedurre che anche le vendite nel settore siano una variabile importante che guida le scelte degli operatori coinvolti in operazioni di M&A, con la sola eccezione degli anni 2015, 2016, 2017 e 2019, in cui il numero di M&A non ha seguito l'aumento dei ricavi del settore del lusso.

Per fornire una visione più chiara dell'andamento di tali operazioni nel settore del lusso tra il 1997 e il 2019, vengono riportati nel grafico seguente i numeri delle M&A suddivisi per anno.

Grafico 6: Numero di M&A avvenute nel settore del lusso dal 1997 al 2019.

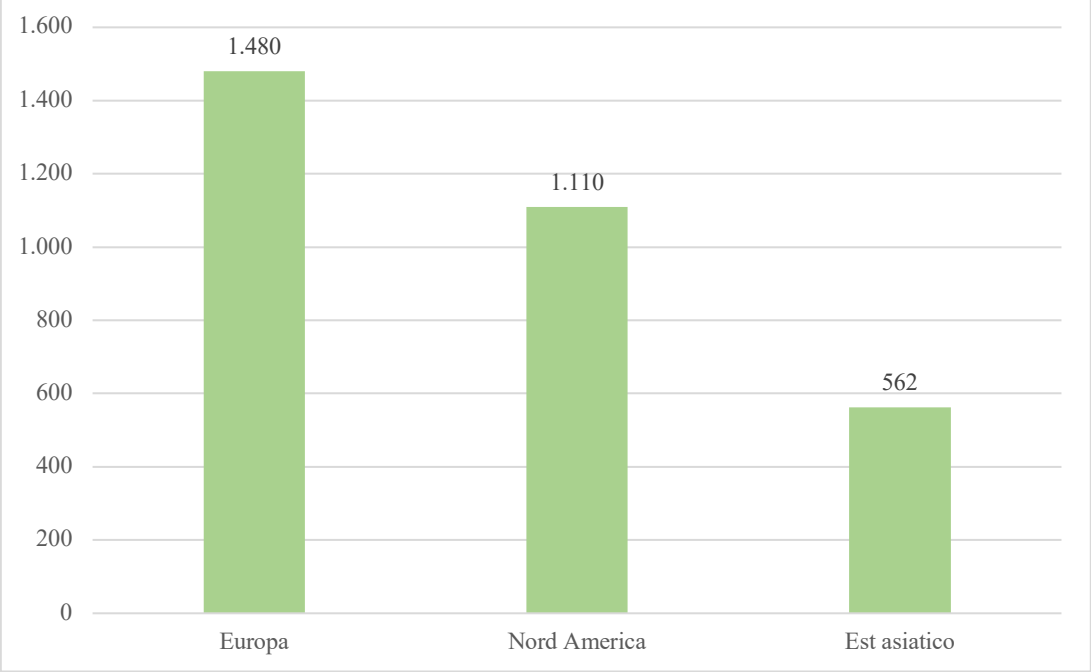


Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

3.2 Distribuzione geografica delle imprese coinvolte in operazioni di M&A

Ai fini della comprensione delle ragioni e dei trend delle M&A nel settore del lusso è importante analizzare anche la provenienza geografica degli operatori coinvolti nelle M&A avvenute nel settore del lusso. Anche per effettuare questa analisi sono state utilizzate le informazioni reperite attraverso la banca dati Zephyr, riguardanti le operazioni tra il 1997 e il 2019. Inoltre, volendo prendere in considerazione le maggiori imprese e i principali consumatori, sono state analizzate le M&A che hanno coinvolto imprese acquirenti o acquisite provenienti dall'Europa, dal Nord America e dall'Asia, la cui distribuzione è possibile riscontrare nel grafico sottostante.

Grafico 7: Numero di imprese acquirenti coinvolte tra il 1997 e il 2019 divise per area geografica



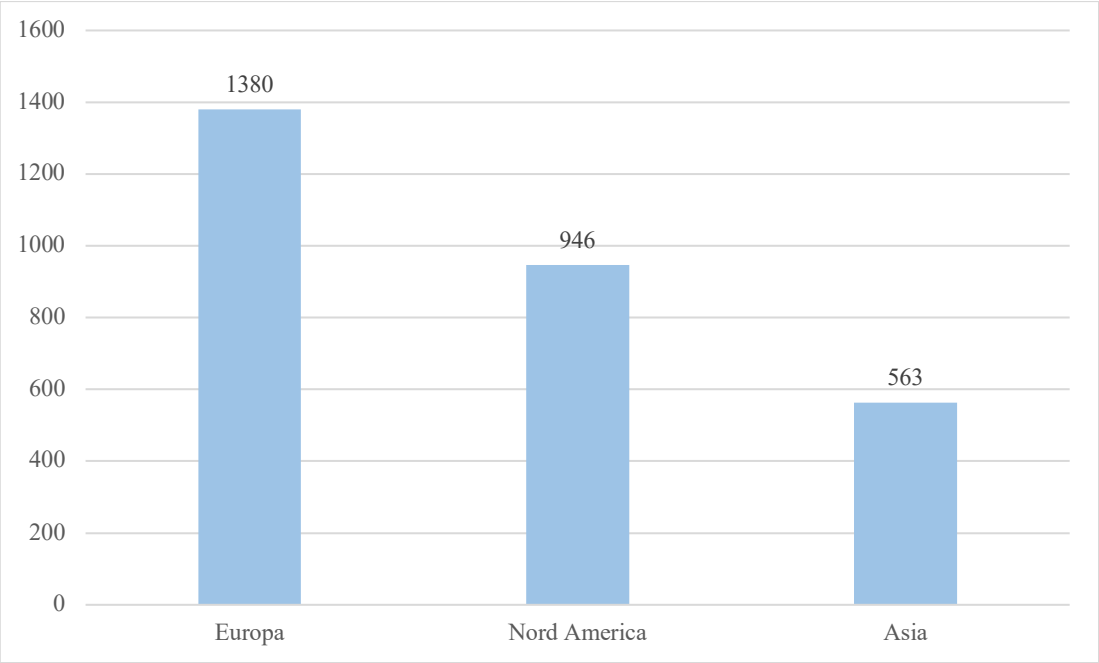
Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Il primo dato da sottolineare è che l'Europa è la regione più attiva nell'intraprendere tali operazioni, seguita dal Nord America, e quindi infine dall'Asia. Questo dato, oltretutto, risulta in linea con la provenienza dei consumatori analizzata dal report effettuato da Deloitte (2019): infatti, così come i consumatori, anche la maggioranza delle imprese proviene dall'Europa e dal Nord America, seppure le aziende provenienti dai Paesi asiatici si stiano interessando sempre di più a questa tipologia di internazionalizzazione. Infatti, l'Europa, nel periodo considerato dall'analisi, ha realizzato 1.480 operazioni di acquisto, il Nord America 1.110, mentre la regione dell'Asia 562.

Con il più recente interessamento alle M&A da parte dei Paesi asiatici si può affermare che il settore del lusso sia di fatto diventato più internazionale anche dal punto di vista di operazioni strategiche di questo tipo. Tuttavia, il fatto che l'Europa sin dall'inizio sia stata l'area più coinvolta può essere spiegato anche in questo caso con la fondazione dei tre conglomerati del lusso più famosi, tutti europei: sono state infatti queste tre aziende a raccogliere sotto la loro proprietà tante imprese più piccole a conduzione familiare, provenienti anch'esse dall'Europa. Ne consegue che le aziende europee abbiano realizzato operazioni perlopiù verso imprese provenienti dalla loro stessa area. Questo può essere spiegato dagli studi di Kim e Mathur (2008) e di Olibe, Michello e Thorne (2008), i quali riportano rispettivamente una diminuzione del valore aziendale e un rischio sistematico più alto associato ad una notevole diversificazione geografica. Queste conclusioni trovano

giustificazione, come più volte accennato nel corso dell'elaborato, nella difficoltà di integrare imprese molto lontane a causa della loro cultura e lingua significativamente diverse. Va sottolineato inoltre che le imprese europee rappresentano quelle maggiormente acquisite anche dal resto del mondo, come è possibile verificare dal grafico sottostante.

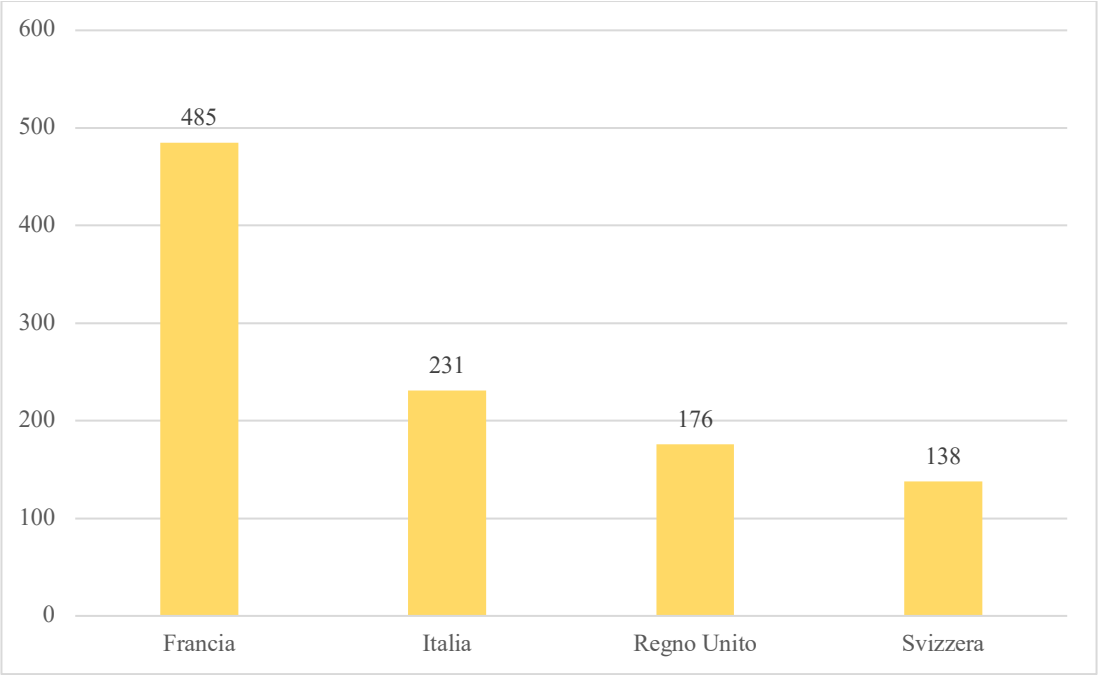
Grafico 8: Numero di imprese target coinvolte tra il 1997 e il 2019 divise per area geografica



Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Analizzando più nello specifico le operazioni di M&A avvenute in Europa, i Paesi maggiormente coinvolti, da un punto di vista di imprese acquirenti, sono stati la Francia con 485 M&A concluse, l'Italia con 231 e la Svizzera con 138, come si può constatare dal grafico sotto riportato. Quest'ultima è stata in realtà superata solamente dal Regno Unito, che ha concluso 176 operazioni di M&A. Questi risultati possono essere nuovamente spiegati prendendo in considerazione il fenomeno dei tre conglomerati più importanti del lusso, provenienti appunto dalla Francia e dalla Svizzera, e considerando inoltre che le società italiane, prima di essere acquisite da grappi esteri, hanno loro stesse effettuato strategie di integrazione verticale o hanno ampliato il loro *brand portfolio*.

Grafico 9: Numero di imprese europee acquirenti coinvolte tra il 1997 e il 2019

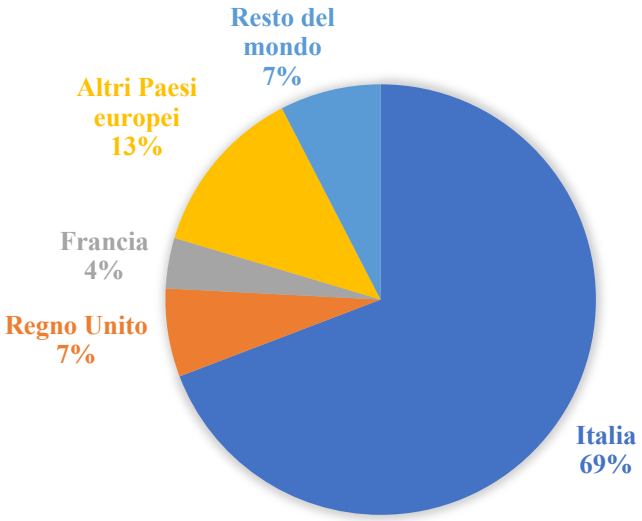


Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Un altro dato, che conferma quanto affermato in precedenza, è che gli acquirenti italiani hanno perlopiù concluso operazioni con imprese provenienti anch'esse dall'Europa: si contano 195 casi su 211[18], di cui 146 in Italia (69%), fatto che rappresenta un caso emblematico di operazioni di M&A rimaste soprattutto domestiche, 14 nel Regno Unito (7%) e 8 in Francia (4%). Al di fuori dell'Europa, le stesse imprese italiane hanno invece concluso solo 16 operazioni (7%). La Francia è stata invece più internazionale, avendo registrato in proporzione il doppio delle acquisizioni di imprese al di fuori dell'Europa rispetto all'Italia: i venditori extraeuropei sono stati 73 su 447 (16%). Anche rimanendo in Europa, ma al di fuori dei propri confini nazionali, la Francia ha effettuato proporzionalmente più operazioni: tra i 374 venditori europei, 229 (51%) sono francesi, mentre 37 italiani (8%) e 17 svizzeri (4%). Anche nel caso della Svizzera le M&A sono state soprattutto nazionali: 101 (79%) hanno avuto controparti europee, di cui 51 (40%) con imprese provenienti anch'esse dalla Svizzera, seguite da 18 (14%) imprese tedesche e da 8 (6%) italiane. Le operazioni che hanno coinvolto imprese extraeuropee sono state invece 27 su 128, ossia il 21%, dato che dimostra quanto la Svizzera sia il Paese che ha effettuato proporzionalmente il maggior numero di operazioni di M&A al di fuori dei confini europei. Attraverso i grafici seguenti si dà conto di quanto appena esposto.

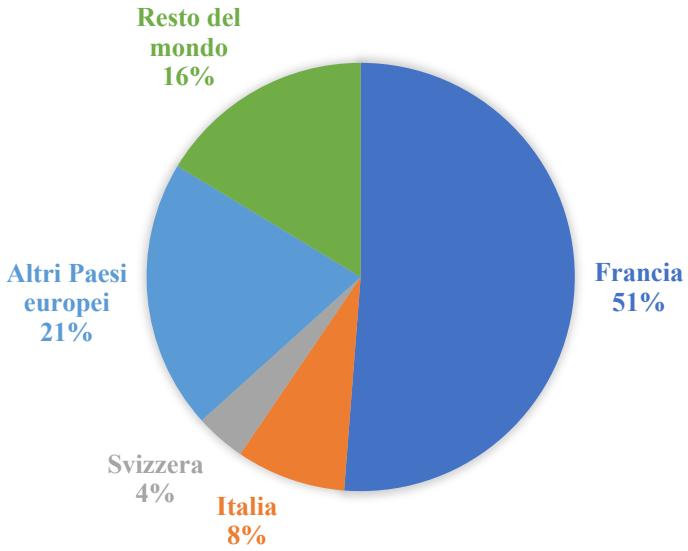
[18] La discrepanza tra il numero di acquisizioni effettuate dall'Italia e il numero totale delle relative imprese target è dovuta ad una mancanza di informazione sulla provenienza di alcune imprese target da parte del *data base* Zephyr. Ciò avverrà anche per le operazioni effettuate dalla Francia e dalla Svizzera.

Grafico 10: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese italiane



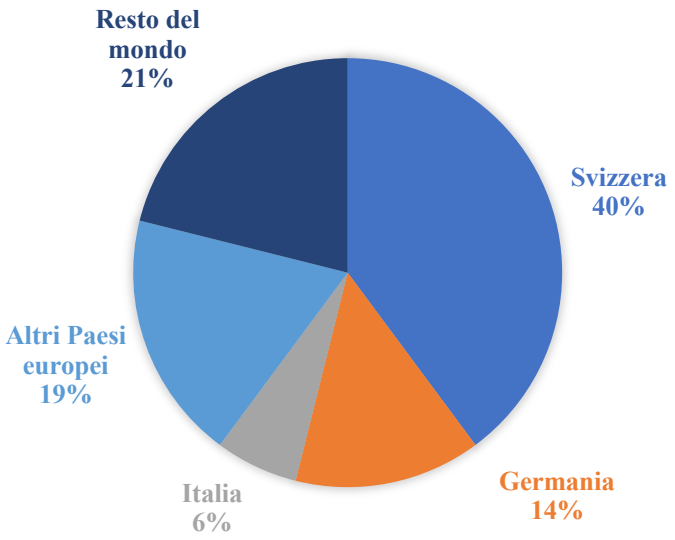
Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Grafico 11: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese francesi



Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Grafico 12: Percentuale delle imprese target acquisite da imprese svizzere



Fonte: elaborazioni personali dei dati Zephyr

Dall'elaborazione di questi dati emerge inoltre che le imprese maggiormente acquisite sono state quelle francesi (con 243 operazioni concluse), seguite da quelle italiane (con 191 M&A) e ancora dalle svizzere (con 74 deal). Da ciò si può dedurre che le imprese più ricercate in un'operazione di acquisto sono quelle provenienti da Paesi che godono di un'elevata cultura in questo settore. Infatti, l'esperienza della Francia e il valore del Made in Italy rappresentano un valore aggiunto per i prodotti scambiati in tale mercato, fattore che rappresenta una motivazione di M&A, come spiegato più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

3.3 Motivazioni alla base delle operazioni di M&A nel settore del lusso

Una caratteristica principale del settore del lusso, che può essere facilmente deducibile dall'analisi effettuata nel capitolo precedente, è la forte concorrenza internazionale tra le imprese operanti in esso. Per avere successo in tale competizione, la soluzione più efficacie è proprio la crescita dell'impresa in termini di Paesi serviti, ma anche di dimensioni, in modo tale appunto da rendere l'impresa stessa più competitiva. Quando un'impresa ha uno scopo di crescita in termini di prodotti offerti, una strategia che potrebbe implementare è la *brand extension*, ossia l'ampliamento dei suoi segmenti di prodotti. Nel settore del lusso questa strategia potrebbe essere notevolmente efficace, dal momento che tali imprese godono di un valore del brand elevato, specialmente per i consumatori. Tuttavia, considerando la concorrenza tipica di tale mercato, le imprese del lusso tendono a preferire le operazioni di M&A: questo perché permettono una crescita stabile e allo stesso tempo veloce,

seguendo una prospettiva sia dimensionale che internazionale, al fine di ampliare il target di consumatori. La lotta alla concorrenza è quindi una prima motivazione che spinge le imprese del lusso alla scelta delle operazioni di M&A.

Alla motivazione di cui sopra si aggiungono tutti gli obiettivi tipici di qualsiasi altra impresa, come la ricerca di *know-how* o il miglioramento della performance finanziaria. Tuttavia, per lo specifico settore del lusso, va tenuta in considerazione un'ulteriore caratteristica: il forte dinamismo dovuto soprattutto alla continua mutevole domanda dei consumatori e il loro target. Per adattarsi ad essa, la strategia perseguita dall'impresa deve permettere un cambiamento dell'offerta in tempi rapidi. Ne consegue che ancora una volta le M&A rappresentano lo strumento più adatto. Un esempio di reazione al cambiamento della domanda è proprio l'acquisizione di Yoox da parte di Richemont: infatti, con l'avvento del digitale e in seguito per l'evoluzione di questo, è avvenuto uno spostamento dell'acquisto dei beni di lusso verso le piattaforme online, che ha spinto le imprese ad acquisire queste ultime al fine di soddisfare tale esigenza dei consumatori.

Ulteriori motivazioni alla base del ricorso ad un'operazione di M&A nel lusso possono essere rintracciate nel primo capitolo, all'interno delle motivazioni menzionate in riferimento a tutti i settori: sfruttamento di potenziali di sinergia, ricerca di economie di scala e di scopo, tentativi di aumento del potere di mercato. Nel caso specifico delle imprese operanti nel settore del lusso però il perseguimento di tali obiettivi è ancora più stimolato per le caratteristiche tipiche di tale mercato, come le differenze sostanziali dei costi operativi (Königs e Schiereck; 2006). Prendendo ad esempio le economie di scala, l'acquisto di un'altra impresa spesso fa diminuire gli alti investimenti di cui le imprese di lusso necessitano per la ricerca e sviluppo ma soprattutto per la pubblicità al fine di mantenere alta la loro *brand image*. Infatti, il prezzo della promozione di un brand ad un *paid media* sarà notevolmente inferiore nel caso in cui si richieda uno spazio pubblicitario per più brand. In tal modo, l'incidenza dei costi in pubblicità potrebbe ridursi significativamente, spiegando così la tendenza delle imprese ad acquisire sempre più diversi brand. Se vogliamo invece fare l'esempio delle economie di scopo, nelle aziende di lusso la condivisione delle attività di supporto, specialmente a livello regionale, può apportare un vantaggio notevole, in quanto vengono combinate attività di logistica, di magazzino e delle risorse umane (Ijaouane e Kapferer; 2012). Al contrario, le attività di distribuzione per i prodotti di lusso non sempre possono essere integrate, se non per alcuni segmenti, come per gli orologi o gli alcolici, per cui le relative attività d'integrazione apportano comunque benefici al gruppo e pertanto costituiscono fonte di motivazione di M&A. Lo stesso discorso può essere fatto per la produzione, in quanto la condivisione delle attività necessarie per tale processo tra i vari brand potrebbe diluire l'immagine dello stesso e danneggiarne l'identità nella mente dei

consumatori. Tuttavia, a seconda della categoria di prodotto, è possibile generare sinergie di efficienza, ad esempio per le attività di ricerca e sviluppo per i profumi, per gli acquisti di alcune materie prime come le pelli, o la produzione degli orologi (Ijaouane e Kapferer; 2012).

Un'ulteriore caratteristica tipica di tale mercato è l'elevato rischio idiosincratico in cui incorrono le aziende del lusso, ma specialmente del *fashion*: anche qui la strategia che forse si adatta maggiormente a contrastarlo è proprio un'operazione di M&A (Meinshausen e Schiereck; 2011). Tale deduzione deriva dal fatto che se un'azienda possiede un solo brand, il suo rischio idiosincratico è molto alto a causa dell'incertezza dell'apprezzamento dei clienti verso una collezione di moda di una particolare stagione; nel caso in cui essa non soddisfi le attuali richieste dei clienti, infatti, con il successo di un'altra collezione di un diverso brand sarà possibile coprire il fallimento del primo brand. L'acquisizione di altri brand aiuterebbe quindi a diversificare l'esposizione al rischio dell'azienda (Meinshausen e Schiereck; 2011), rappresentando così un'altra motivazione che spinge le imprese del lusso e della moda a ricorrere a operazioni di M&A frequentemente.

Un'ulteriore motivazione può derivare dall'"effetto Paese d'origine" tipico delle imprese di lusso di cui si è discusso nel capitolo precedente. Infatti, un'impresa può decidere di acquisirne un'altra con lo scopo di beneficiare di tale effetto affinché aumenti il valore del suo brand in modo tale da influenzare la percezione del marchio da parte del consumatore (Chun, Youn e Lee; 2014). Anche attraverso tale motivazione è possibile spiegare perché le imprese italiane sono uno degli obietti principali delle acquisizioni nel settore del lusso, specialmente da parte delle imprese provenienti dall'Asia negli ultimi tempi: il valore del Made in Italy è di particolare rilevanza per un'azienda di moda. Allo stesso modo si spiega il fatto che sono le imprese francesi ad essere acquisite prima quelle italiane. Infatti, la condizione necessaria e sufficiente affinché l'impresa acquirente possa beneficiare di tale effetto è che l'impresa target goda di un alto valore, dovuto quindi anche al suo Paese d'origine. Ulteriore presupposto, evidenziato da Chun, Youn e Lee (2014), è che il valore dell'impresa acquirente e quindi la conseguente percezione dei suoi consumatori aumenterà solo se il loro Paese d'origine non abbia un valore abbastanza diverso da quello dell'impresa target. Se ne deduce quindi che tale motivazione non viene presa in considerazione se l'impresa acquirente e l'impresa acquisita provengano rispettivamente dall'Italia e dalla Francia e viceversa. Al contrario, essa è molto frequente quando l'impresa acquirente proviene dai Paesi asiatici, in quanto essi non godono del prestigio nel settore della moda tipico delle imprese europee.

Tuttavia, oltre a riportare tutte queste motivazioni delle imprese acquirenti è importante sottolineare anche la volontà delle imprese target di rinunciare alla propria autonomia e quindi di farsi acquisire, sicuramente spinte dalla ricerca di capitali e quindi di sinergie, fatto che spiega l'alto

numero di operazioni di M&A in questo settore (Ijaouane e Kapferer; 2012). La ricerca di Granstrand e Sjölander (1990), infatti sottolinea che le imprese acquisite crescono più velocemente dopo l'acquisizione rispetto alle imprese non acquisite. Ne consegue che i conglomerati possono creare valore per le imprese loro associate, e che quindi le imprese indipendenti sono attratte da una possibile acquisizione da parte di un grande gruppo.

Nella tabella che segue è possibile individuare sinteticamente ciò che spinge un'impresa del lusso ad intraprendere un'operazione di M&A.

Tabella 9: Le principali motivazioni di un'operazione di M&A nel settore del lusso

Obiettivo perseguito		**Modalità**	**Autori**
Essere competitivi internazionalmente		Estensione del brand portfolio attraverso le M&A	Albrecht, Backhaus, Gurzki e Woisetschläger; 2013
Soddisfare la mutata domanda dei consumatori		Acquisto di imprese che offrono prodotti o servizi che meglio rispondono alle esigenze dei consumatori	Liu, Burns e Hou; 2013
Reagire alle specifiche caratteristiche del mercato	Alti costi di pubblicità	Ricerca di economie di scala attraverso M&A	Königs e Schiereck; 2006
	Alto rischio idiosincratico	Diversificazione del rischio su più brand acquistandone altri	Meinshausen e Schiereck; 2011
Accrescere il valore dell'impresa		Sfruttamento dell'"effetto Paese d'origine	Chun, Youn, e Lee; 2014

Fonte: elaborazioni personali

3.4 L'impatto delle operazioni di M&A sulla performance delle imprese del settore del lusso

Per fornire una panoramica della performance di un'impresa del lusso in seguito ad un'acquisizione e tentare quindi di evidenziare l'alto successo di tale settore, come ci si era prefissati, verranno qui riportati i risultati di alcuni studi di ricerca basati sulle reazioni del mercato dei capitali.

Meinshausen e Schiereck (2011) hanno svolto un'analisi per valutare l'impatto delle acquisizioni sulla performance dell'impresa, studiando specificamente le aziende di moda e di lusso valutando le percezioni di valore del mercato dei capitali. Hanno quindi raccolto un campione di 81 società acquirenti di 14 Paesi diversi considerando 192 transazioni avvenute nel periodo tra il 1994 e il 2009. Più nello specifico, per misurare la creazione di valore nelle transazioni M&A nel settore della moda e degli accessori, hanno analizzato i rendimenti azionari giornalieri di tutte le società del campione, corretti per il pagamento dei dividendi, e i rendimenti dei corrispondenti indici di riferimento. Successivamente hanno calcolato i rendimenti anomali[19] cumulati (CAR). Dai loro risultati è emerso che i CAR sono stati altamente positivi, da cui si deduce che le acquisizioni nel settore di lusso, e specialmente nel segmento della moda di medio prezzo, generano valore per gli azionisti della società acquirente. Gli autori hanno però tenuto a specificare che dai loro risultati emerge anche che un'eccessiva attività di acquisizione non aumenta all'infinito la performance aziendale: c'è un *trade-off* tra i benefici della diversificazione del rischio e il miglioramento della performance, dovuto ad un eccessivo ricorso a operazioni di M&A. Pertanto, le imprese hanno la necessità di controllare tale *trade-off* per non incorrere in un effetto contrario a quello desiderato.

Königs e Schiereck (2006), invece, hanno analizzato le reazioni del mercato dei capitali all'annuncio di un'operazione di M&A che coinvolge imprese operanti nel settore del lusso. Nello specifico, hanno considerato 196 fusioni e acquisizioni condotte a livello mondiale nel settore dei beni di lusso nel periodo che va dal 1993 al 2005. Dalla loro analisi è emerso che esiste una correlazione positiva tra gli annunci delle operazioni di M&A che avvengono nel settore del lusso e l'over-performance dei titoli dell'impresa in questione rispetto ai titoli del mercato di riferimento, nei venti giorni successivi l'annuncio. Per arrivare a tale conclusione gli autori hanno preso in analisi i CAR aggiustati per i relativi indici di mercato, i quali registrano una over-performance specialmente nel brevissimo periodo successivo all'annuncio delle operazioni che rimane mediamente stabile nel breve periodo. Da ciò si può quindi dedurre che, data la reazione positiva del mercato dei capitali agli annunci di M&A nel settore del lusso, queste ultime possono apportare valore per l'impresa acquirente.

Dopo pochi anni, Königs e Schiereck (2008) hanno ripetuto la loro analisi per misurare la performance di un'operazione di M&A basandosi sugli effetti dell'annuncio di essa; rispetto all'analisi precedente, fattore determinante è che nella transazione siano state coinvolte aziende operanti nel settore del lusso di cui l'impresa acquirente proveniva esclusivamente dall'Europa. Hanno quindi individuato un campione di 206 transazioni di lusso, di cui 127 transazioni *cross-*

[19] I rendimenti anomali corrispondono alla differenza tra i rendimenti effettivi e il rendimento di mercato.

border, avvenute tra il 1993 e il 2005. Anche in questo caso il metodo di analisi prevedeva la misurazione della performance del prezzo delle singole azioni rispetto all'indice locale principale più appropriato considerando un periodo di tempo di venti giorni prima e dopo la data dell'annuncio. Ciò che è emerso è che, anche in questo caso, dal giorno precedente l'annuncio si rileva un effetto positivo, il che genera valori significativamente positivi per gli azionisti dell'azienda acquirente. Dall'osservazione dei riscontri dell'effetto annuncio è possibile dedurre che il mercato dei capitali europeo è notevolmente integrato, ossia non presenta barriere alla circolazione dei capitali, il che rende le operazioni di M&A uno strumento ottimale per il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Sebbene valutare le reazioni del mercato dei capitali sia un metodo validamente utilizzato secondo la letteratura, Quacquarelli (2017) ha ritenuto opportuno evidenziare i limiti di tale approccio di valutazione per le imprese del lusso. Secondo il suo pensiero infatti, la presenza di risorse creative valide in queste aziende rappresenta un fattore critico di successo per esse. Nello specifico l'autrice sostiene che concedere un'elevata autonomia ai team creativi e alla funzione di produzione dell'impresa acquisita ma allo stesso tempo integrare le funzioni di marketing e vendite è fondamentale per ottenere una performance positiva dall'integrazione delle due imprese. Quindi, una gestione ottimale di tale integrazione è una delle questioni più centrali nelle M&A di lusso, in quanto rappresenta un fattore di rilevante importanza per determinare il successo di esse. Dal suo pensiero si può quindi concludere che è necessario tenere in considerazione tale integrazione nelle M&A che avvengono nel settore del lusso, per avere una giusta valutazione della performance post-acquisizione.

3.5 L'impatto dell'acquisizione di Bulgari, Ulysse Nardin e Net-a-Porter sulla performance dei rispettivi Gruppi

In questo paragrafo verranno forniti i risultati della performance dei tre più importanti conglomerati del lusso in seguito ad operazioni di acquisizioni specifiche; questo per dimostrare ulteriormente che le imprese di tale settore registrano performance positive, e talvolta anche migliori, grazie alle operazioni di M&A. Per fornire tali risultati è stato utilizzato il metodo contabile, già spiegato nel primo capitolo. Sono stati infatti analizzati i dati contabili derivati dal bilancio consolidato di tali società per verificare l'andamento del fatturato e per il calcolo del ROE, ROI, e ROS.

3.5.1 Bulgari

L'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH si è conclusa il 30 Giugno del 2011, richiedendo 4,3 miliardi di euro. Tale cifra è stata giustificata da LVMH proprio per l'alto valore di Bulgari, sinonimo di creatività ed eccellenza a livello mondiale: il brand è riconosciuto come uno dei principali attori nel mondo dei gioielli e degli orologi, così come nel segmento dei profumi e degli accessori. In tal senso LVMH ha voluto sfruttare il talento e l'aspetto internazionale e diversificato del marchio italiano Bulgari. Lo scopo dell'integrazione era infatti diventare leader mondiale nel mercato degli orologi e dei gioielli di fascia molto alta, preservando l'*heritage*, i valori, il *know-how* e l'identità del brand acquisito. Nell'*Annual Report* del 2011 Bernand Arnault ha così commentato l'acquisizione di Bulgari: «*Now that we have joined forces with Bulgari, our Watches and Jewelry business group has strengthened its capabilities and savoir-faire and is reaping the benefits of new synergies. It has also significantly increased its market share and ability to finance growth projects*.». (LVMH; 2011)

I benefici della sinergia con Bulgari a cui si riferisce Arnault possono essere infatti riscontrati dai risultati registrati da LVMH nell'anno finanziario 2010-2011 che verranno analizzati di seguito.

Il primo dato di cui tenere conto è l'aumento del 16% del fatturato consolidato rispetto all'anno precedente: nello specifico è stato di 23.659 milioni di euro. Da quanto emerge dall'*Annual Report* del 2011 ciò che ha contribuito maggiormente a tale aumento è stata l'acquisizione di Bulgari, a cui si aggiungono le seguenti modifiche all'area di consolidamento del Gruppo: nel segmento dei Profumi e Cosmetici e dei Vini e Liquori, sono state vendute rispettivamente La Brosse et Dupont e Montaudon; e nel Retailing, è stata acquistata Ile de Beauté, una delle principali catene di distribuzione di profumi e cosmetici in Russia.

Volendo analizzare più nel dettaglio i ricavi derivanti dalla divisione Orologi e Gioielli, di cui Bulgari fa parte, è possibile constatare dalla tabella sottostante che questi sono aumentati del 98% rispetto al 2010: a ciò ha contribuito l'aumento delle scorte dovuto proprio all'acquisizione di Bulgari.

Tabella 10: Ricavi in milioni divisi per business del gruppo

Rever (EUR r.	2011	2010
Wines and Spirits	3,524	3,261
Fashion and Leather Goods	8,712	7,581
Perfumes and Cosmetics	3,195	3,076
Watches and Jewelry	1,949	985
Selective Retailing	6,436	5,378
Other activities and eliminations	(157)	39
Total	**23,659**	**20,320**

Fonte: *Annual Report* LVMH 2011

Dai grafici sotto riportati è inoltre possibile analizzare il contributo di ciascuna divisione ai ricavi del Gruppo. In seguito al consolidamento di Bulgari nell'ultima parte del 2011, l'impatto della divisione Orologi e Gioielli sui ricavi consolidati è stato dell'8%, in aumento di 3 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Grafico 14: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2011

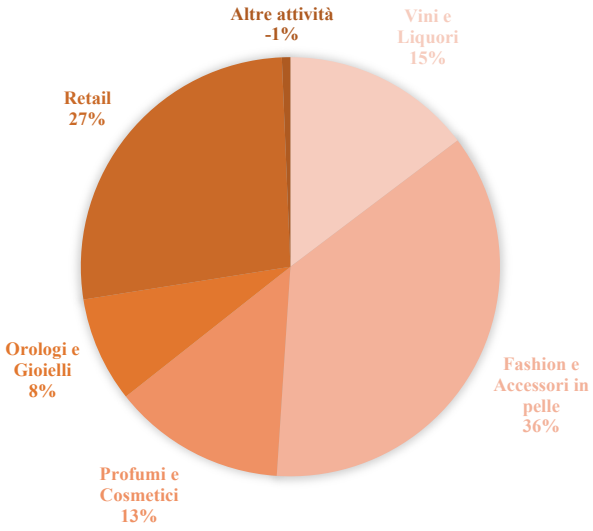
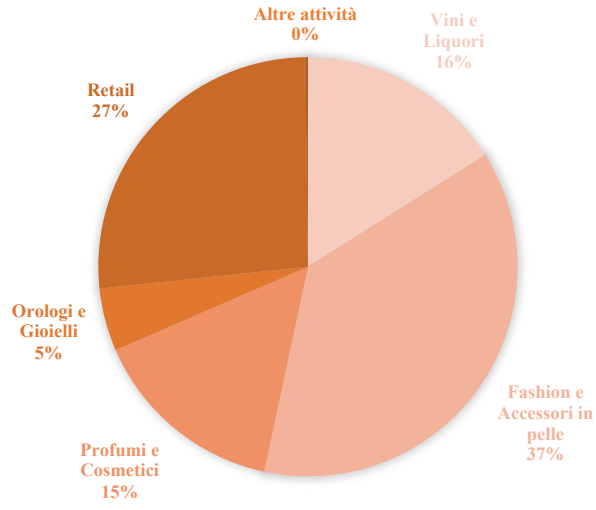


Grafico 13: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2010



Fonte: elaborazioni personali

Effettuando invece un'analisi dei ricavi di LVMH dividendoli per regioni geografiche, si può affermare che il contributo relativo di Francia, Stati Uniti e Giappone al fatturato del Gruppo è diminuito di 1 punto percentuali, rispettivamente al 12%, 22% e 8%. Il contributo dell'Europa (esclusa la Francia) è rimasto stabile al 21%, mentre quello dell'Asia (escluso il Giappone) è aumentato di 2 punti percentuali arrivando al 27% e il contributo degli altri mercati è aumentato di 1 punto percentuale fino a raggiungere il 10%.

Tabella 11: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per aerea geografica

(percentage)	2011	2010
France	12	13
Europe (excluding France)	21	21
United States	22	23
Japan	8	9
Asia (excluding Japan)	27	25
Other markets	10	9
Total	**100**	**100**

Fonte: *Annual Report* LVMH 2011

Considerando invece il primo indice di profittabilità dell'impresa tipico del metodo contabile è bene dapprima fornirne una definizione: il ROE (*Return On Equity*) misura il ritorno degli investimenti effettuati dagli azionisti che l'impresa è stata in grado di generare. Dalla tabella riportata di seguito si nota che tra il 2010 e il 2011 il ROE è diminuito e questo è dovuto al fatto che l'*equity* è aumentato mentre l'utile netto è quasi rimasto invariato. L'aumento del 29% dell'*equity* è principalmente attribuibile ai seguenti fattori: all'aumento delle riserve, per un ammontare di 2,2 miliardi di euro, inteso come corrispettivo del conferimento delle azioni di Bulgari da parte degli azionisti familiari della società; ma anche ai forti utili realizzati dalle società del Gruppo, di cui solo una parte è stata distribuita (*Annual Report* LVMH 2011). Ne consegue che la diminuzione del ROE non può essere rappresentativa di un fallimento dell'impresa in quanto la minore profittabilità per gli azionisti rappresenta in realtà una variabile positiva per l'impresa poiché significativa di un *equity* maggiore.

Tabella 12: ROE di LVMH nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro

	2011	**2010**
Utile Netto	3,07	3,03
Equity	23,51	18,20
ROE	**15%**	**20%**

Fonte: elaborazioni personali

L'indice ROI (*Return On Investment*) misura invece la profittabilità operativa, ossia il ritorno in termini di EBIT del capitale investito nelle attività operative (NOA, *Net Operating Asset*). Sebbene tra il 2010 e il 2011 il ROI di LVMH non abbia registrato una crescita (vedi tabella 13), la performance dell'impresa può comunque essere ritenuta positiva. Questo perché sono stati effettuati molti investimenti, il che ha generato un aumento di quasi tutte le voci dell'attivo. In particolare, nel 2011, anno in cui è avvenuto il consolidamento di Bulgari, sono aumentate di 5,6 miliardi di euro le voci dei beni immateriali, del brand, dell'avviamento e degli impianti. Di tale aumento, 4,2 miliardi di euro derivano proprio dall'acquisizione di Bulgari (*Annual Report* LVMH 2011). Infine, anche l'aumento dei debiti commerciali rappresenta un fattore positivo per l'impresa, in quanto sta a significare un suo alto potere contrattuale.

Tabella 13: ROI di LVMH nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro

	2011	**2010**
EBIT	5.154	4.169
NOA	24.896	19.437
ROI	**20,7%**	**21,4%**

Fonte: elaborazioni personali

L'ultimo indice contabile analizzato è il ROS (*Return On Sales*), che indica il margine operativo sulle vendite, ossia quanto l'impresa sia stata efficiente nella generazione di profitto. In altri termini il ROS può essere indicativo della massimizzazione dell'output dell'impresa

minimizzando gli input. A tal fine quindi, si calcola quanto i ricavi ottenuti siano diventati risultato operativo, ossia EBIT. Considerando la variazione del ROS tra 2010 il 2011, che è possibile verificare dalla tabella 14, si può affermare che l'efficienza di LVMH è aumentata, passando dal 21% al 22%. Questi risultati dimostrano pertanto una buona performance dell'impresa in termini di efficienza, a cui ha contribuito anche l'acquisizione di Bulgari.

Tabella 14: ROS di LVMH nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro

	2011	**2010**
EBIT	5.15	4.17
Revenue	23.66	20.32
ROS	**22%**	**21%**

Fonte: elaborazioni personali

3.5.2 Ulysse Nardin

Nel novembre del 2014 Kering ha finalizzato l'acquisizione di Ulysse Nardin, brand svizzero con radici nel mondo della nautica, poi affermatosi come casa di orologeria di lusso: così il marchio è entrato a far parte della divisione Orologi di Lusso e Gioielleria di Kering guidata da Albert Bensoussan. L'acquisizione ha costituito uno sviluppo strutturale che ha permesso a Kering di rafforzare la sua divisione Lusso, e più nello specifico del business Orologi e Gioielli, con un'attività chiaramente posizionata e complementare agli altri suoi marchi, nonché di rafforzare il valore dell'impresa a livello internazionale. Ulysse Nardin era infatti un brand con un forte potenziale di sviluppo e un alto livello di redditività. Questi valori aggiunti sono stati dovuti alla rilevazione e rilancio nel 1983 da parte di Rolf W. Schnyder che l'ha trasformata in un'azienda altamente redditizia con una forte struttura finanziaria. L'azienda aveva, come tuttora un'identità di marca molto forte basata sulla sua competenza storica nei cronometri da marina e nei segnatempo ultra complessi. Partendo da queste caratteristiche, Kering ha voluto cogliere le opportunità di espansione geografica di Ulysse Nardin, in particolare nell'Asia-Pacifico. Ciò ha permesso di mettere in atto numerose sinergie, legate al *know-how* tecnico e industriale e alla sua eccellente rete di distribuzione, con gli altri marchi di *Luxury Watches and Jewellery* di Kering, contribuendo ad accelerare la crescita dell'intera divisione (*Annual Report* Kering 2014).

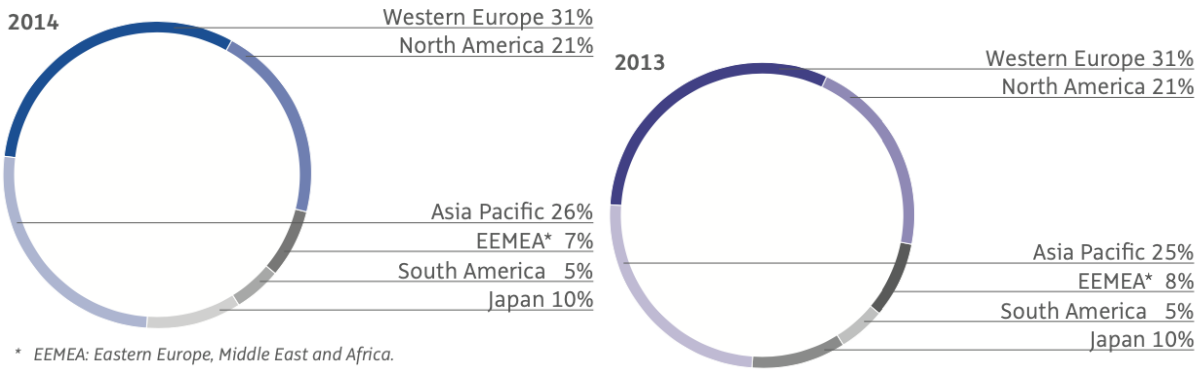
L'acquisizione di Ulysse Nardin è stata coincidente con il rallentamento della crescita del settore del lusso nei paesi emergenti, dovuto principalmente a condizioni economiche più difficili che ha condizionato la domanda dei consumatori per i beni di lusso, soprattutto in Cina per alcune tensioni politiche a Hong Kong.

Nonostante questo contesto di mercato complessivamente meno ottimistico, i ricavi consolidati nel 2014 sono stati pari a 10.038 milioni di euro, in aumento del 4% rispetto al 2013. Questa performance quindi, conferma il valore del Gruppo, nonché il successo delle strategie messe in atto in termini di posizionamento, categorie di prodotto, canali di distribuzione e internazionalizzazione, in risposta ai cambiamenti del mercato. Infatti, l'aumento dei ricavi consolidati include un impatto positivo di 100 milioni di euro derivante dai cambiamenti nella struttura del Gruppo nel 2014: dovuto all'acquisizione di Pomellato e di Ulysse Nardin (*Annual Report* Kering 2014).

Analizzando più nello specifico i ricavi ottenuti dall'impresa nel 2014, è possibile evidenziare come il 31% di essi sia stato ottenuto dalle vendite nell'Europa dell'Ovest, a cui hanno contribuito anche quelle di Ulysse Nardin. Al di fuori dell'area dell'Europa ovest i relativi ricavi hanno rappresentato il 69% di quelli consolidati ottenuti nel 2014, come è possibile notare dalla figura sottostante. Inoltre, è importante sottolineare che l'unica crescita in termini percentuali dei ricavi divisi per area geografica si è registrata nella regione Asia-Pacifico, nonostante gli squilibri economici cui si faceva riferimento in precedenza.

Grafico 16: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2014

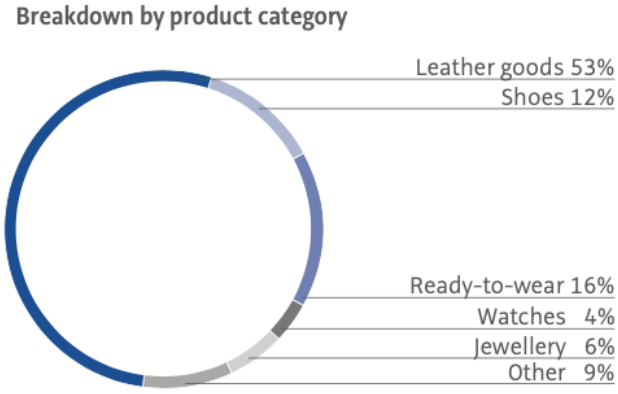
Grafico 15: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2013



Fonte: *Annual Report* Kering 2014

Se invece analizziamo i ricavi ottenuti considerando il contributo della divisione Lusso, va sottolineato che questa nel 2014 ha ottenuto una crescita delle vendite del 6% rispetto al 2013: i ricavi sono stati pari a 6.759 milioni di euro. Più nello specifico, i ricavi ottenuti da tale divisione sono così ripartiti: la pelletteria, il *ready-to-wear* e le calzature rappresentano rispettivamente il 53%, il 16% e il 12% dei ricavi totali, mentre il contributo di orologi e gioielli, business di Ulysse Nardin, è salito al 10%, come è possibile constatare anche dalla figura sottostante.

Grafico 17: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per business della divisione Luxury nel 2014



Fonte: *Annual Report* Kering 2014

Analizzando i risultati di Kering in seguito all'acquisizione di Ulysse Nardin si farà ora riferimento ai principali indici di bilancio. Per ricordare la definizione del ROE è possibile affermare che esso valuta come il management sia riuscito a gestire il patrimonio netto per aumentare gli utili aziendali. Ne consegue che il ROE non rispecchia solo le scelte compiute nell'ambito della gestione caratteristica dell'impresa, ma anche le decisioni in merito alla gestione finanziaria e patrimoniale. Nel caso specifico dell'acquisizione di Ulysse Nardin, è possibile affermare che tale strategia può aver contribuito all'incremento della performance del Gruppo Kering in quanto il ROE complessivo è passato da 0,36% al 5,13%, come è possibile riscontrare dalla tabella di seguito. Questi risultati così bassi ma comunque positivi sono dovuti sicuramente al poco margine registrato in quegli anni dovuto alle alte spese che il Gruppo ha dovuto sostenere, avendo comunque un equity rilevante.

Tabella 15: ROE di Kering nel 2013 e 2014, valori in milioni di euro

	2014	**2013**
utile netto	549	40
equity	11.262	11.196
ROE	**5,13%**	**0,36%**

Fonte: elaborazioni personali

Tale incremento della performance è possibile riscontrarlo anche dall'aumento del ROI (da 9% a 10%, come riportato nella tabella sottostante). Ricordando che il ROI misura quanto il capitale investito da un'impresa genera profitto, dal risultato ottenuto nel 2014, rispetto a quello del 2013, è possibile affermare che l'investimento che ha visto l'acquisizione di Ulysse Nardin sicuramente non ha determinato una minore profittabilità per il Gruppo Kering.

Tabella 16: ROI di Kering nel 2013 e 2014, valori in milioni di euro

	2014	**2013**
EBIT	1.552	1.311
NOA	15.496	14.436
ROI	**10%**	**9%**

Fonte: elaborazioni personali

Anche l'aumento del ROS ha contribuito alla performance positiva registrata nel 2014 dall'impresa: dal 14% ottenuto nel 2013, il ROS è passato al 15%, come riportato nella tabella di seguito. Ricordando che tale indice misura quanto le vendite hanno contribuito all'EBIT, si può affermare che nel 2014 Kering è stata efficiente: ciò è stato dovuto anche ai maggiori ricavi registrati nel 2014, a cui la divisione Orologi e Gioielli di cui Ulysse Nardin fa parte, ha contributo per il 10%.

Tabella 17: ROS di Kering nel 2013 e 2014, valori in miliardi di euro

	2014	**2013**
EBIT	1.552	1.311
Revenue	10.038	9.656
ROS	**15%**	**14%**

Fonte: elaborazioni personali

3.5.3 Net-a-Porter

Il 1° Aprile 2010 Richemont ha ottenuto il controllo effettivo di Net-a-Porter, per un corrispettivo in denaro di 245 milioni di euro. In quegli anni Net-a-Porter si era affermato come il principale rivenditore online di moda di lusso del mondo, consegnando in 170 paesi. La sua fama è stata dovuta inoltre alla forte e costante innovazione in nuove tecnologie per migliorare l'esperienza del consumatore. È sulla base di tale potenziale del brand che Richemont ha ampliato il controllo su Net-a-Porter, di cui precedentemente deteneva una quota di minoranza, acquisendone pertanto anche le attività di *boutiques* in mercati strategici, come e soprattutto in Asia, al fine di consolidare la strategia di internazionalizzazione.

Anche per l'analisi della performance di Richemont in seguito a tale acquisizione si partirà dalla valutazione del fatturato d'impresa per l'anno finanziario che si è concluso il 31 Marzo 2011. Le vendite a tale data sono aumentate del 33%, determinando quindi 6.892 milioni di euro di fatturato, di cui 274 milioni proviene dalle vendite di Net-a-Porter, contribuendo così per il 3% (*Annual Report* di Richemont 2011). La forte crescita delle vendite riflette inoltre la creatività dei prodotti delle *maison*, il successo sia tra i clienti locali che tra i viaggiatori e le nuove aperture di negozi. I margini registrati dal Gruppo sono stati dovuti principalmente all'integrazione di Net-a-Porter nonostante il rafforzamento del franco svizzero rispetto all'euro e l'aumento del costo dei materiali preziosi. I risultati dei ricavi e il forte contenimento dei costi hanno determinato quindi un aumentato dell'80% dell'utile d'esercizio arrivando a 1.079 milioni di euro, riflettendo un guadagno contabile di 102 milioni di euro relativo all'acquisizione di Net-a-Porter (*Annual Report* Richemont 2011).

Analizzando più nel dettaglio il contributo dei canali distributivi ai ricavi consolidati è possibile constatare che per la prima volta, le vendite al dettaglio, a cui contribuiscono le vendite di Net-a-Porter, seppur di poco hanno superato il 50% delle vendite complessive del Gruppo, realizzate

anche attraverso la distribuzione *wholesale*. Il tasso di crescita delle vendite ottenute tramite il *retail*, che emerge dai grafici sotto riportati, ha evidenziato la qualità di tale offerta, dovuta soprattutto all'integrazione di Net-a-Porter.

Grafico 19: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2011

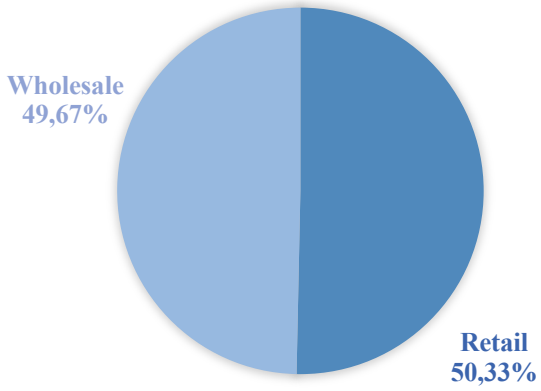
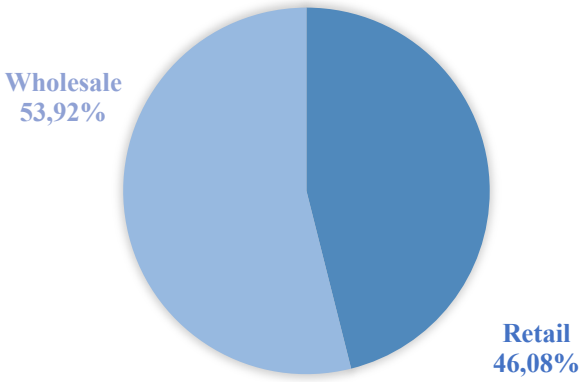


Grafico 18: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per canali di distribuzione nel 2010



Fonte: elaborazioni personali

Il contributo dei ricavi registrati dalle diverse aree geografiche al fatturato dell'impresa è invece possibile riscontrarlo dal grafico sotto riportato.

Grafico 21: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per area geografica nel 2011

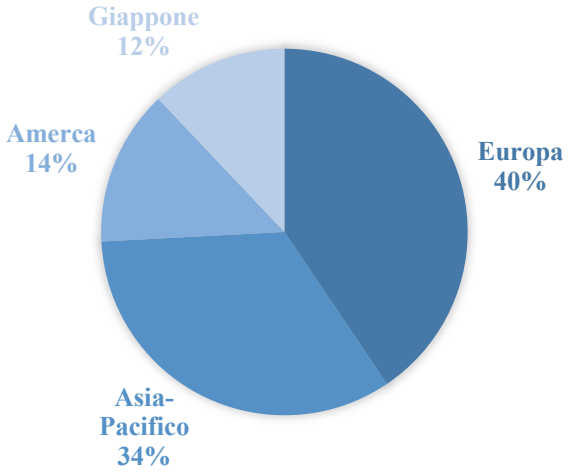
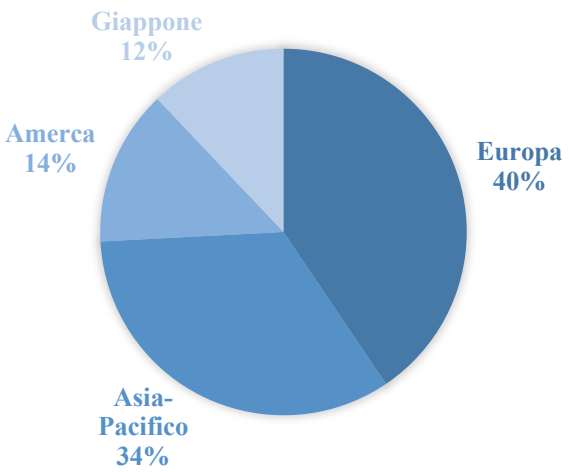


Grafico 20: Percentuale dei ricavi consolidati divisi per area geografica nel 2010



Fonte: elaborazioni personali

Come è possibile notare dal grafico, l'Europa ha rappresentato la regione più importante per il Gruppo, registrando il 38% delle vendite complessive. I ricavi ottenuti in quest'area sono stati in aumento rispetto al 2010, del 23%, anche grazie all'integrazione di Net-a-Porter, seppure il contributo di questa regione ai ricavi consolidati sia stata inferiore (*Annual Report* di Richemont 2011). È importante notare inoltre che la regione che si avvicina quasi del tutto all'Europa è stata quella dell'Asia-Pacifico con il 37% delle vendite del Gruppo. Questi risultati sono stati dovuti alla forte espansione internazionale di Richemont attraverso forti reti di distribuzione.

Passando alla misurazione degli indici di bilancio è possibile notare quanto la profittabilità di Richemont sia migliorata considerando l'aumento del ROE e del ROS. Infatti, il primo è passato dal 12% nel 2010 al 18% nel 2011 (vedi tabella 18). Ciò è stato sicuramente dovuto ad una solida struttura finanziaria e al fatto che l'*equity* ha rappresentato il 72% del totale del passivo del bilancio.

Tabella 18: ROE di Richemont nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro

	2011	**2010**
Utile Netto	1.079	600
Equity	6.992	5.661
ROE	**18%**	**12%**

Fonte: elaborazioni personali

Il ritorno dell'impresa sugli investimenti, calcolato quindi dal ROI, è diminuito, come riportato nella tabella sottostante. Tale riduzione può essere spiegata anche in questo caso con l'acquisizione di Net-a-Porter ma anche con l'aumento della rete di boutique del Gruppo e della capacità produttiva. Questi cambiamenti hanno determinato un NOA maggiore per le ulteriori immobilizzazioni dell'impresa, sia materiali che immateriali, e per l'aumento dell'avviamento, contribuendo quindi ad un maggior valore per l'impresa.

Tabella 19: ROI di Richemont nel 2010 e 2011, valori in milioni di euro

	2011	**2010**
EBIT	1.253	1.552
NOA	4.168	3.587
ROI	**30%**	**43%**

Fonte: elaborazioni personali

Per quanto riguarda il ROS, come accennato poc'anzi, esso è aumentato di 4 punti percentuali: è infatti possibile riscontrare dalla tabella di seguito che esso è passato dal 16% del 2010 al 20% del 2011. Anche in questo caso è possibile notare come l'80% dei ricavi operativi siano stati assorbiti dai costi operativi, rappresentando quindi l'efficienza di Richemont.

Tabella 20: ROS di Richemont nel 2010 e 2011, valori in miliardi di euro

	2011	**2010**
EBIT	1.355	830
Revenue	6.892	5.176
ROS	**20%**	**16%**

Fonte: elaborazioni personali

Conclusioni

Partendo dall'analisi delle operazioni di M&A si è voluto fornire un quadro più specifico di quelle che avvengono nel settore del lusso. Tale scelta è stata dovuta alle peculiari caratteristiche di questo settore, come l'elevata internazionalizzazione, ma soprattutto l'alto numero di operazioni di M&A che avvengono in esso con l'obiettivo di affermare il brand nei mercati internazionali, portando quasi sempre al maggior successo delle imprese acquirenti, ma anche di quelle acquisite. Lo scopo di questo elaborato era quello di dimostrare l'alto successo delle M&A internazionali che avvengono in questo settore, al contrario di quanto si possa attendere visto l'alto tasso di fallimento delle M&A considerando la totalità dei settori del mercato.

Per raggiungere tale obiettivo sono state dapprima prese in considerazione le caratteristiche del settore in questione, in quanto fondamentali per un'analisi più completa, dal momento che esse condizionano innanzitutto le motivazioni che spingono le imprese ad effettuare operazioni di M&A e in secondo luogo il loro successo. I risultati di questa analisi si mostrano in linea con ciò che si voleva dimostrare: le M&A internazionali nel settore del lusso ottengono risultati positivi e apportano valore e successo alle imprese coinvolte. A tale conclusione si è giunti considerando dapprima il metodo del mercato dei capitali, che studia le reazioni di quest'ultimo all'annuncio di una nuova operazione di M&A o direttamente al completamento di essa; in secondo luogo analizzando i principali indici di bilancio delle imprese acquirenti.

Partendo dal metodo dei capitali, da quanto emerso dai lavori di Meinshausen e Schiereck (2011), Königs e Schiereck (2006 e 2008) i CAR ottenuti risultano altamente positivi, specialmente nei venti giorni prima e dopo l'annuncio: da ciò si può dedurre che le acquisizioni nel settore di lusso generano valore per gli azionisti della società acquirente. Inoltre, considerando nello specifico il mercato dei capitali europeo, è emerso che esso risulta notevolmente integrato, ossia non presenta barriere alla circolazione dei capitali. Questa caratteristica, insieme all'effetto annuncio positivo, rende le operazioni di M&A uno strumento ottimale per il raggiungimento degli obiettivi prefissati dall'impresa acquirente. Se ne deduce pertanto che, qualora un'impresa europea voglia entrare in un mercato specifico di un altro Paese europeo, non incontrerà eventuali limiti; anzi, molto probabilmente otterrà un riscontro positivo dal mercato dei capitali per questa sua scelta, che di conseguenza determina un maggior valore per i propri azionisti.

Passando al metodo contabile, il primo risultato che è emerso esaminando nello specifico tre imprese del lusso tra le più importanti è che il loro fatturato è aumentato nell'anno successivo all'acquisizione considerata. Da quanto affermato nei loro rispettivi *Annual Report* è possibile collegare tale aumento anche alle acquisizioni avvenute: all'aumento del fatturato di LVMH tra il

2010 e il 2011 hanno contribuito maggiormente le vendite di Bulgari, appena acquisita; l'aumento dei ricavi consolidati di Kering tra il 2013 e il 2014 include un impatto positivo di 100 milioni di euro derivante dall'acquisizione di Pomellato e di Ulysse Nardin avvenute in quegli anni; all'aumento delle vendite di Richemont hanno contribuito con 274 milioni di euro le vendite di Net-a-Porter (3% del totale), per la prima volta inserite nel bilancio consolidato del Gruppo.

Sono stati poi analizzati più nello specifico i risultati ottenuti da questi conglomerati considerando la provenienza geografica delle vendite, potendo così affermare che l'acquisizione del brand italiano Bulgari da parte della francese LVMH non ha determinato una diminuzione del contributo dei ricavi provenienti dall'Europa, esclusa la Francia, a quelli consolidati, ma essi sono rimasti stabili al 21%, portando così ad affermare che tale acquisizione sicuramente non ha avuto un impatto negativo per queste vendite; lo stesso si può sostenere per l'acquisizione dell'impresa svizzera Ulysse Nardin da parte della francese Kering; al contrario, l'acquisizione della piattaforma online di *retail* inglese Net-a-Porter, secondo quanto risulta dall'*Annual Report* di Richemont che l'ha acquisita, ha contribuito insieme agli altri brand all'aumento del 23% dei ricavi registrati in Europa.

Infine, considerando i maggiori indici di bilancio utilizzati per misurare la profittabilità di un'impresa, ossia ROE, ROI e ROS, è emerso che questa è migliorata o almeno non peggiorata in seguito alle acquisizioni considerate. Più nello specifico, il ritorno degli investimenti degli azionisti è diminuito solo nel caso di LVMH sebbene ciò non implichi una diminuzione della performance dell'impresa, in quanto insieme alla minore profittabilità per gli azionisti si è registrato un aumento dell'*equity* dovuto proprio alle maggiori riserve per un ammontare di 2,2 miliardi di euro, rappresentativo del conferimento delle azioni di Bulgari; nel caso di Kering e Richemont invece, il ROE è aumentato nell'anno delle rispettive acquisizioni di Ulysse Nardin e Net-a-Porter. Pertanto, le decisioni del management, tra cui anche tali acquisizioni, in termini di gestione del patrimonio netto, hanno determinato un aumento degli utili aziendali. Passando al ritorno sugli investimenti nelle attività operative di LVMH e Richemont, si è registrata una diminuzione di esso che anche in questo caso non può essere interpretata come una minore profittabilità dell'impresa in quanto le attività operative, depurate dei debiti commerciali, sono aumentate per l'integrazione rispettivamente di Bulgari e Net-a-Porter: il 75% dell'aumento registrato da LVMH è dovuto ai beni immateriali, impianti e al maggior valore del brand e dell'avviamento apportati da Bulgari, mentre l'integrazione di Net-a-Porter ha contribuito in percentuale minore all'aumento delle attività operative. Da ciò si può dedurre che, sebbene il ROI di queste imprese sia diminuito, l'aumento di tali voci del bilancio ha determinato un maggior valore per l'impresa. Per quanto riguarda invece la variazione del ROI di

Kering in seguito all'acquisizione considerata, è possibile affermare che questa sicuramente non ha provocato una minore profittabilità del Gruppo, in quanto si è registrato un aumento di 1 punto percentuale. Considerando invece la variazione del ROS, è possibile riscontrare un'efficienza di queste imprese negli anni in cui sono stati considerati per la prima volta i brand acquisiti nel bilancio consolidato, in termini di generazione del profitto. Infatti, i maggiori ricavi dei Gruppi, a cui hanno contribuito le vendite dei brand acquisiti come riportato dai rispettivi *Annual Report*, hanno generato più efficientemente l'EBIT dell'impresa.

Questi risultati positivi, ottenuti sia con il metodo del mercato dei capitali che con quello contabile, possono quindi essere interpretati come un successo delle M&A internazionali che avvengono nel settore del lusso: esse infatti non erodono il valore dell'impresa acquirente, ma anzi possono contribuire ad una migliore performance, al contrario di quanto ci si poteva aspettare considerando l'analisi della performance delle M&A di altri settori.

Tuttavia, insieme a questi risultati positivi è necessario aggiungere ulteriori considerazioni sulle M&A che avvengono nel lusso, al fine di fornire una panoramica più chiara dei risultati illustrati. Innanzitutto, secondo quanto dimostrato da Meinshausen e Schiereck (2011), un eccessivo ricorso alle M&A per diversificare il rischio idiosincratico tipico delle imprese del *fashion-luxury* non determina un'utilità marginale maggiore in termini di risposta del mercato dei capitali; questo perché l'aumento del potere di mercato di un'impresa di dimensioni elevate dal punto di vista di brand posseduti non è ritenuto di estrema necessità per un'azienda già ampiamente diversificata. In secondo luogo, qualora le M&A coinvolgano imprese provenienti da Paesi significativamente lontani, il risultato di queste operazioni potrebbe essere una diminuzione del valore aziendale e un rischio sistematico più alto per la difficoltà di integrare imprese molto lontane a causa della loro cultura e lingua significativamente diverse, come spiegato dagli studi di Kim e Mathur (2008) e di Olibe, Michello e Thorne (2008). Non a caso, dall'analisi della provenienza geografica degli operatori coinvolti nelle M&A avvenute nel settore del lusso è emerso che le imprese europee hanno perlopiù concluso operazioni con imprese provenienti anch'esse dall'Europa. Da tali considerazioni è quindi possibile concludere che i risultati positivi tratti dalla letteratura e dagli indici di bilancio delle imprese considerate in questo elaborato derivano da una valutazione appropriata delle operazioni che le imprese intendono effettuare, tenendo conto di eventuali limiti notevolmente riconoscibili che non porterebbero al successo di queste.

Ad ogni modo, la trattazione della differenza tra M&A generali e M&A nel lusso, l'analisi delle caratteristiche del settore in questione e delle sue M&A ha permesso di concludere che le imprese che intendono implementare una strategia di internazionalizzazione attraverso il ricorso ad

operazioni di M&A ottengono risultati positivi nella maggior parte dei casi in termini di maggior valore per gli azionisti dell'impresa e maggior valore dell'impresa stessa. Ne sono un esempio infatti gli alti valori della performance di LVMH, Kering e Richemont, i quali hanno fatto delle M&A il loro principale strumento per gli obiettivi da perseguire, soprattutto in termini di diversificazione internazionale.

Limiti dell'analisi

I metodi utilizzati per raggiungere lo scopo di tale elaborato presentano dei limiti che è importante sottolineare, come quello individuato da Quacquarelli (2017): per valutare il valore apportato da un'operazione di M&A che coinvolge imprese del lusso è necessario tenere in considerazione la gestione dell'integrazione; essa infatti prevedrebbe l'autonomia dei rispettivi team creativi e della funzione di produzione ma allo stesso tempo la condivisione delle attività di marketing e vendite: qualora non si tenga conto di tale gestione, è difficile ottenere risultati del tutto veritieri. Inoltre, l'utilizzo di indici di bilancio che considerano tutti gli investimenti dell'impresa e non solo quello relativo ad un'acquisizione specifica, non consentono di ottenere risultati specifici sulla performance di questa. Tali elementi possono infatti essere ricavati solo essendo interni alle imprese analizzate, trattandosi di informazioni private. È così che si giustificano i metodi utilizzati in questo elaborato, così come in letteratura, al fine di fornire un generale quadro dei risultati delle operazioni di M&A che avvengono nel settore del lusso.

Bibliografia

- Agnihotri A., Bhattacharya S., “International acquisitions and emerging market firms' performance – a structural contingency perspective”, *Thunderbird International Business Review* 60, no. 4 (2018), https://doi.org/10.1002/tie.21946
- Ahmed K., Bebenroth R., "Acquisition Behavior of Emerging Versus Developed Market Multinationals", *Organizations and Markets in Emerging Economies* 10, no. 1 (2019), https://doi.org/10.15388/omee.2019.10.00001
- Albrecht C. M., Backhaus C., Gurzki H. e Woisetschläger D. M., “Drivers of Brand Extension Success: What really Matters for Luxury Brands: Luxury Brand Extensions”, Psychology & Marketing 30, no. 8 (2013), https://doi.org/10.1002/mar.20635
- Alexander M. e Korine H., “When you shouldn’t go global”, *Harvard Business Review* 86, no. 12 (2008).
- Alexander N. e Doherty, A. M., *International retailing.* Oxford: Oxford University Press, 2009.
- Anand J., Delios A., "Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions", *Strategic Management Journal* 23, no. 2 (2002) https://doi.org/10.1002/smj.215
- Andriuskevicius K., "M&A Performance and Economic Impact: Integration and Critical Assessment of Methodological Approach", *Trendy Ekonomiky a Managementu* 11, no. 29 (2017), https://doi.org/10.13164/trends.2017.29.9
- Ared R. e Winser J., “Small business and supply chain management: is there a fit?”, *Journal of Business Venturing* 20, no. 3 (2005), https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2003.11.003
- Assaf A. G., Josiassen A., Ratchford B. T., Pestana Barros C., “Internationalization and Performance of Retail Firms: A Bayesian Dynamic Model”, *Journal of Retailing* 88, no. 2 (2012), https://doi.org/10.1016/j.jretai.2011.11.005
- Aureli S., “Performance of unlisted Italians companies acquired by multinationals from emerging markets”, *Journal of Organizational Change Management* 28, no. 5 (2015), https://doi.org/10.1108/JOCM-12-2014-0233
- Bagwell L. S. e Bernheim D. B., “Veblen Effect in a Theory of Conspicuous Consumption”, *The American Economic Review* 86, no. 3 (1996).

- Bai H., He W., Shi J., McColl J. e Moore C., "Internationalization Strategies of Emerging Market Multinationals in Luxury Fashion retailing—Case Study of Shandong Ruyi Group", *Thunderbird International Business Review* 63, no. 3 (2021), https://doi.org/10.1002/tie.22181
- Bain & Company, "Worldwide Luxury Market Monitor", 2019.
- Barkema H. G., Vermeulen F., "International expansion through start-up or acquisition: a learning perspective", *Academy of Management Journal* 41, no. 1 (1998), https://doi.org/10.2307/256894
- Barłożewski K., Trąpczyński P., "Internationalisation Motives and the Multinationality-Performance Relationship: The Case of Polish Firms", *Entrepreneurial Business and Economics Review* 9, no. 2 (2021), https://doi.org/10.15678/EBER.2021.090206
- Benito G. R. G., "Why and how Motives (Still) Matter", *Multinational Business Review* 23, no. 1 (2015), https://doi.org/10.1108/MBR-02-2015-0005
- Bhimani A., Ncube M., Sivabalan P., "Managing Risk in Mergers and Acquisitions Activity: Beyond 'good' and 'bad' Management", *Managerial Auditing Journal* 30, no. 2 (2015), https://doi.org/10.1108/MAJ-08-2014-1079
- Boateng A., Du M., Wang Y., Wang C., Ahammad M. F., "Explaining the surge in M&A as an entry mode: home country and cultural influences", *International Marketing Review* 34, no. 1 (2015), https://doi.org/10.1108/IMR-10-2014-0330
- Boateng A., Wang Q., Yang T., "Cross-border M&As by Chinese firms: an analysis of strategic motives and performance", *Thunderbird International Business Review* 50, no. 4 (2008), https://doi.org/10.1002/tie.20203
- Brouthers K. D., "Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance", *Journal of International Business Studies* 44, no. 1 (2013), https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8491013
- Brouthers K. D., Brouthers L. E., "Acquisition or Greenfield Start-Up? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences", *Strategic Management Journal* 21, no. 1 (2000), https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200001)21:1<89::AID-SMJ85>3.0.CO;2-8
- Brouthers K. D., Dikova D., "Acquisitions and Real Options: The Greenfield Alternative", *Journal of Management Studies* 47, no. 6, (2010), https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00875.x
- Caiazza R., *Cross-Border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*. Torino: G. Giappichelli, 2011.

- Caiazza R., Volpe T., “M&A process: a literature review and research agenda”, *Business Process Management Journal* 21, no. 1 (2015), https://doi.org/10.1108/BPMJ-11-2013-0145
- Capasso A., Meglio O., “The evolving role of Mergers and Acquisitions in competitive strategy research”, in *Handbook of Research on Competitive Strategy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012.
- Capasso A., Meglio O., *Fusioni e acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze*. Milano: FrancoAngeli, 2014.
- Caroli M., *Gestione delle imprese internazionali*. Milano: Mc Graw Hill Education, 2016.
- Chen J., Zhao X., Niu X., Fan Y. H., Taylor G., "Does M&A Financing Affect Firm Performance Under Different Ownership Types?", *Sustainability (Basel, Switzerland)* 12, no. 8 (2020), https://doi.org/10.3390/su12083078
- Chevalier M. e Gutsatz M., *Luxury Retail Management: How the World’s Top Brands Provide Quality Product & Service Support*. Singapore: John Wiley & Sons, 2012.
- Chung, Kyunghwa, Chorong Youn, and Yuri Lee. "The Influence of Luxury Brands’ Cross-Border Acquisition on Consumer Brand Perception." *Clothing and Textiles Research Journal* 32, no. 4 (2014), https://doi.org/10.1177/0887302X14538117
- Ciambotti M., Aureli S., Demartini P., “Italy: Demand for social responsibility in mergers and acquisitions”, *The Journal of Corporate Accounting & Finance* 22, no. 6 (2011), https://doi.org/10.1002/jcaf.20721
- Clougherty J. A., Duso T., "The Impact of Horizontal Mergers on Rivals: Gains to being Left Outside a Merger", *Journal of Management Studies* 46, no. 8 (2009), https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00852.x
- Deloitte, “Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey”, 2020.
- Deloitte, “Global Powers of Luxury Goods”, 2019.
- Donze, P. (2017), “The Birth of Luxury Big Business: LVMH, Richemont and Kering”, in *Global Luxury: Organizational Change and Emerging Markets since the 1970s*. Singapore: Palgrave, 2018.
- Dubois B. e Laurent G., “The functions of luxury: a situational approach to excursionism”, *Advances in Consumer Research* 23, no. 1 (1996).
- Dubois B., Paternault C., “Observations: Understanding the world of luxury brands: the “Dream Formula””, *Journal of Advertising research* 35, no. 4 (1995).

- Easterby-Smith M. e Prieto I. M.m "Dynamic Capabilities and Knowledge Management: An Integrative Role for Learning?", *British Journal of Management* 19, no. 3 (2008): https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2007.00543.x
- El-Khatib R., Fogel K., Jandik T., "CEO Network Centrality and Merger Performance", *Journal of Financial Economics* 116, no. 2 (2015), https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.01.001
- Ferreira M. P., Santos J. C. de Almeida Ma. I. R., Reis N. R., "Mergers & Acquisitions Research: A Bibliometric Study of Top Strategy and International Business Journals, 1980-2010", *Journal of Business Research* 67, no. 12 (2014), https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.015
- Florio M., Ferraris M., Vandone D., "Motives of mergers and acquisitions by state-owned enterprises: A taxonomy and international evidence", *International Journal of Public Sector Management* 31, no. 2 (2018), https://doi.org/10.1108/IJPSM-02-2017-0050
- Forslund F., "Performance management process integration in retail supply chains", *International journal of Retail & Distribution Management* 34, no. 7 (2015), https://doi.org/10.1108/IJRDM-09-2013-0174
- Frasquet M., Dawson J. e Mollà A., "Post-entry internationalisation activity of retailers: an assessment of dynamic capabilities", *Management Decision* 51, no. 7, (2013), https://doi.org/10.1108/MD-02-2013-0081
- Geiger F., Schiereck D., "The influence of industry concentration on merger motives—empirical evidence from machinery industry mergers", *Journal of Economics and Finance* 38, (2014), https://doi.org/10.1007/s12197-011-9202-y
- Ghemawat P., "The cosmopolitan corporation", *Harvard Business Review* 89, no. 5 (2011).
- Granstrand, Ove and Sören Sjölander. "Managing Innovation in Multi-Technology Corporations." *Research Policy* 19, no. 1 (1990), https://doi.org/10.1016/0048-7333(90)90033-3
- Gubbi S. R., Elango B., "Resource Deepening Vs. Resource Extension: Impact on Asset-Seeking Acquisition Performance", *Management International Review* 56, no. 3 (2016). https://doi.org/10.1007/s11575-016-0282-y
- Guercini S. e Milanesi M., "Extreme Luxury Fashion: Business Model and Internationalization Process", *International Marketing Review* 34, no. 3 (2016), https://doi.org/10.1108/IMR-08-2015-0183
- Gutsatz M. e Heine K., "Is Luxury Expensive?", The Journal of Brand Management 25, no. 5 (2018), https://doi.org/10.1057/s41262-018-0089-1

- Haspeslagh P. C., Jemison D. B., *Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal*. New York: Free Press, 1991.
- Hassan I., Ghauri P. N., Mayrhofer U., "Merger and acquisition motives and outcome assessment", *Thunderbird International Business Review* 60, no. 4 (2018). https://doi.org/10.1002/tie.21967
- Hayward M. L. A., Hannbrick D. C., "Explaining the Premiums Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris", *Administrative Science Quarterly* 42, no. 1 (1997), https://doi.org/10.2307/2393810
- Head K., Ries J., "FDI as an Outcome of the Market for Corporate Control: Theory and Evidence", *Journal of International Economics* 74, no. 1 (2008), https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.04.004
- Heine K. e Phan M., "Trading-up mass-market goods to luxury products", *Australasian Marketing Journal* 19, no. 2 (2011), https://doi.org/10.1016/j.ausmj.2011.03.001
- Heine K., *The Concept of Luxury Brands*. Berlin: Technische Universität Berlin, 2012.
- Hennart J. F., Park Y. R., "Greenfield Vs. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States", *Management Science* 39, no. 9 (1993): http://dx.doi.org/10.1287/mnsc.39.9.1054
- Ijaouane, Vincent and Jean-Noel Kapferer. "Developing Luxury Brands within Luxury Groups – Synergies without Dilution?" *Marketing Review St. Gallen* 29, no. 1 (2012), https://doi.org/10.1007/s11621-012-0107-8
- Jayachandran S., Kaufman P., Kumar V. e Hewett K., "Brand Licensing: what drives royalty rates?", *Journal of Marketing* 77, no. 5 (2013), https://doi.org/10.1509/jm.11.0145
- Jemison D. B., Sitkin S. B., "Corporate Acquisitions: A Process Perspective". *Academy of Management Review* 11, no. 1 (1986), https://doi.org/10.5465/amr.1986.4282648
- Kapferer J. N. e Bastien V., *The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands*. London: Kogan Page Ltd, 2012.
- Kapferer J. N., "Why are we seduced by luxury brands?", *Journal of Brand Management* 6, no. 1 (1998), https://doi.org/10.1057/bm.1998.43
- Kapferer J. N., *Kapferer on Luxury: How Luxury Brands Can Grow yet Remain Rare*. Londra: Kogan Page, 2015.

- Kapferer, J. N., Klippert C. e Leproux L., "Does Luxury have a Minimum Price? an Exploratory Study into Consumers' Psychology of Luxury Prices", *Journal of Revenue and Pricing Management* 13, no. 1 (2014), https://doi.org/10.1057/rpm.2013.34
- Kering, “Annual Report”, 2014.
- Kim, Young Sang and Ike Mathur. "The Impact of Geographic Diversification on Firm Performance." *International Review of Financial Analysis* 17, no. 4 (2008), https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.09.007
- King D. R., Dalton D. R., Daily C. M., Covin J. G., “Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators”, *Strategic Management Journal* 25, no. 2 (2004), https://doi.org/10.1002/smj.371
- Klimek A., "Greenfield Foreign Direct Investment Versus Cross-Border Mergers and Acquisitions: The Evidence of Multinational Firms from Emerging Countries", *Eastern European Economics* 49, no. 6 (2011), https://doi.org/10.2753/EEE0012-8775490604
- Königs e Schiereck; 2006. “Wealth Creation by M&A Activities in the Luxury Goods Industry”, working paper, *European Business School*.
- Königs, A. e Schiereck D. “Combined in Luxury - M&A Announcement Effects and Capital Market Integration in Europe”, *Journal of Mergers & Acquisitions* 5, no. 1 (2008).
- Larsson R., Finkelstein S., "Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization", *Organization Science (Providence, R.I.)* 10, no. 1 (1999), https://doi.org/10.1287/orsc.10.1.1
- Lee D., "Cross-Border Mergers and Acquisitions with Heterogeneous Firms: Technology Vs. Market Motives", *The North American Journal of Economics and Finance* 42, (2017), https://doi.org/10.1016/j.najef.2017.06.003
- Leibenstein H., “Bandwagon, Snob, and Veblen Effects in the Theory of Consumers’ Demand”, *Quarterly Journal of Economics* 64, no. 2 (1950), https://doi.org/10.2307/1882692
- Li F., *Luxury Marketing*. Beijing: Economic Science Press 2010.
- Li W., Wang C., Ren Q., Zhao D., "Institutional Distance and Cross-Border M&A Performance: A Dynamic Perspective", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 66, (2020), https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101207

- Liu X., Burns A. C. e Hou Y., “Comparing Online and in-Store Shopping Behavior Towards Luxury Goods”, International Journal of Retail & Distribution Management 41, no. 11/12 (2013), https://doi.org/10.1108/IJRDM-01-2013-0018
- Liu Y., Öberg C., Tarba S. Y., Xing Y., "Brand management in mergers and acquisitions: Emerging market multinationals venturing into advanced economies", *International Marketing Review* 35, no. 5 (2018), https://doi.org/10.1108/IMR-01-2017-0011
- Lu X., “Market entry strategies of international luxury brands in China”, *Finance & Trade Economics* 33, no. 8 (2012).
- Luo, Y., "Contract, Cooperation, and Performance in International Joint Ventures", *Strategic Management Journal* 23, no. 10 (2002): https://doi.org/10.1002/smj.261
- LVMH, “Annual Report”, 2011.
- Mandara G. e Moor, C., “The internationalization of fashion retail in today's modulating environment”, in *Innovative Business Practices: Prevailing a Turbulent Era*. Newcastle upon Tyne: Cambridge Scholars Publishing, 2013.
- Maran L., Lee P., "Non-Financial Motivations in Mergers and Acquisitions: The Fiat-Ferrari Case", *Business History* 63, no. 4 (2019), https://doi.org/10.1080/00076791.2019.1597854
- Meinshausen, Steffen and Dirk Schiereck. "Dressed to Merge — Small Fits Fine: M&A Success in the Fashion and Accessories Industry." *International Review of Financial Analysis* 20, no. 5 (2011), https://doi.org/10.1016/j.irfa.2011.06.007
- Mintel, “Luxury Goods Retail”, 2018.
- Moore C. e Burt S. “Developing a research agenda for the internationalisation of fashion retailing”, in *Fashion Marketing*. Oxford: Routledge, 2007.
- Moore C. M., Fernie J. e Burt S., "Brands without Boundaries - the Internationalisation of the Designer Retailer's Brand." *European Journal of Marketing* 34, no. 8 (2000), https://doi.org/10.1108/03090560010331414
- Moore C.M., Doherty A.M. e Doyle S.A., “Flagship stores as a market entry method: the perspective of luxury fashion retailing”, *European Journal of Marketing* 44, no. 1-2 (2010), https://doi.org/10.1108/03090561011008646

- Mueller, T., "Analyzing Modes of Foreign Entry: Greenfield Investment Versus Acquisition", *Review of International Economics* 15, no. 1 (2007), https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2006.00634.x
- Nadolska, A., Barkema H. G., "Learning to Internationalise: The Pace and Success of Foreign Acquisitions", *Journal of International Business Studies* 38, no. 7 (2007), http://www.jstor.org/stable/4540484
- Nguyen H. T., Yung K., Sun Q., "Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US", *Journal of Business Finance & Accounting* 39, no. 9-10 (2012), https://doi.org/10.1111/jbfa.12000
- Nocke V., Yeaple S., "Cross-Border Mergers and Acquisitions Vs. Greenfield Foreign Direct Investment: The Role of Firm Heterogeneity", *Journal of International Economics* 72, no. 2 (2007), https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2006.09.003
- Okonkwo, *Luxury Fashion Branding: Trends, Tactics, Techniques*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007.
- Olibe, Kingsley O., Franklin A. Michello, and Jerry Thorne. "Systematic Risk and International Diversification: An Empirical Perspective." *International Review of Financial Analysis* 17, no. 4 (2008), https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.09.004
- Palich L. E., Cardinal L. B., Miller C. C., "Curvilinearity in the Diversification-Performance Linkage: An Examination of Over Three Decades of Research", *Strategic Management Journal* 21, no. 2 (2000), https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200002)21:2<155::AID-SMJ82>3.0.CO;2-2
- Palmer M., Owens M. e De Kervenoael R., "Paths of the lease resistance: understanding how motives form in international retail joint venturing", *The Service Industries Journal* 30, no. 6 (2010), https://doi.org/10.1080/02642060802342653
- Pambianco, "Distribuzione, pieno di M&A", 26 Aprile, 2006. https://www.pambianconews.com/2006/04/26/pambianco-distribuzione-pieno-di-m-a-16907/
- Pambianco, "M&A, va di moda lo shopping di scarpe", 20 Luglio, 2006. https://www.pambianconews.com/2006/07/20/pambianco-m-a-va-di-moda-lo-shopping-di-scarpe-18039/

- Parker C. e Wang H. “Examining hedonic and utilitarian motivations for m-commerce fashion retail app engagement”, *Journal of Fashion Marketing and Management* 20, no. 4 (2016), https://doi.org/10.1108/JFMM-02-2016-0015
- Phau I. e Prendergast G., “Consuming luxury brands: The relevance of the rarity principle”, *Journal of Brand Management* 8, no. 2 (2000), https://doi.org/10.1057/palgrave.bm.2540013
- Picot-Coupey K., “The pop-up store as a foreign operation mode (FOM) for retailers”, *International Journal of Retail and Distribution Management* 42, no. 7-8 (2014), https://doi.org/10.1108/IJRDM-01-2013-0032
- Pitelis C. N. e Teece D. J., "Cross-Border Market Co-Creation, Dynamic Capabilities and the Entrepreneurial Theory of the Multinational Enterprise." *Industrial and Corporate Change* 19, no. 4 (2010), https://doi.org/10.1093/icc/dtq030
- Porrini P., "Can a Previous Alliance between an Acquirer and a Target Affect Acquisition Performance?", *Journal of Management* 30, no. 4 (2004), https://doi.org/10.1016/j.jm.2004.02.003
- Quacquarelli B., “Integration of Mergers and Acquisitions in the Fashion and Luxury Industry”, in *New Luxury Management: Creating and Managing Sustainable Value Across the Organization*. Londra: Palgrave Macmillan, 2017.
- Rabier M. R., "Acquisition Motives and the Distribution of Acquisition Performance: Motives and Distribution of Performance", *Strategic Management Journal* 38, no. 13 (2017), https://doi.org/10.1002/smj.2686
- Raff H., Ryan M., Stähler F., "The Choice of Market Entry Mode: Greenfield Investment, M&A and Joint Venture", *International Review of Economics & Finance* 18, no. 1 (2009), https://doi.org/10.1016/j.iref.2008.02.006
- Reyneke M., Berthon P.R., Pitt L.F. e Parent M., “Luxury wine brands as gifts: Ontological and aesthetic perspectives”, *International Journal of Wine Business Research* 23, no. 3 (2011), https://doi.org/10.1108/17511061111163078
- Richemont, “Annual Report”, 2011.
- Salter M., Weinhold W., “Diversification via acquisition: creating value”, *Harvard Business Review*, (1978) https://hbr.org/1978/07/diversification-via-acquisition-creating-value

- Seth A., Song K. P., Pettit R. R., "Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of Foreign Acquisitions of U.S. Firms" *Strategic Management Journal* 23, no. 10 (2002), https://doi.org/10.1002/smj.264
- Siebers L. *Retail Internationalisation in China: Expansion of Foreign Retailers*. Hampshire: Palgrave Macmillan, 2011.
- Silverstein M. J., Fiske N. e Butman, J., "Trading up: The new American luxury", *Harvard Business Review* 8, no. 4 (2003), https://doi.org/10.1108/07363760410525731
- Slangen A. H. L., "A Communication-Based Theory of the Choice between Greenfield and Acquisition Entry", *Journal of Management Studies* 48, no. 8, (2011), https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2011.01013.x
- Tanna S., Yousef I., Nnadi M., "Probability of Mergers and Acquisitions Deal Failure", *Journal of Financial Economic Policy* 13, no. 1 (2020), https://doi.org/10.1108/JFEP-09-2019-0182
- Tsai W. S., Yang Q. e Liu Y., "Young Chinese Consumers' Snob and Bandwagon Luxury Consumption Preferences", *Journal of International Consumer Marketing* 25, no. 5 (2013), https://doi.org/10.1080/08961530.2013.827081
- Tuch C., O'Sullivan N., "The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence", *International Journal of Management Reviews* 9, no. 2 (2007), https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2007.00206.x
- UNCTAD, "World Investment Report – Investing in Sustainable Recovery", 2021.
- Vaara E., "Post-Acquisition Integration as Sensemaking: Glimpses of Ambiguity, Confusion, Hypocrisy, and Politicization", *Journal of Management Studies* 40, no. 4 (2003), https://doi.org/10.1111/1467-6486.00363
- Vickers J.S., Renand F., "The marketing of luxury goods: An exploratory study three conceptual dimensions", *The Marketing Review* 3, no. 4 (2003), https://doi.org/10.1362/146934703771910071
- Vigneron F. e Johnson L.W., "Measuring perceptions of brand luxury", *The Journal of Brand Management* 11, no. 6 (2004), https://doi.org/10.1057/palgrave.bm.2540194
- Vinogradova V., "Capital markets and performance of strategic corporate M&A – an investigation of value drivers", *European Journal of Management and Business Economics* (2021), https://doi.org/10.1108/EJMBE-06-2020-0168

- Weber Y., Tarba S., Öberg C., *Comprehensive Guide to Mergers & Acquisitions. Managing the Critical Success Factor Across Every Stage of M&A Process*. New Jersey: FT Press, 2014.
- Weston J. F., Halpern P., "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions", *The Journal of Finance (New York)* 38, no. 2 (1983), https://doi.org/10.2307/2327962
- Whitaker S. C., *Mergers & acquisitions integration handbook*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012.
- Wilson B. D., "The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions", *Journal of International Business Studies* 11, no. 1 (1980), https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490596
- Wirtz J., Holmqvist J. e Fritze M. P., "Luxury Services", *Journal of Service Management* 31, no. 4 (2020), https://doi.org/10.1108/JOSM-11-2019-0342
- Yaghoubi R., Yaghoubi M., Locke S., Gibb J., "Mergers and Acquisitions: A Review. Part 1", *Studies in Economics and Finance (Charlotte, N.C.)* 33, no. 1 (2016). https://doi.org/10.1108/SEF-03-2015-0078
- Zollo M., Meier D., "What is M&A Performance?", *Academy of Management Perspectives* 22, no. 3 (2008), https://doi.org/10.5465/amp.2008.34587995
- Zott C. e Amit R. “Business model design: an activity system perspective”, *Long Range Planning* 43, no. 2 (2010), https://doi.org/10.1016/j.lrp.2009.07.004
- Zou H., Ghauri P. N., "Learning through International Acquisitions: The Process of Knowledge Acquisition in China", *Management International Review* 48, no. 2 (2008), https://doi.org/10.1007/s11575-008-0012-1

LUISS

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Management delle imprese internazionali

L'impatto delle M&A a scopo di internazionalizzazione sulla performance delle imprese del settore del lusso

RELATORE
Prof.
Antonio Majocchi

CORRELATORE
Prof.
Claudia Pongelli

CANDIDATO
Silvia Sauli
Matr. 719311

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

Riassunto

Capitolo 1:

***Mergers & acquisition* e strategie di internazionalizzazione**

Le *mergers and acquisition* – da ora chiamate M&A – sono una modalità di crescita aziendale di cui le imprese si servono per la realizzazione delle loro strategie nazionali e internazionali (Ferreira, Santos, Almeida e Reis; 2014).

Molti studi sulla letteratura riferita alle M&A, tra cui quello di Yaghoubi, Yaghoubi, Locke e Gibb (2016), affermano che le M&A avvengono a ondate nel corso del tempo. Infatti, la prima ondata di M&A si verificò infatti principalmente negli Stati Uniti a partire dalla fine del 1890 e fu caratterizzata dal consolidamento orizzontale della produzione industriale. La seconda ondata di fusioni iniziò alla fine del 1910 e fu caratterizzata invece da un mercato oligopolistico. La terza ondata di fusioni ebbe luogo negli anni Sessanta, periodo della nascita di grandi conglomerati. La quarta ondata di acquisizioni emerse negli anni Ottanta fu caratterizzata principalmente da operazioni ostili, ossia operazioni in cui l'acquirente compra un'impresa con scarsa performance e successivamente la rivende ottenendo una somma superiore al prezzo pagato per l'acquisto. La quinta ondata di attività di fusioni e acquisizioni iniziò nei primi anni Novanta, quando ci fu un consolidamento maggiore delle industrie. La sesta ondata di acquisizioni risale al 2003, nata per la volontà delle imprese di affermare il proprio brand su scala internazionale.

Per fornire un inquadramento di queste operazioni è necessario capire le motivazioni che spingono le imprese ad effettuarle, pertanto verranno riportate sinteticamente di seguito.

Secondo Whitaker (2012) la ragione principale e ricorrente in quasi la maggior parte delle operazioni di M&A è la crescita aziendale, al fine di ottenere una migliore performance economica. Le M&A rappresentano infatti la più significativa forma di crescita esterna (Vinogradova; 2021), attraverso la quale è possibile raggiungere economie di scala, economie di scopo, sinergie, *cross-selling*, integrazione verticale o diversificazione. Benito (2015) ritiene che un'ulteriore motivazione alla base di un'operazione di M&A sia la *market-seeking* al fine di ricercare un maggior potere di mercato. L'*entry-mode* più adatto può essere una M&A: essa permette una conoscenza immediata del mercato con cui si ha a che fare.Gubb ed Elango (2016) individuano anche la *resource-seeking* come una motivazione di M&A in quanto, attraverso esse le imprese possono ottenere un accesso immediato a risorse sia tangibili che intangibili, come tecnologie, prodotti, canali di distribuzione, *know-how* e marchi, senza pur tuttavia delocalizzare la produzione o le competenze all'estero. Infine, Florio, Ferraris e Vandone (2017) ricercano nella massimizzazione del valore per gli azionisti,

attraverso l'aumento del potere di mercato e la diversificazione del rischio la motivazione più comune delle acquisizioni avvenute negli anni passati.

Tuttavia, le *cross-border* M&A non sono l'unica modalità di espansione all'estero: gli investimenti di tipo greenfield rappresentano una valida alternativa, presupponendo un vero e proprio insediamento di nuove strutture produttive (Caroli; 2016). Ne consegue che la scelta fra queste due opzioni deve essere notevolmente ponderata, al fine di ottenere successo dalla strategia di internazionalizzazione, basandosi su diversi fattori di cui tenere conto. Un primo fattore da prendere in considerazione è l'obiettivo per cui intende espandersi internazionalmente: le M&A rappresentano la scelta più efficiente per la ricerca di risorse (Nadolska e Barkema (2007); Assaf, Josiassen, Ratchford e Pestana Barros (2012)). Secondo Slangen (2011) è necessario pianificare la quantità di conoscenze che si intende trasferire alla filiale e se sono richiesti ingenti costi per il trasferimento è da preferire un investimento *greenfield*. Allo stesso modo, quest'ultimo è da preferire qualora andare all'estero presenti un alto rischio. Agnihotri e Bhattacharya (2018) ritengono che quando un'impresa è caratterizzata da una strutturata organizzativa meccanicistica è preferibile l'opzione M&A. Invece, secondo Hennart e Park (1993), dal momento che l'investimento di tipo *greenfield* comporta minori costi di transazione rispetto alle M&A, l'impresa dovrebbe scegliere l'insediamento produttivo all'estero. Infine, Wilson (1980) sostiene che se l'impresa non detiene un'ampia esperienza manageriale in materia, deve preferire l'investimento *greenfield*.

Per fornire però una panoramica più chiara del tema specifico di tale elaborato è necessario soffermarsi maggiormente sulla performance dell'impresa in seguito ad una strategia di internazionalizzazione che viene implementata utilizzando l'opzione M&A. Per la valutazione di tale performance è possibile distinguere diversi metodi di misurazione: metodo del mercato dei capitali, che analizza le variazioni del prezzo delle azioni in seguito all'annuncio o completamento di una M&A; metodo contabile, il quale utilizza i risultati dei principali indici di bilancio di misurazione della performance d'impresa, ossia il ROI (*Return on Investment*), ROE (*Return on Equity*) e ROS (*Return on Sales*); l'analisi della dimensione delle vendite, dell'aumento della quota di mercato, del miglioramento delle capacità competitive, e del cambiamento della redditività dopo la fusione rispetto al periodo prima delle M&A; la valutazione del risultato aggregato di tutti i sotto-processi, intesi come le fasi in cui può essere idealmente suddiviso l'intero processo di acquisizione; misurazione dello scambio di conoscenze e della creazione di capacità distintive, che deve avvenire tra Paesi e quindi culture diverse.

Dalla letteratura è emerso tuttavia che in media e attraverso le variabili più comunemente studiate, la performance delle aziende acquirenti non cambia positivamente come conseguenza della

loro attività di acquisizione, ma anzi ne è influenzata negativamente, come sottolineano King, Dalton, Daily, e Covin (2004). A tali risultati sono giunti diversi studiosi considerando diverse variabili specifiche caratteristiche delle M&A analizzate: il coinvolgimento o meno di una conglomerata, la distanza istituzionale formale e informale tra le imprese coinvolte nelle *cross-border* M&A, la crescita strategica come obiettivo.

Nel corso dell'elaborato si tenterà tuttavia di mostrare che molti degli assunti enunciati in precedenza non riguardano tutti i settori: il settore del lusso presenta infatti risultati di successo. Questi sono in parte dovuti alle caratteristiche specifiche di tale settore, la cui analisi dettagliata è fornita nel prossimo capitolo.

Capitolo 2[20]:

Il mercato del *fashion-luxury*

Il concetto di lusso presenta una natura complessa, ambigua e ambivalente, che lo rende difficile da definire (Kapferer; 1998). Infatti, dalla letteratura non emerge un'unica definizione di lusso: molte si concentrano su dimensioni come l'alta qualità del prodotto, il prezzo elevato, l'esclusività, altre sulle emozioni positive del cliente (compresa l'esperienza edonica, l'evasione edonica, l'autenticità percepita). Ne consegue che il concetto di lusso è caratterizzato da un significato frammentario, che presenta anche evoluzioni nel corso del tempo. Infatti, dagli anni Ottanta ha assunto un significato diverso rispetto a quelli sopracitati per via del cambiamento della ricchezza globale dei consumatori. Da quel periodo è stato così coniato il concetto di "New Luxury", ossia un lusso più accessibile, senza determinare però una perdita di valore degli stessi beni. Questo cambiamento ha determinato la creazione del fenomeno definito "democratizzazione del lusso" (Dubois e Laurent; 1996), con cui si intende un lusso che può essere collegato a diversi livelli di percezione, che comprendono forme più o meno esclusive (Vigneron e Johnson; 2004).

Così come il concetto di lusso è di difficile definizione, anche il relativo mercato presenta delle difficoltà nella sua individuazione a causa delle numerose categorie di prodotti che possono rappresentare le diverse definizioni di lusso. Nello specifico, Bain & Company in collaborazione con Altagamma, nel suo annuale Worldwide Luxury Market Monitor, ha individuato nove categorie di prodotti rientranti nel *luxury market* raggruppate poi in tre categorie più grandi: *personal goods* (mobili di design, articoli per la casa di alta qualità e beni di lusso personali); *experience goods* (arte raffinata, auto di lusso, jet e yacht privati, vini e liquori raffinati e cibo gourmet); *experiences* (hotel di lusso, crociere e ristoranti raffinati). Nel *Worldwide Luxury Market Monitor* è inoltre possibile

[20] I dati riportati da questo capitolo in poi sono stati registrati prima della pandemia globale da Covid-19. La decisione di effettuare una panoramica del settore del lusso senza influenze atipiche proviene dalla volontà di fornire le caratteristiche tipiche di tale mercato.

rintracciare il valore di tale mercato nel 2019: 1,3 trilioni di euro di turnover con una crescita tra il 2018 e il 2019 del 4% a tassi costanti. A tale crescita hanno contribuito maggiormente le crociere di lusso (+9%), seguite dalle auto di lusso (+7%), dalla cucina gourmet (+6%) e dai jet e yacth privati (+5%). Una crescita più lenta è stata registrata invece dai *personal luxury goods* (+4%), dall'arredamento di lusso (+3%) e dagli hotel di lusso (+2%). L'unico segmento che ha registrato una decrescita tra il 2018 e il 2019 è stato invece quello dell'arte di lusso, con -18%. L'analisi della crescita dei *personal luxury goods* è stata maggiormente approfondita: tale segmento registra una continua crescita a partire dagli anni Novanta, con sole due piccole decrescite tra il 2002 e il 2003 per l'indebolimento del dollaro e dello yen rispetto all'euro, e tra il 2008 e il 2009 per la crisi finanziaria di quegli anni. Un'analisi più specifica è stata effettuata anche da Deloitte (2020) sulle aree geografiche che maggiormente consumano beni di lusso: il primato è detenuto dall'Europa e dal Nord America, sebbene il resto del mondo stia contribuendo all'EBITDA del mercato di lusso in maniera sempre crescente. Da questi risultati emerge che il mercato del lusso risulta sempre più internazionalizzato, fatto dovuto all'emergere del fenomeno della globalizzazione. Ciò che ha contribuito alla globalizzazione del mercato del lusso è stata soprattutto la volontà di sfruttare il potenziale internazionale dei brand di lusso e la loro necessità di raccogliere capitali sufficienti per finanziare l'espansione all'estero. È infatti in un mondo globalizzato che le aziende di lusso riescono a trovare la loro piena espressione (Guercini e Milanesi; 2016). È proprio per questo che è emerso il pensiero comune che i brand del lusso sono tra le aziende più internazionali (Moore, Doherty e Doyle; 2010).

Le imprese del lusso sviluppano specifiche modalità di espansione estera, tipiche del loro settore, al fine di imporre il proprio brand nei mercati internazionali. Nella scelta di quella più appropriata giocano un ruolo fondamentale la valutazione dei benefici di cui poter godere, la valutazione delle capacità per raggiungere tali benefici e l'analisi costi-benefici (Alexander e Korine, 2008). In seguito a tali valutazioni è quindi necessario che le imprese scelgano una modalità di ingresso appropriata che possa fornire loro un giusto controllo operativo e sul marketing mix. Tra le varie opzioni della modalità di espansione è possibile menzionare i *flasgship store*, che sono il metodo che presenta il più alto grado di controllo e di investimento. Essi sono grandi negozi che dispongono di tutte le varianti dei prodotti e servizi. Il più delle volte infatti sono negozi cosiddetti monumentali, ossia con un forte legame con l'architettura, il che presuppone quindi importanti collaborazioni con famosi architetti di tutto il mondo, come Jun Aoki e Peter Marino, per il *flagship store* di Louis Vuitton a Tokyo, Christian de Portzamparc e Peter Marino per quello di Dior a Seoul, e ancora di Peter Marino per quello di Bulgari a Parigi. Per menzionare i vantaggi più caratteristici di questa modalità estera si può fare riferimento alla garanzia del massimo livello di copertura internazionale,

la possibilità di stabilire un progetto per l'espansione post-internazionalizzazione (Moore, Doherty e Doyle; 2010) e la costruzione e il miglioramento della consapevolezza del marchio su scala globale (Mandara e Moore, 2013). Ulteriori metodi di entrata ad alto costo e ad alto controllo sono la *crescita organica* e le *fusioni e acquisizioni*. L'ingresso in un mercato estero attraverso le M&A risulta abbastanza facile, il che permette un rapido sviluppo del brand nel mercato ospitante (Siebers, 2011) e tutti gli ulteriori vantaggi analizzati nel primo capitolo. In particolare nel settore in questione, le M&A vengono utilizzate per evitare un'eccessiva estensione di un singolo marchio; è anche per tale motivo che sono nati i conglomerati di lusso internazionali, che hanno aiutato quindi i singoli brand a diversificare i loro portafogli di prodotti (Kapferer e Bastien, 2012). Un metodo di ingresso a medio costo sono invece le *joint venture* che permettono l'ottenimento di competenze operative e sedi fisiche, il reclutamento di nuovi dirigenti, il superamento delle restrizioni politiche e lo sviluppo dell'immagine del negozio e del marchio di vendita al dettaglio nel mercato estero (Palmer, Owens e De Kervenoael; 2010). Insieme alle joint venture anche il *franchising* rappresenta una modalità che richiede un investimento medio. Con tale modalità di espansione estera il brand può ottenere una garanzia di uniformità per il suo marchio, un mezzo veloce di espansione e l'ottimizzazione dei costi nell'apprendimento delle conoscenze locali (Lu, 2012); allo stesso tempo però potrebbe diluire l'immagine del marchio (Kapferer, 2015). Un ulteriore metodo a medio costo di investimento è il *licensing*. Le licenze vengono particolarmente impiegate in cosmetici, profumi, occhiali, orologi, costumi da bagno, biancheria intima e articoli per la casa, al fine di sviluppare un'immagine di marca "lifestyle" e perché consentono di accelerare l'estensione del marchio e della distribuzione in modo pragmatico e finanziariamente sostenibile (Li; 2010). Come metodo di ingresso a basso costo è possibile utilizzare le *concessioni di vendita*, le quali vengono date ad aziende nel Paese ospitante che sono rappresentate dai *department store* o dai *multibrand store*. Le concessioni permettono ai brand di presentare i loro prodotti in modo simile ai loro negozi indipendenti, ma senza la stessa quantità di rischio, riducendo così i loro impegni nei mercati esteri (Alexander e Doherty, 2009). Tale modalità viene spesso adottata dai brand che possiedono una *brand image* distintiva sulla quale poter fare leva (Ared e Winser, 2005). È fondamentale comunque ricordare che con l'avvento della digitalizzazione è emerso un ulteriore metodo di espansione estera, che può rientrare nella categoria di quelli che richiedono un basso livello di investimento.

Da quanto emerso dall'analisi del mercato del lusso e dall'internazionalizzazione delle aziende in esso operanti, è chiaro dunque che tale mercato sia in continuo mutamento. Il ricorso frequente a operazioni di M&A iniziato a partire dalla fine degli anni Ottanta rappresenta la strategia maggiormente implementata a seguito dei sostanziali cambiamenti del mercato avvenuti in quegli anni. L'utilizzo sempre maggiore di operazioni di M&A da parte di una stessa impresa ha determinato

pertanto la creazione di grandi gruppi di aziende definite "conglomerati". Più nello specifico, queste imprese sono nate dalla necessità di creazione di un unico gruppo che offrisse differenti opportunità di acquisto, ma anche per sfruttare tutti gli altri vantaggi derivanti dall'integrazione di attività nella propria azienda già esposti nel primo capitolo. La creazione di tali conglomerati ha provocato un impatto specifico sul mercato del lusso: la concentrazione di esso. È infatti per la presenza dominante di questi conglomerati che il settore del lusso si configura come un mercato oligopolistico: le maggiori quote di mercato sono ripartite tra questi grandi conglomerati, mentre quelle minoritarie sono lasciate ai brand di dimensioni minori. Da quanto emerge dall'analisi "*Global Powers of Luxury Goods*" di Deloitte del 2020, i tre conglomerati principali di tale settore sono LVMH, Kering e Richemont, i quali si trovano nelle prime posizioni della classifica dei brand di lusso stilata sulla base delle loro vendite.

Per una comprensione maggiore della performance di queste tre imprese, registrata in seguito ad una specifica acquisizione, è fondamentale prima una breve descrizione di essi, riportata di seguito.

Il gruppo francese Louis Vuitton Moët Hennessy (LVMH) è stato creato a seguito della fusione avvenuta nel 1987 fra due aziende familiari anch'esse francesi che avevano già da prima iniziato un fitto processo di fusioni e acquisizioni (Donzé; 2018). Tuttavia, la fusione da cui nacque LVMH creò non pochi conflitti tra i CEO delle prime due imprese, a tal punto che una azionista di minoranza, Bernard Arnault, acquistò le azioni di Henri Racamier, amministratore delegato di Louis Vuitton, e pertanto il controllo di LVMH. Da quanto si può dedurre quindi, alle sue origini, LVMH era un gruppo di lusso puramente francese, ma a partire dagli anni Novanta iniziò la sua internazionalizzazione acquisendo impresa tra le altre giapponesi, italiane, spagnole, tedesche e americane ma anche la sua diversificazione nei vari segmenti nel relativo mercato. È facile intuire quindi che questa serie di investimenti ha trasformato LVMH in una vera azienda di lusso globale di successo, come lo dimostra soprattutto la differenza in termini di ricavi, tra il 2002 e il 2019: nel 2002 i ricavi ammontavano a circa 15 miliardi di dollari, mentre nel 2019 a 60,1 miliardi di dollari.

Il gruppo Kering nasce in seguito alla creazione, avvenuta nel 1963 da François Pinault, di una società francese specializzata nel commercio internazionale di legno e materiali da costruzione, che si occupò di tali business fino agli anni Novanta (Donzé; 2018). In seguito diversificò i suoi business verso la distribuzione di materiale elettrico, di mobili e di beni alimentari. È proprio a seguito di queste acquisizioni che l'impresa divenne il più noto Pinault-Printemps-Redoute (PPR) (Donzé; 2018). Alla fine degli anni Novanta Kering implementò ulteriori strategie di diversificazione e internazionalizzazione entrando nel settore del lusso: acquisì infatti la società di moda italiana Gucci. Con la liquidità fornita a Gucci, quest'ultima poté creare un gruppo internazionale *multibrand* di lusso

attraverso l'acquisizione delle imprese francesi, spagnole, svizzere e inglesi. La divisione lusso di PPR fu così redditizia che Pinault decise di ristrutturare il suo gruppo e di rifocalizzarlo sul lusso, disinvestendo dalla distribuzione generale e cambiando il nome in Kering nel 2013 (Donzé; 2018).

Il Gruppo svizzero Richemont venne fondato nel 1988 da alcuni imprenditori francesi, Robert Hocq, Joseph Kanoui e Kanoui, che avevano rilevato la gioielleria Cartier e da un investitore sudafricano, Anton Rupert, che possedeva la società produttrice di tabacco Dunhill, per permettere la crescita del marchio Cartier (Donzé; 2018). Le prime due società del gruppo, a loro volta, già controllavano altri marchi di lusso che gli permise di affermarsi come un conglomerato diversificato fino alla fine degli anni Novanta, per poi operare un cambiamento strategico caratterizzato da una focalizzazione sul segmento degli orologi e gioielli e sull'internazionalizzazione. È in questo modo che è avvenuto il rapido sviluppo di Richemont, diventando in pochi anni quasi il doppio più grande: nel 2008 deteneva un patrimonio di 5.302 milioni di euro, mentre nel 2019 esso è arrivato a 13.989 milioni di euro.

Dopo aver fornito un'analisi del concetto di lusso, della sua evoluzione, delle sue caratteristiche e infine del fenomeno conglomerazione, che ha permesso una panoramica generale di questo settore, nel prossimo capitolo verranno dapprima descritte le caratteristiche delle operazioni di M&A che avvengono in questo settore, per poi discuterne i risultati. Tale disamina ha come fine la dimostrazione del loro successo in questo specifico settore, differentemente da quanto potrebbe essere atteso dall'analisi del I capitolo.

Capitolo 3:

M&A nel settore del lusso

Alla crescita del settore del lusso e delle imprese operanti in esso ha contribuito notevolmente il ricorso frequente alle operazioni di M&A, soprattutto quelle internazionali, come è possibile dedurre dal precedente capitolo. Analizzando più nello specifico come ciò è avvenuto nel corso degli anni, è stato raccolto il numero di M&A completate avvenute tra il 1997 e il 2019, attraverso la banca dati Zephyr. Dall'elaborazione di questi dati è possibile affermare che anche le operazioni del settore del lusso hanno seguito un andamento ondulatorio, così come è avvenuto per le M&A di tutti i settori considerati nella loro totalità: la prima ondata risale al periodo che va dalla fine degli anni Novanta ai primi del Duemila, periodo in cui i più importanti conglomerati del lusso hanno iniziato un fitto processo di acquisizioni; la seconda è avvenuta dal 2003 al 2006: in questo periodo le imprese in questione si sono sviluppate ancor di più internazionalmente; la terza breve *merger wave* è avvenuta tra il 2010 e il 2011, periodo di ripresa economica in seguito alla crisi del 2008. Dal 2011 in poi invece non si può affermare che si siano effettivamente formate delle ondate, piuttosto ci sono stati

specifici anni in cui il numero di M&A è cresciuto rispetto a quello precedente, come il 2013, il 2014 e il 2018. Da ciò si può pertanto dedurre che le M&A che avvengono fra imprese del settore del lusso seguono un andamento poco costante, con una fase crescente dell'ondata molto breve.

Ai fini della comprensione delle ragioni e dei trend delle M&A nel settore del lusso è importante analizzare anche la provenienza geografica degli operatori coinvolti nelle M&A avvenute nel settore del lusso, identificata anche in questo caso attraverso Zephyr. Il primo dato da sottolineare è che l'Europa è la regione più attiva nell'intraprendere tali operazioni, seguita dal Nord America, e quindi infine dall'Asia. Il primato dell'Europa, e più nello specifico delle imprese francesi, italiane, inglesi e svizzere, può essere spiegato anche in questo caso con la fondazione dei tre conglomerati del lusso più famosi, tutti europei. Le imprese italiane e francesi sono anche risultate quelle maggiormente acquisite: esse infatti godono di un'elevata esperienza e cultura in questo settore.

Dall'analisi sulla provenienza geografica delle imprese coinvolte nelle M&A nel lusso e da quella del capitolo precedente si può facilmente dedurre una caratteristica principale del settore del lusso: la forte concorrenza internazionale tra le imprese operanti in esso. È da ciò che è possibile risalire ad una prima motivazione che spinge le imprese operanti nel settore del lusso ad implementare strategie di internazionalizzazione attraverso le M&A: la lotta alla concorrenza internazionale. Un'ulteriore caratteristica del settore in questione è il forte dinamismo, dovuto soprattutto alla continua mutevole domanda dei consumatori e il loro target, che determina un'altra spinta al ricorso alle M&A: soddisfare questa mutata domanda dei consumatori, come è avvenuto con l'avvento della digitalizzazione. Anche gli alti costi della pubblicità e l'alto rischio idiosincratico tipici del settore del lusso rappresentano caratteristiche a cui le imprese devono reagire, rispettivamente ricercando economie di scala o diversificando, proprio con operazioni di M&A. Infine un'altra tipica motivazione di queste imprese è l'accrescimento del valore dell'impresa sfruttando l'"effetto Paese d'origine". Quest'ultima motivazione ricorre maggiormente nelle imprese asiatiche quando acquisiscono imprese italiane o francesi.

Per fornire una panoramica della performance di un'impresa del lusso in seguito ad un'acquisizione e tentare quindi di evidenziare l'alto successo di tale settore, come ci si era prefissati, verranno ora riportati i risultati di alcuni studi di ricerca basati sulle reazioni del mercato dei capitali. Essi riportano come l'impatto delle acquisizioni sulla performance delle imprese di lusso generi valore per gli azionisti della società acquirente. Per dimostrare ciò Meinshausen e Schiereck (2011) hanno svolto l'analisi considerando un campione di 192 transazioni avvenute nel periodo tra il 1994 e il 2009, i rendimenti azionari giornalieri di tutte le società analizzate, corretti per il pagamento dei dividendi, e i rendimenti dei corrispondenti indici di riferimento. Gli autori, successivamente, hanno

calcolato i rendimenti anomali cumulati (CAR). Alla stessa conclusione sono giunti Königs e Schiereck (2006), i quali hanno invece analizzato le reazioni del mercato dei capitali all'annuncio di un'operazione di M&A che coinvolge imprese operanti nel settore del lusso, considerando un campione di 196 fusioni e acquisizioni condotte a livello mondiale nel periodo che va dal 1993 al 2005.

Come esposto nel primo capitolo l'impatto delle acquisizioni sulla performance dell'impresa acquirente può essere misurato anche ricorrendo al metodo contabile. Vengono quindi ora riportati i risultati della performance di LVMH, Kering e Richemont, in seguito rispettivamente all'acquisizione di Bulgari, Ulysse Nnardin e Net-a-Porter, misurati attraverso l'analisi delle vendite e il calcolo del ROE, ROI e ROS.

L'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH si è conclusa il 30 Giugno del 2011, richiedendo 4,3 miliardi di euro. Tale cifra è stata giustificata da LVMH proprio per l'alto valore di Bulgari da cui si poteva trarre vantaggio sfruttando il talento e l'aspetto internazionale e diversificato del marchio italiano. Lo scopo dell'integrazione era infatti diventare leader mondiale nel mercato degli orologi e dei gioielli di fascia molto alta. In effetti, da quanto emerge dall'*Annual Report* di LVMH del 2011, ciò che ha contribuito maggiormente all'aumento del 16% del fatturato consolidato rispetto all'anno precedente è stata l'acquisizione di Bulgari. Volendo analizzare più nel dettaglio i ricavi derivanti dalla divisione Orologi e Gioielli, di cui Bulgari fa parte, si riscontra un loro aumento del 98% rispetto al 2010: a ciò ha contribuito l'aumento delle scorte dovuto proprio all'acquisizione di Bulgari. Inoltre, in seguito al consolidamento di Bulgari, l'impatto della divisione Orologi e Gioielli sui ricavi consolidati è stato dell'8%, in aumento di 3 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Da un punto di vista invece del contributo delle vendite registrate in Europa a quelle consolidate, è possibile affermare che esso almeno non è peggiorato come è avvenuto per le altre regioni geografiche. Considerando invece il primo indice di profittabilità dell'impresa, il ROE, ossia il ritorno degli investimenti effettuati dagli azionisti che l'impresa è stata in grado di generare, bisogna sottolineare che il conferimento delle azioni di Bulgari da parte degli azionisti familiari della società ha determinato un aumento dell'*equity* di LVMH, mentre l'utile netto è quasi rimasto invariato. Pertanto, calcolandosi il ROE come il rapporto tra Utile Netto ed Equity, si può affermare che esso sia diminuito. Ciononostante, l'acquisizione di Bulgari non è rappresentativa di un fallimento, in quanto la minore profittabilità per gli azionisti rappresenta in realtà una variabile positiva per l'impresa poiché significativa di un *equity* maggiore. Anche il ROI dell'impresa è diminuito nel 2011, ma anche in questo caso la performance dell'impresa può comunque essere ritenuta positiva, in quanto sono aumentate quasi tutte le voci dell'attivo, specialmente quelle dei beni immateriali, del brand,

dell'avviamento e degli impianti, proprio per l'integrazione di Bulgari, apportando quindi valore all'impresa. Il ROS invece indica il margine operativo sulle vendite, ossia quanto l'impresa sia stata efficiente nella generazione di profitto. Dall'aumento di esso tra il 2010 e il 2011 è possibile affermare che alla buona performance dell'impresa in termini di efficienza, a cui ha contribuito anche l'acquisizione di Bulgari.

Nel novembre del 2014 Kering ha finalizzato l'acquisizione di Ulysse Nardin, brand svizzero affermatosi nel tempo come casa di orologeria di lusso. Kering ha infatti voluto cogliere le opportunità che sarebbero potute derivare da tale integrazione, visto l'alto protezionale di Ulysse Nardin. In seguito a questa acquisizione i ricavi consolidati sono stati pari a 10.038 milioni di euro, in aumento del 4% rispetto all'anno precedente. Questa performance quindi, conferma il valore del Gruppo, nonché il successo delle strategie messe in atto (*Annual Report* Kering 2014). Più nello specifico, ai ricavi ottenuti dall'impresa nel 2014 hanno contribuito per il 31% le vendite nell'Europa dell'Ovest, tra cui anche quelle di Ulysse Nardin, così come derivanti dal segmento orologi e gioielli, che ha contribuito per il 10%. L'acquisizione di Ulysse Nardin, così come le altre strategie di Kering implementate tra il 2013 e il 2014, hanno contribuito anche all'incremento della performance del Gruppo Kering in termini di ROE, il quale è passato da 0,36% al 5,13%. Tale incremento della performance è possibile riscontrarlo anche dall'aumento del ROI (da 9% a 10%) e del ROS (da 14% a 15%).

L'acquisizione di Net-a-Porter, impresa di *retail* online di beni di moda e di lusso affermata in tutto il mondo, ha rappresentato una modalità di consolidamento della strategia di internazionalizzazione di Kering. Ciò che è emerso dall'analisi di tale acquisizione avvenuta il 1° Aprile 2010 è che il fatturato dell'acquirente, per l'anno finanziario che si è concluso il 31 Marzo 2011, è aumentato del 33%, di cui 274 milioni proviene dalle vendite di Net-a-Porter, contribuendo così per il 3% (*Annual Report* di Richemont 2011). Analizzando più nel dettaglio il contributo dei canali distributivi ai ricavi consolidati è possibile constatare che per la prima volta, le vendite al dettaglio, a cui contribuiscono le vendite di Net-a-Porter, seppur di poco hanno superato il 50% delle vendite complessive del Gruppo, realizzate anche attraverso la distribuzione *wholesale*. Anche i ricavi ottenuti in Europa, regione d'origine di Net-a-Porter, sono stati in aumento rispetto al 2010 del 23%, proprio per l'acquisizione in questione (*Annual Report* di Richemont 2011). Passando alla misurazione degli indici di bilancio è possibile notare quanto la profittabilità di Richemont sia migliorata considerando l'aumento del ROE e del ROS. Infatti, il primo è passato dal 12% nel 2010 al 18% nel 2011, dovuto al fatto che l'*equity* ha rappresentato il 72% del totale del passivo del bilancio. Il ROS è aumentato di 4 punti percentuali (dal 16% del 2010 al 20% del 2011),

rappresentando quindi l'efficienza di Richemont. Al contrario il ROI è diminuito per l'acquisizione di Net-a-Porter, la quale ha determinato un NOA maggiore per le ulteriori immobilizzazioni dell'impresa, sia materiali che immateriali, e per l'aumento dell'avviamento, contribuendo quindi ad un maggior valore per l'impresa.

I risultati scaturiti da questo elaborato si mostrano in linea con ciò che si voleva dimostrare. Si può quindi concludere che le M&A internazionali che avvengono nel settore del lusso determinano un successo per tali imprese: esse infatti non erodono il valore dell'impresa acquirente, ma anzi possono contribuire ad una migliore performance, al contrario di quanto ci si poteva aspettare considerando l'analisi della performance delle M&A di altri settori.