



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
A.A. 2024/2025

Sessione di Laurea Dicembre 2025

**Fusioni e acquisizioni nel mercato del
lusso:
il caso LVMH e Kering**

Chiar.mo Prof. Carlo Cambini

RELATORE

Sofia Comegna

CANDIDATA

Indice

ABSTRACT.....	3
INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1 - CENNI TEORICI SU MERGER & ACQUISITION	7
1.1 DEFINIZIONE DEL CONCETTO DI FUSIONE E ACQUISIZIONE	7
1.2 TIPOLOGIE DI FUSIONI E ACQUISIZIONI (M&A)	8
1.2 ONDATE DI FUSIONI NEGLI ANNI	11
1.3 ANALISI DELLE OPERAZIONI DI FUSIONE E ACQUISIZIONE DI TIPO ORIZZONTALE	17
1.3.1 <i>Il procedimento di fusione</i>	19
1.3.2 <i>La proposta di fusione</i>	20
1.3.3 <i>L'aspetto giuridico</i>	20
1.4 SINERGIE POST M&A E IMPLICAZIONI	20
1.4.1 <i>La motivazione di crescita</i>	24
1.4.2 <i>La crescita interna e la crescita esterna</i>	27
1.5 ANALISI DI FARELL-SHAPIRO	31
1.6 INTEGRAZIONI VERTICALI E POTERE DI MERCATO	32
1.7 DOPPIA MARGINALIZZAZIONE (WHOLESALE MODEL)	34
CAPITOLO 2 – FUSIONI E ACQUISIZIONI NEL SETTORE DEL LUSSO: DINAMICHE, MOTIVAZIONI E SINERGIE GENERATE.....	39
2.1 DEFINIZIONE E CARATTERISTICHE BENI DI LUSSO	39
2.2 LA LEGGE DI ENGEL.....	44
2.2.1 <i>Beni inferiori VS beni di lusso</i>	44
2.3 IL RUOLO DELLE M&A NEL SETTORE DEL LUSSO	45
2.3.1 <i>Motivazioni strategiche delle operazioni di M&A</i>	45
2.3.2 <i>Tipologie di sinergie derivanti dalle M&A nel lusso</i>	46
CAPITOLO 3 – IL MERCATO DEL LUSSO.....	48
CAPITOLO 4 – CASO STUDIO: LVMH	52
4.1 IL GRUPPO LVMH	52
4.2 LVMH: M&A.....	56
4.3 ANALISI SWOT	61
4.3.1 <i>Strenghts</i>	62
4.3.2 <i>Weaknesses</i>	63
4.3.3 <i>Opportunities</i>	64
4.3.4 <i>Threats</i>	64
4.4 IL GRUPPO KERING.....	65
4.5 ANALISI E CONFRONTO LVMH VS KERING.....	68
4.5.1 <i>Struttura e crescita di LVMH e Kering</i>	69
4.5.2 <i>Strategie di acquisizione</i>	69
4.5.3 <i>Performance finanziaria</i>	70
4.5.4 <i>Impatti delle acquisizioni sul mercato e sul brand</i>	70
4.5.5 <i>Analisi dell'Impatto delle Acquisizioni sull'EBITDA di LVMH e Kering (2017–2019)</i>	71
CAPITOLO 5 - CONCLUSIONI	75
BIBLIOGRAFIA.....	80
SITOGRAFIA.....	88

Abstract

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano da sempre uno dei principali strumenti di crescita esterna e di creazione di valore per le imprese. Negli ultimi decenni, il settore del lusso ha assistito a un'intensa attività di consolidamento, con i grandi gruppi internazionali impegnati in strategie di integrazione volte a rafforzare il proprio posizionamento competitivo e ad ampliare il portafoglio marchi.

Il presente elaborato analizza il ruolo delle M&A nel settore del lusso, esaminando le motivazioni economiche, finanziarie e strategiche che guidano tali operazioni, nonché gli effetti generati in termini di sinergie e valore d'impresa. Dopo un inquadramento teorico sulle logiche di creazione di valore e sui principali rischi associati alle operazioni di M&A, l'elaborato approfondisce due casi emblematici: LVMH e Kering, evidenziando le differenti modalità di gestione dei brand, le politiche di integrazione e i risultati economici conseguenti. L'analisi empirica mostra come la capacità di generare valore nel lungo periodo dipenda non solo dalla dimensione economica dell'operazione, ma anche dalla coerenza strategica con l'identità dei marchi acquisiti e dall'efficacia nella gestione post-acquisizione. Particolare rilievo assumono le sinergie intangibili legate a know-how, capitale umano e innovazione, che risultano decisive nel preservare l'esclusività e la qualità dei brand.

In conclusione, la tesi propone una riflessione sulle prospettive future del settore, sottolineando l'importanza di un approccio alle M&A fondato su sostenibilità, digitalizzazione e valorizzazione del capitale creativo, elementi chiave per assicurare la crescita responsabile e duratura delle imprese del lusso nel contesto globale contemporaneo.

Introduzione

Il concetto di lusso affonda le sue radici nella storia dell'umanità, risalendo a tempi antichi in cui l'eccedenza e l'abbondanza erano considerate segni di potere e status. Nel corso dei secoli, il lusso ha subito un'evoluzione significativa, riflettendo i cambiamenti sociali, culturali ed economici delle diverse epoche.

Oggigiorno, l'industria del lusso è in continua e rapida crescita, soprattutto grazie alle sempre più frequenti operazioni di fusioni e acquisizioni. Nel passato, il settore era piuttosto competitivo e frammentato, caratterizzato dalla presenza di piccole imprese private. L'evoluzione tecnologica e digitale nel settore delle comunicazioni, così come anche il maggiore potere di spesa dei consumatori, hanno permesso via via lo sviluppo di un mercato dominato da grandi gruppi multi-brand diversificati, chiamati anche *luxury conglomerates*.

Il seguente elaborato di tesi, dunque, si propone come obiettivo quello di introdurre il concetto di fusioni e acquisizioni ed evidenziare nello specifico quelle che avvengono nel mercato del lusso, con un particolare focus sui gruppi leader mondiali LVMH e Kering. Il motivo che ha spinto ad intraprendere questa analisi è quello di evidenziare il fatto che il settore del lusso è in crescente consolidamento ed è sempre più caratterizzato da una crescente concentrazione di grandi gruppi, come LVMH, Kering e Richemont che acquisiscono brand indipendenti per rafforzare il proprio portafoglio e ottenere di conseguenza economie di scala. Per cui, è fondamentale capire come queste operazioni aiutino ad interpretare le strategie di crescita adottate dai gruppi e le dinamiche competitive.

Inoltre, nel mondo del lusso, acquisire un brand influenza l'immagine, l'esclusività e il posizionamento del gruppo all'interno del mercato di riferimento e può perciò influire sul valore che i consumatori percepiscono dell'impresa stessa. Quindi, studiare i

casi di successo delle operazioni di Merger & Acquisition (M&A) può aiutare a capire come mantenere l'autenticità e il prestigio dopo un M&A.

In aggiunta a ciò, negli ultimi anni, con l'avanzare delle tecnologie, prendono sempre più piede le acquisizioni da parte di questi grandi gruppi di piattaforme digitali, aziende tech e nuovi canali di distribuzione in modo da favorire il processo di digitalizzazione e innovazione dell'intera filiera di supply chain per adattarsi sempre più alle esigenze dei clienti.

Di rilevanza è anche il fatto che l'espansione del mercato della Cina e del Medio Oriente porta questi a ridefinire le strategie di M&A nel lusso in modo da investire in marchi con forte appeal per far sì che venga rafforzata la loro presenza locale.

Infine, l'analisi di queste operazioni può incidere sulla creazione di valore per gli stakeholder dell'impresa stessa. Questo perché studiare l'impatto che le operazioni di M&A nel lusso hanno su investitori, dipendenti e clienti è utile per valutare se e come effettivamente un'acquisizione crea valore nel lungo termine.

Dopo un'introduzione ai principali concetti teorici in materia di fusioni e acquisizioni, ai modelli a supporto delle teorie, le conseguenti analisi di Farrell-Shapiro e le definizioni di beni di lusso e di beni inferiori con la correlata legge di Engel nel primo capitolo; il secondo capitolo del presente elaborato si concentra sulle operazioni di fusione e acquisizione nel settore del lusso esaminando l'importanza delle stesse e comprendendo le conseguenti sinergie che si scaturiscono. Il terzo capitolo comprende un'analisi delle M&A nel lusso concentrandosi sulle ondate storiche, le modalità di finanziamento e le strategie di integrazione post M&A, esaminando infine il ruolo della digitalizzazione e dell'innovazione in processi di questo genere.

Il quarto capitolo prosegue invece con l'analisi dei casi applicativi di interesse quali LVMH e Kering e propone di esaminare le fusioni di questi conglomerati negli anni, in particolare dall'anno 2000 ad oggi.

Infine, il quinto capitolo si occupa di esaminare le prospettive future e le possibili sfide e rischi delle fusioni e acquisizioni nel lusso.

Capitolo 1 - Cenni teorici su Merger & Acquisition

1.1 Definizione del concetto di fusione e acquisizione

Quando si parla di Merger & Acquisition si fa riferimento a due strategie aziendali che coinvolgono l'unione o il trasferimento di controllo tra imprese. Sono operazioni finanziarie e strategiche finalizzate alla crescita, al consolidamento del mercato o alla ristrutturazione aziendale. Tali transazioni possono essere messe in atto per ragioni varie e da soggetti che presentano caratteristiche e approcci in termini di profilo di rischio e di orizzonte temporale anche molto differenti.

Dal punto di vista dell'organizzazione industriale, le fusioni e acquisizioni (M&A) si riferiscono semplicemente a diverse tipologie di operazioni societarie che portano alla concentrazione del potere decisionale e gestionale, precedentemente decentralizzato.

Dal punto di vista finanziario e normativo, una 'fusione' si riferisce all'incorporazione di una o più aziende in un'altra società, sia essa di nuova costituzione o già esistente, mentre un' 'acquisizione' riguarda la compravendita di un pacchetto azionario che conferisce diritti di controllo.

La rilevanza generale del fenomeno è legata al fatto che le M&A rappresentano uno dei tre meccanismi, insieme al fallimento e all'eredità, attraverso cui viene riallocato il controllo degli asset produttivi, con evidenti implicazioni sulla modalità di selezione delle competenze manageriali.

In particolare, si possono notare come queste due importanti operazioni vadano ad alterare la concentrazione di mercato, il grado di concorrenza del mercato e quindi i prezzi che i consumatori finali andranno a pagare. Le operazioni di fusione e di acquisizione hanno come effetto immediato quello di diminuire il numero di imprese sul

mercato, quindi aumentare la concentrazione, facendo intendere un aumento di prezzo e di conseguenza una perdita di benessere sul mercato.

I motivi che spingono le imprese ad adottare queste due strategie sono molteplici:

- In primis, per migliorare l'efficienza delle imprese stesse;
- La maggior dimensione dell'impresa risultante dalla fusione può portare a costi minori; quindi, lo sfruttamento delle economie di scala può rivelarsi uno dei motivi principali d'interesse;
- Motivi strategici: l'intenzione di un'impresa di entrare in un nuovo mercato può trasformarsi nell'opportunità di farlo acquisendo o fondendosi con un'altra già esistente nello stesso, evitando perciò di crearne una ex novo,
- Infine, per motivazioni di tipo strategico-politico

1.2 Tipologie di fusioni e acquisizioni (M&A)

Le operazioni di M&A si classificano in base alla posizione, lungo la catena di fornitura, anche detta supply chain, delle imprese che si fondono; pertanto, esse possono essere di tre tipi: orizzontali (considerata la più pericolosa), verticali o conglomerate.

Per integrazione orizzontale si intende l'espansione dell'attività dell'impresa in altri mercati geografici oppure l'acquisizione di imprese concorrenti; dunque, riguarda la fusione che avviene tra due imprese che operano nello stesso segmento di mercato. La particolarità di questa operazione risiede sul fatto che essa avviene tra imprese o business unit che si trovano nello stesso stadio del processo produttivo o della supply chain. Tali aziende, offrendo sul mercato prodotti percepiti come sostituti dal consumatore, sono definite appunto concorrenti. La decisione di integrarsi orizzontalmente viene intrapresa al fine di realizzare efficienze nelle

performance complessive, tale strategia infatti permette di ottenere economie di scala, espansione territoriale, oltre che di difendersi da concorrenti potenzialmente pericolosi per il business.

I tentativi di integrazione orizzontale sono tra i più combattuti dalle autorità antitrust, essi portano infatti, ad una concentrazione delle attività di un settore nelle mani di un numero ristretto di imprese.

Il soggetto risultante da un merger orizzontale vede aumentare la sua quota di mercato, rafforzando la propria posizione rispetto a competitors eventualmente non integrati, tale situazione minaccia l'equa concorrenza del settore.

Le fusioni conglomerate, o anche dette laterali, si distinguono dalle altre operazioni di fusione in quanto comprendono la concentrazione di imprese senza un'evidente concorrenza o relazione complementare, i cui prodotti non sono pertanto né diretti sostituti né complementi. In questo caso, in base a quanto detto, più che motivi di tipo concorrenziale o di complementarità, si hanno motivazioni volte a miglioramenti di performance, in particolare d'efficienza tramite economie di scopo. Mediante questo tipo di integrazione l'impresa risultante ha la possibilità di costituire un portafoglio di prodotti o servizi diversificato. Ciò permette la creazione e di conseguenza lo sfruttamento di sinergie inerenti alla produzione, alla distribuzione, all'organizzazione (o coordinamento) oltre che nel contesto della Ricerca e Sviluppo.

Come anticipato, il tipo di fusione maggiormente pericolosa dal punto di vista del consumatore è quella orizzontale; questo perché la fusione di due imprese che competono tra loro e che producono perciò il medesimo prodotto per il medesimo segmento di mercato, unendosi vanno a diminuire il numero di competitors all'interno dello stesso e ad aumentare, di contro, la concentrazione del mercato. Questo meccanismo avrà come risultato un aumento potenziale del prezzo che inciderà sulla perdita di benessere del consumatore.

Si riporta l'analisi delle operazioni di fusione di tipo orizzontale. Si consideri un duopolio in cui le due aziende si fondono. In questo caso, il prezzo probabilmente aumenterà al livello del prezzo monopolistico, con una perdita di surplus netto, come mostrato dall'area ombreggiata nella figura. Questo rappresenta l'essenza della preoccupazione antitrust riguardo le fusioni orizzontali. La situazione può essere descritta osservando che l'indice Herfindahl¹ aumenta da 0.5 a 1.

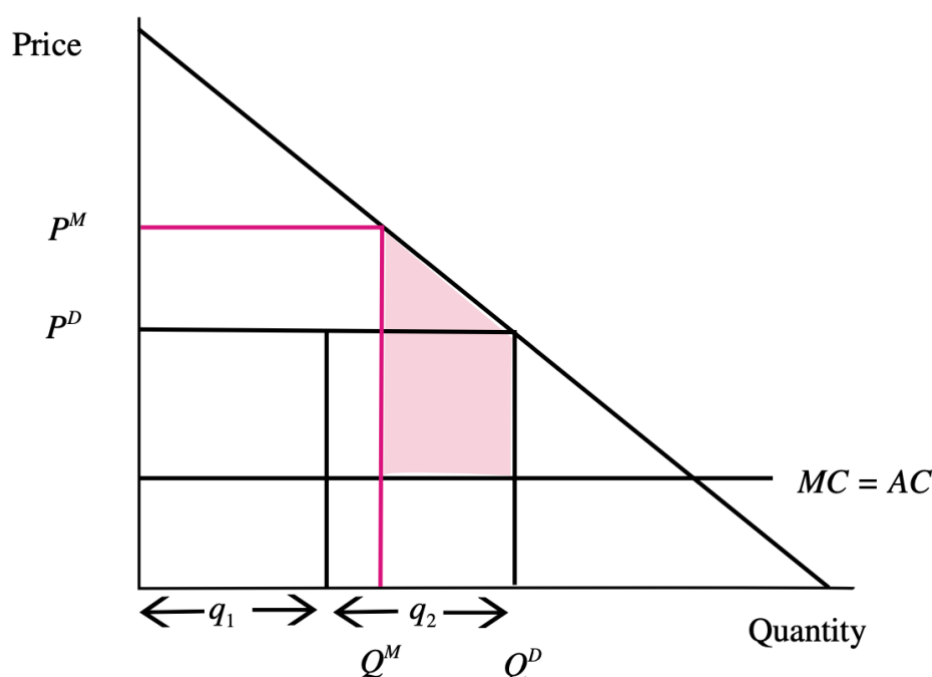


Figura 1. L'effetto della fusione sul prezzo e sul surplus del consumatore

L'area colorata in Figura 1 indica la perdita complessiva di surplus (benessere) dei consumatori che risulta dal fatto che il prezzo di monopolio è certamente superiore a quello di duopolio per cui le quantità di monopolio diminuiscono rispetto a quelle di duopolio generando un welfare complessivo post fusione inferiore.

Più in generale, consideriamo il caso di N imprese che competono alla Cournot tale che la funzione di domanda è $p = a - b \cdot Q$.

¹ L'indice di Herfindal è un indice di concentrazione del mercato calcolato come somma dei valori al

quadrato delle quote di mercato di ciascun gruppo societario.

$$HH = \sum_i^n s_i^2$$

La quantità ottima all'equilibrio pre-fusione, ricavandola dalla FOC (First Order Condition) è $q_c^* = \frac{a-c}{(N+1)b}$, il prezzo all'equilibrio è $p^* = \frac{(a+cN)}{(N+1)}$

e la quantità complessiva sul mercato $Q^* = \frac{N(a-c)}{(N+1)b}$.

A seguito della fusione tra due imprese, dunque con $N-1$ imprese sul mercato, la quantità ottima prodotta da ciascuna impresa diventerà

$q^* = \frac{(a-c)}{b \cdot N}$, il prezzo $p_m^* = \frac{(a+(N-1) \cdot c)}{N}$ e la quantità complessiva presente

sul mercato $Q_m^* = \frac{(N-1) \cdot (a-c)}{N \cdot b}$.

Si può ora procedere a calcolare la perdita di benessere come

$\Delta S = \frac{p^* - c + p_m^* - c}{2} (Q^* - Q_m^*)$ dove c indica il costo marginale del prodotto.

Sostituendo nell'espressione del surplus quelle relative a prezzo e

quantità ricavate sopra e si ottiene che $\Delta S = - \frac{(a-c)^2 \cdot (1+2N)}{2b(N^2)(n+1)^2}$.

Si noti che il segno del surplus totale post merge è negativo e che lo stesso diminuisce di più per valori bassi di N (e minore elasticità del prezzo).

Poiché i profitti aumentano di più con valori bassi di N (in un oligopolio simmetrico, $\pi(N) = [\pi(N-1) - \pi(N)]$ diminuisce all'aumentare di N): questa è una possibile ulteriore spiegazione delle ondate di fusioni; i maggiori profitti che ne derivano da una possibile fusione spinge le imprese stesse ad attuarne una.

1.2 Ondate di fusioni negli anni

Le fusioni e acquisizioni (M&A) si sono affermate nel corso del XX secolo come una strategia chiave per le aziende desiderose di rafforzare la propria competitività, soprattutto in momenti di crisi e incertezza. Tuttavia, l'attività di M&A non ha seguito un andamento lineare, ma si è sviluppata in ondate successive, spesso coincidenti con i picchi dei mercati azionari o le fasi espansive del ciclo economico. Ciò ha portato alla formulazione della teoria delle *merger wave*. Secondo De Pamphilis con questo termine si fa riferimento a due principali linee di pensiero. Il primo vede nelle *merger wave* la

reazione delle imprese a shock che possono accadere nei settori in cui esse operano, ad esempio: la deregolamentazione, l'emergere di nuove tecnologie, la nascita di nuovi canali di distribuzione o di prodotti sostitutivi, oppure un aumento sostenuto dei prezzi delle materie prime. Il secondo filone di pensiero, invece, si basa sulla sopravvalutazione delle azioni che i manager utilizzano per acquisire attività o asset di imprese sottovalutate.

Bruner, oltre a queste due spinte, individua altre motivazioni sottostanti la formazione delle *merger wave*, tra cui: la volontà dei manager di attuare un'operazione di finanza straordinaria guidata dalla propensione dei manager stessi a pensare di non fallire in operazioni dove altri hanno registrato un insuccesso; l'ossessione di seguire l'andamento dei mercati; i costi di agenzia; la tendenza alla creazione di monopoli o oligopoli collusivi grazie ai quali si potrebbero ottenere rendimenti non necessariamente giustificati.

Anche se le *merger wave* verificatesi in passato non riflettono necessariamente il presente e non aiutano a prevedere possibili ondate future, risultano, però d'altra parte, utili a dare una chiave di lettura al fenomeno che è in continua evoluzione.

Gli studiosi individuano almeno cinque grandi ondate di M&A nel XX secolo.

1. La prima, tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo (1897-1907), fu caratterizzata dalla creazione di grandi monopoli industriali, soprattutto negli Stati Uniti.
2. La seconda ondata (1916-1929) vide l'affermarsi di fusioni orizzontali e verticali, spinte dalla crescita economica del periodo postbellico.
3. La terza ondata (1950-1973) fu segnata dalla nascita di conglomerati, grazie anche a nuove regolamentazioni antitrust.

4. La quarta ondata (1980-1989) si distinse per un aumento delle acquisizioni ostili e l'uso di strumenti finanziari innovativi, come il leveraged buyout (LBO).
5. la quinta ondata (1993-2001) coincise con la globalizzazione e l'innovazione tecnologica, favorendo operazioni su scala internazionale, in particolare nei settori delle telecomunicazioni e della finanza.



Figura 2. M&A waves in US

Più nel dettaglio, l'aggregazione avvenuta tra il 1897 e il 1904 (Figura 2) è spesso definita la "monopoly wave" (ondata dei monopoli) perché ha portato alla nascita di grandi monopoli e ha avuto un impatto predominante sull'industria manifatturiera. In questo periodo, le fusioni hanno principalmente coinvolto aziende concorrenti o operanti nello stesso settore, con l'obiettivo di sfruttare le economie di scala.

La seconda ondata, nota come "oligopoly wave", che differenzia dalla prima, è caratterizzata dalla creazione di oligopoli, e si verificò tra il 1919 e il 1929. A differenza della prima ondata, caratterizzata da fusioni orizzontali, in questa fase prevalsero le fusioni verticali. I principali fattori trainanti furono l'efficienza e la ricerca di rendite lungo la catena di approvvigionamento. Inoltre, questa ondata fu stimolata dai mercati azionari euforici e dall'introduzione di normative contro le integrazioni orizzontali. Nelle operazioni di

questo periodo, infatti, furono coinvolte le istituzioni finanziarie e le imprese di servizi pubblici, facendo anche ricorso all'indebitamento.

La "conglomerate wave" (ondata dei conglomerati), che si verificò tra il 1965 e il 1969, fu caratterizzata da fusioni finalizzate alla diversificazione del portafoglio prodotti delle grandi multinazionali. Si delinea in questa fase una nuova tipologia di fusioni e acquisizioni che viene chiamata 'cross border' ovvero fusioni e acquisizioni che coinvolgono società appartenenti a Stati differenti. La fine di questa fase fu determinata principalmente dalla recessione del 1971 e da un rafforzamento delle normative antitrust quali ad esempio il Celler Kefauver Act del 1950.

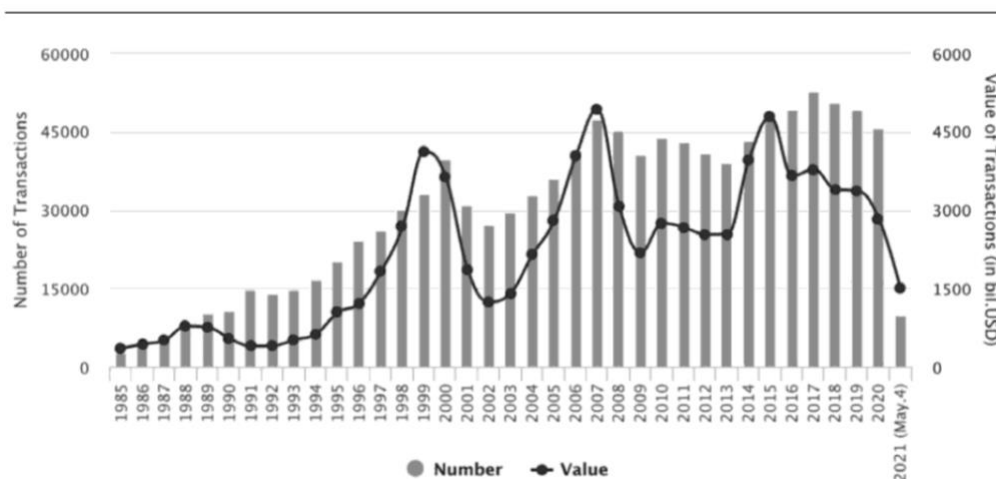
La "refocusing wave" (ondata di rifocalizzazione), tra il 1984 e il 1989, seguì la tendenza di quegli anni a concentrarsi sulle competenze chiave dell'azienda. Questa fase fu trainata dal calo dei tassi di interesse, dalla deregolamentazione e dall'innovazione nei mercati finanziari, con un forte utilizzo di leveraged buyout (LBO), private equity e junk bonds. In questo periodo, molte operazioni di M&A furono di natura ostile.

Tra il 1994 e il 2001, il calo dei tassi di interesse e la ricerca di economie di scala diedero vita alla "strategic wave" (ondata strategica). Negli anni '90, le economie occidentali attraversarono la più lunga espansione postbellica e le aziende risposero all'aumento della domanda intensificando l'attività di M&A. Questa ondata fu caratterizzata da shock settoriali e innovazioni tecnologiche, e vide la realizzazione di alcune delle più grandi operazioni di fusione e acquisizione della storia. Tuttavia, la fase si concluse bruscamente con lo scoppio della bolla delle dot-com ² nel 2000.

²In economia e informatica con *dot-com* si definiscono tutte quelle società di servizi che sviluppano la maggior parte del proprio business attraverso un sito web e Internet. Il nome deriva dal diffuso utilizzo, da parte di queste, di siti appartenenti al dominio di primo livello .com. [5]

Infine, tra il 2004 e il 2007, il rilassamento delle normative antitrust e le innovazioni nei derivati creditizi diedero origine alla sesta ondata di M&A. Questa fase fu fortemente influenzata dalla globalizzazione e dalle pressioni degli azionisti. Tuttavia, la crisi economica del 2007 segnò la fine di questa ondata.

Le cause di queste ondate sono riconducibili a fattori tecnologici, normativi, politici e strategici. In particolare, nei periodi di forte incertezza, le differenze nelle aspettative future e nelle competenze manageriali portano a valutazioni asimmetriche delle imprese, creando le condizioni ideali per un mercato fiorente del controllo societario. In questo contesto, le operazioni di M&A possono svilupparsi sia in modo amichevole, attraverso accordi consensuali tra le parti, sia in modo ostile, quando un'azienda tenta di acquisire un'altra senza il consenso del suo management.



Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis.

Figura 3. M&A Worldwide

Attualmente, invece, concentrandosi ancora negli Stati Uniti, gli analisti prevedono che l'amministrazione entrante del presidente eletto Donald Trump darà una spinta al mercato delle fusioni e acquisizioni (M&A), segnando la fine della recente stagnazione. Dopo

diversi anni di attività ridotta e di accordi bloccati, gli osservatori credono che il secondo mandato di Trump porterà a una raffica di nuovi accordi, grazie a un'agenda favorevole al business e alla deregolamentazione. Goldman Sachs prevede un aumento del 20% delle attività di M&A nel 2025. Negli ultimi anni, le attività di M&A sono diminuite significativamente, con una stima del 15% in meno nel 2024 rispetto all'anno precedente, dovuto anche dal fatto che l'amministrazione Biden, dal lato suo, aveva adottato una posizione rigida sulle fusioni, ritenendo che la concentrazione aziendale potesse danneggiare i consumatori.

Un'analisi a parte merita il contesto italiano.

Secondo uno studio condotto da KPMG sull'M&A in Italia ("20 anni di M&A"), l'andamento delle operazioni nel nostro Paese è influenzato da variabili quali il ciclo economico nazionale rapportato a quello internazionale; il crescente grado di apertura e integrazione dell'economia domestica verso quella internazionale e dalla tipologia e composizione delle aziende e dei settori attivi (figura 4). In particolare, KPMG individua due macro-filoni che hanno caratterizzato l'M&A in Italia: il primo, fino al 1998, che è contraddistinto dall'avvio delle privatizzazioni e dell'entrata in gioco dei primi fondi di private equity; il secondo che va dal 1999 al 2010, invece, vede l'entrata in Italia nell'area euro e tale periodo è caratterizzato da operazioni cross-border e dalle necessarie risposte alla crisi globale.

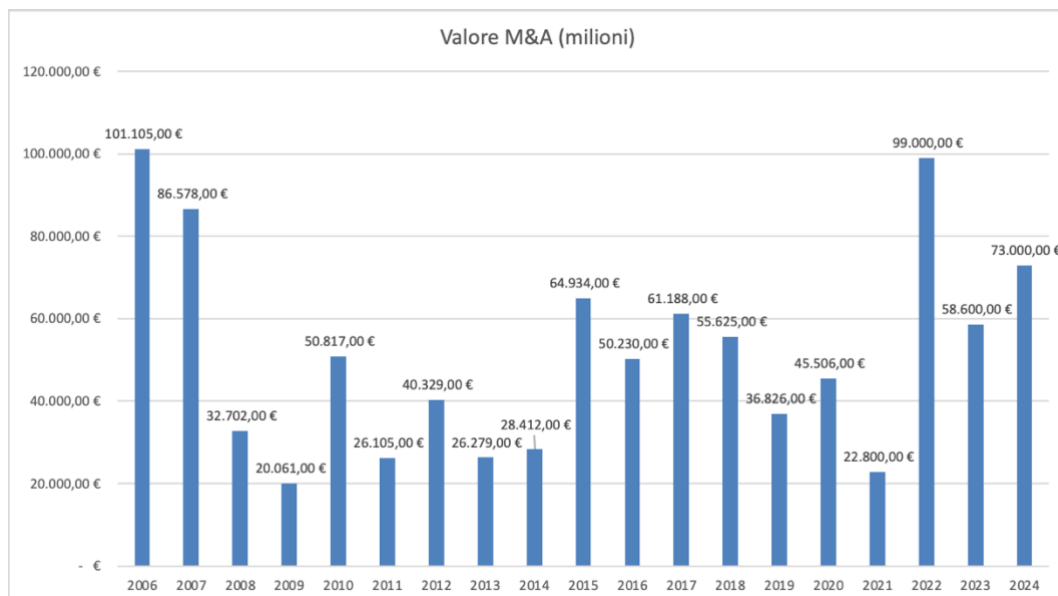


Figura 4. M&A in Italia³

1.3 Analisi delle operazioni di fusione e acquisizione di tipo orizzontale

La fusione è un meccanismo mediante il quale due o più imprese realizzano un unico e nuovo organismo sociale. Dal punto di vista strettamente economico, la fusione attua un processo di concentrazione delle imprese, mentre dal punto di vista giuridico rappresenta il fenomeno attraverso il quale a una pluralità di società si sostituisce un organismo sociale nuovo.

La fusione può avvenire fra società della stessa tipologia giuridica o di tipo diverso. La partecipazione alla fusione non è consentita alle società già poste in liquidazione. La fusione richiede necessariamente alcuni interventi a livello organizzativo e gestionale causati dall'aumento di complessità. Tali modifiche sono in grado di influenzare per lungo tempo i piani del vertice e contribuiscono a determinare il carattere di straordinarietà dell'operazione. Le motivazioni che spingono il management a intraprendere questo percorso sono differenti. Se da un lato vi è un soggetto che vuole

³ Fonte: elaborazione personale

crescere, dall'altro ve n'è uno che nel percorso di fusione rinuncia alla gestione esclusiva dell'impresa.

Detto questo, la società prevalente è spinta a intraprendere una fusione dalla possibilità di:

- attuare un riassetto organizzativo;
- aumentare la concentrazione, limitando o eliminando la concorrenza e la dipendenza all'origine o a valle della filiera produttiva;
- ridurre il rischio d'impresa, modificando l'attività e riducendo alcuni costi di distribuzione e di produzione;
- aumentare la capacità finanziaria, grazie ai cespiti e ai meriti di credito delle aziende partecipanti;
- quotarsi in Borsa, raggiungendo dimensioni più adatte al mercato dei capitali; accrescere il proprio know how, integrando tecnologie e utilizzando meglio i processi produttivi.

In base alla posizione ricoperta dalle imprese che intervengono e alle relazioni che esistono fra le stesse, l'operazione di fusione aziendale può essere vista come:

- i. un'acquisizione, se esistono due parti indipendenti con interessi contrastanti, di cui una funge da dominante e persegue il controllo sull'azienda unificata. La negoziazione, in tal caso, si focalizza sul valore economico delle aziende e sul rapporto di cambio delle azioni o delle quote;
- ii. un'unione, se interviene fra aziende simili, traducendosi in una partecipazione e una gestione paritetica in assenza di figura dominante (si parla in tal caso di una "fusione alla pari");
- iii. un'operazione di riorganizzazione aziendale, se avviene fra aziende dello stesso gruppo e in attuazione di specifiche direttive della c.d. "capogruppo".

La fusione comporta anche delle conseguenze di tipo giuridico, che derivano dalla peculiarità di far cessare ed eventualmente creare

(fusione pura) imprese. La società risultante subentra alle preesistenti in diritti, obblighi e rapporti giuridici e gli azionisti ottengono quote di partecipazioni equivalenti a quelle possedute prima dell'operazione di fusione. Tal equipollenza è misurata in base al rapporto di cambio, atto a esprimere il prezzo delle azioni estinte mediante azioni della nuova società. Il concambio delle azioni potrebbe anche non aver luogo se, ad esempio, l'incorporante è unico socio dell'incorporata. Analogamente, esso non richiede aumento di capitale dell'incorporante, a condizione che questa sia già in possesso di un numero sufficiente di azioni per farvi fronte.

1.3.1 Il procedimento di fusione

Il processo di fusione è un percorso articolato e costellato da un numero elevato di adempimenti, richiesti per tutelare gli interessi dei soggetti coinvolti; questa è la ragione per cui i tempi di realizzazione sono a volte molto lunghi. Le fasi principali che lo caratterizzano sono:

1. redazione di specifici documenti da parte degli organi amministrativi delle società partecipanti: Stato patrimoniale redatto osservando le norme civilistiche sul Bilancio d'esercizio; relazione che illustri giuridicamente ed economicamente il progetto di fusione; relazione di uno o più esperti riguardo alla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote di partecipazione;
2. deposito dei documenti di cui sopra;
3. decisione in merito alla fusione da parte di ogni società interessata con redazione del bilancio straordinario di fusione, avente lo scopo di evidenziare il valore economico di ognuna delle società partecipanti all'operazione, ai fini di definire i rapporti di cambio;
4. attuazione della fusione.

1.3.2 La proposta di fusione

Nelle società con azioni quotate in Borsa, la proposta di fusione deve essere illustrata dagli amministratori con apposita relazione e comunicata a una società di revisione almeno quarantacinque giorni prima del giorno fissato per l'assemblea straordinaria che deve discuterla.

1.3.3 L'aspetto giuridico

Giuridicamente si possono distinguere due momenti:

- la deliberazione di fusione;
- l'atto di fusione.

La deliberazione di fusione deve avvenire per opera dell'assemblea straordinaria di ciascuna società che vi partecipa, o con il consenso di tutti i soci quando si tratti di società di persone. Essa deve essere depositata presso l'Ufficio del Registro delle imprese e ad essa deve necessariamente essere allegata la situazione patrimoniale della società al tempo della deliberazione stessa. Il deposito è necessario affinché il Tribunale possa controllare l'adempimento delle condizioni richieste dalla legge (omologazione) e ordinare l'iscrizione nel Registro delle imprese.

1.4 Sinergie post M&A e implicazioni

Ciò che si vuole ottenere dalle operazioni di M&A sono delle sinergie sia in termini di costo che di efficienza. In altre parole, nelle fusioni il termine 'sinergia si traduce nella capacità di un'aggregazione aziendale di essere più redditizia delle singole parti delle aziende che sono state combinate. L'esistenza prevista di benefici sinergici consente alle aziende di sostenere le spese del processo di acquisizione e di potersi comunque permettere di riconoscere agli azionisti target un premio per le loro azioni.

La sinergia può consentire all'azienda risultante dalla fusione di apparire con un valore netto di acquisizione (NAV) positivo:

$$NAV = [V_{AB} - (V_A + V_B)] - (P + E),$$

dove VAB è il valore combinato delle due imprese, V_A è il valore dell'impresa A, V_B il valore dell'impresa B, P il prezzo pagato ed E il costo dell'acquisizione.

Il termine tra parentesi indica l'effetto sinergico. Questo effetto deve essere maggiore della somma dei prezzi al consumo per giustificare il proseguimento della fusione.

L'obiettivo principale è quello della creazione di valore aggiunto, cioè si vuole che il valore derivante dalla fusione delle imprese sia superiore alla semplice somma del valore delle imprese prese singolarmente.

$$\text{Cioè: } V(A+B) > V(A) + V(B)$$

Le sinergie solitamente possono sorgere e verificarsi dalla comunione delle risorse, cioè eliminando costose duplicazioni di asset, dalla presenza di risorse specializzate complementari che permetterebbero perciò un utilizzo congiunto più efficiente, aumentando sia la loro utilità che il loro valore.

I due principali tipi di sinergie sono la sinergia operativa e la sinergia finanziaria. La sinergia operativa si manifesta in due forme: aumento dei ricavi e riduzione dei costi. La sinergia finanziaria si riferisce alla possibilità che il costo del capitale possa essere ridotto dall'unione di una o più società. (Figura 5).

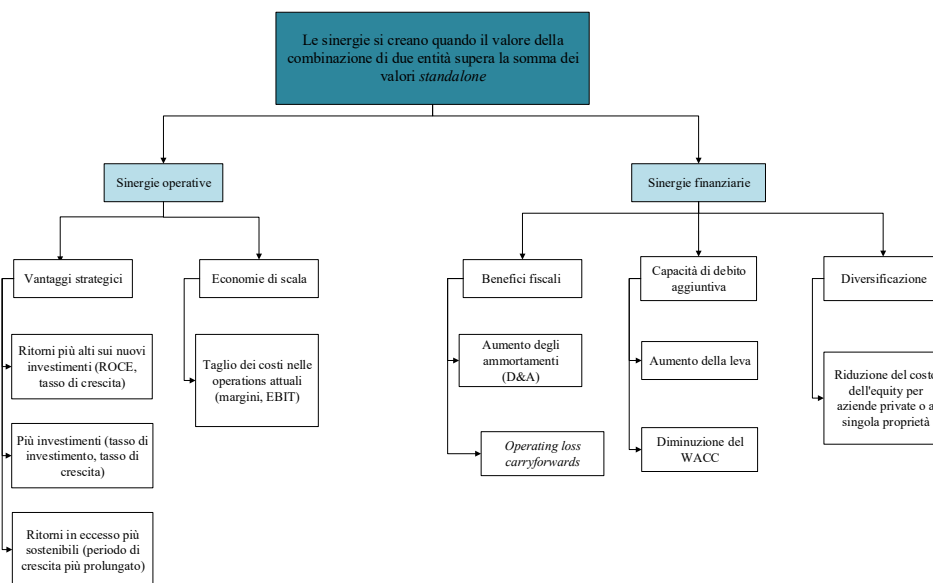


Figura 5. Principali fonti di sinergie⁴

Chi si occupa delle politiche antitrust sulle fusioni ha tentato di utilizzare l'indice di Herfindahl come indicatore statistico per determinare se una fusione debba essere contestata sulla base dell'aumento del potere di mercato. Il problema, però, di questo approccio è che la somma delle quote di mercato pre-fusione delle imprese coinvolte non corrisponde necessariamente alla quota di mercato della nuova entità una volta raggiunto l'equilibrio. In questo senso, l'uso di una soglia specifica per l'aumento (atteso) dell'indice di Herfindahl come misura dell'(in)efficienza della fusione può risultare fuorviante. Farrell e Shapiro (1990) sottolineano, infatti, l'importanza di analizzare le fusioni in un quadro di equilibrio generale di mercato, piuttosto che basarsi su indicatori statici.

Come ci si potrebbe aspettare, l'esito di una fusione comporta normalmente un aumento dell'indice di Herfindahl. Questo accade sia perché il numero di imprese nel mercato diminuisce, sia a causa del "principio di trasferimento".

⁴ Fonte: Elaborazione personale

Tuttavia, nonostante l'aumento dei prezzi e della concentrazione di mercato, il benessere complessivo potrebbe comunque aumentare, come abbiamo visto. Una condizione necessaria, ma non sufficiente, affinché il surplus aumenti è che i costi medi di produzione (inclusi i costi delle imprese non coinvolte nella fusione) diminuiscano. Questo può avvenire per due ragioni:

1. grazie a sinergie di costo sufficientemente elevate tra le imprese che si fondono,
2. se le imprese non coinvolte nella fusione sono *molto efficienti* (e quindi di grandi dimensioni),

Se i costi unitari della nuova entità post-fusione non sono significativamente inferiori rispetto a quelli delle imprese fuse, allora la nuova impresa tende a ridurre l'offerta di prodotto rispetto alla produzione combinata delle imprese pre-fusione.

In questo caso, la produzione delle imprese non coinvolte aumenta, a causa della sostituibilità strategica delle funzioni di reazione. Di conseguenza, la fusione può portare alla sostituzione della produzione ad alto costo con una produzione a basso costo, generando potenzialmente un effetto positivo sull'efficienza complessiva del mercato.

Dunque, secondo McKinsey et. al. (2020), non esiste una formula universale per garantire il successo di un'acquisizione. Piuttosto, ogni transazione richiede un approccio strategico unico e l'azienda che la esegue deve possedere le capacità necessarie per portare a termine l'affare. L'efficacia di un'acquisizione dipende dalla capacità dell'impresa acquirente di articolare obiettivi chiari e specifici di creazione di valore. Quando le trattative non vanno a buon fine come previsto, è spesso perché mancano di un chiaro scopo strategico. Obiettivi come l'espansione a livello globale, il riempimento delle lacune del portafoglio o l'aggiunta di un terzo componente al

portafoglio sono troppo vaghi e spesso contribuiscono al problema. Di conseguenza, le acquisizioni creano valore quando i flussi di cassa delle società combinate sono maggiori di quanto sarebbero stati altrimenti (Hillier et. al., 2012, p. 647). Pertanto, le acquisizioni tendono a creare valore per l'azienda, attraverso una combinazione di sinergie di costi e ricavi (McKinsey et. al., 2020). Secondo McKinsey et. al. (2020), la logica strategica di un'acquisizione che crea valore per le aziende acquirenti si adatta a uno dei seguenti sei archetipi:

1. Migliorare le prestazioni dell'azienda target.
2. Consolidare, per rimuovere la capacità di accesso da un settore.
3. Creare l'accesso al mercato per i prodotti del target (o, in alcuni casi, dell'acquirente).
4. Acquisire competenze o tecnologie più rapidamente o a un costo inferiore rispetto a quello che potrebbero costruire internamente.
5. Sfrutta la scalabilità specifica del settore di un'azienda.
6. Scelta dei vincitori in anticipo per supportare lo sviluppo delle loro attività.

1.4.1 La motivazione di crescita

Quindi, la motivazione principale dietro le operazioni di fusioni e acquisizioni (M&A) è generalmente la crescita. Le caratteristiche del mercato e la competitività spingono le aziende a riorganizzarsi per perseguire nuovi obiettivi, come lo sviluppo di prodotti e servizi innovativi, l'adozione di nuove strategie distributive e l'espansione in nuovi mercati. Inoltre, le grandi imprese consolidate sono talvolta in grado di affrontare meglio crisi e difficoltà rispetto alle aziende più piccole. È quindi evidente che l'obiettivo principale di ogni

operazione di M&A sia la crescita, e le principali modalità per raggiungerla sono la creazione di valore, la crescita esterna (acquisizioni) e la crescita interna.

La creazione di valore è un concetto fondamentale per la crescita aziendale, e può essere analizzato attraverso il modello delle "leve di valore", che identifica sei possibili aree di intervento per la creazione di valore, una delle quali è rappresentata proprio dall'acquisizione. Le imprese devono saper individuare quale leva offre maggiori opportunità, risultati migliori e tempi di risposta più rapidi. Esistono anche modelli più semplici e diretti, come quelli sviluppati da grandi società di consulenza come McKinsey e PriceWaterhouseCoopers (PWC). Il modello di McKinsey, ad esempio, si concentra sull'idea di un "differenziale progressivo di valore", che permette di raggiungere il massimo valore potenziale per l'impresa.

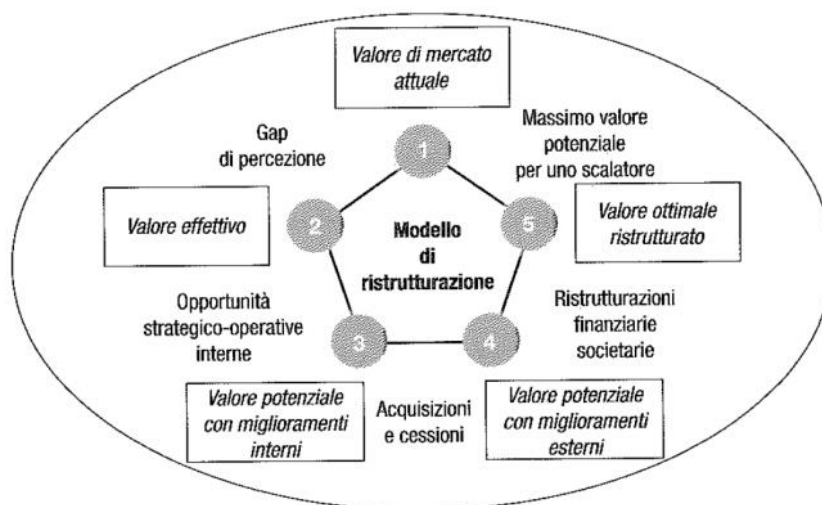


Figura 6. Modello di valutazione di creazione del valore di McKinsey ¹⁵

Secondo tale modello, infatti, risulta importante che l'impresa percepisca la presenza di ulteriori miglioramenti in modo da poter

¹⁵ Fonte: T. Copeland – T. Koller – J. Murrin, Valuation: measuring and managing the Value of Companies, New York, Wiley, 1990

valutare il così chiamato 'gap di percezione' e, dunque, l'effettiva creazione di valore.

Infine, la creazione del valore per l'impresa può essere analizzata tramite il modello EVA (Economic Value Added) che è un indicatore della performance di un'azienda calcolato come differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre quel reddito. Il merito dello sviluppo dell'EVA va attribuito alla società di consulenza Stern Stewart & Co. (oggi Stern Value Management) [7].

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{WACC}) * \text{capitale investito}$$

dove:

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes (reddito operativo netto dopo le tasse),

WACC = Weighted Average Cost of Capital (costo medio ponderato del capitale),

capitale investito = totale attivo netto - passività correnti non finanziarie - TFR e Fondi.

L'EVA è utile per capire se un'azienda (o, più in astratto, un investimento) è in grado di produrre introiti sufficienti a giustificare l'impiego di capitale che l'azienda stessa richiede e assorbe: in definitiva se crea valore o lo distrugge. Un'azienda crea valore ($\text{EVA} > 0$) se il rendimento del capitale investito (r) è maggiore del costo del capitale investito (c). Viceversa, un'azienda distrugge ricchezza ($\text{EVA} < 0$) se il rendimento del capitale investito (r) è inferiore del costo del capitale investito (c).

L'EVA può essere utilizzato anche per determinare il valore di un'azienda: calcolando e attualizzando una serie di EVA futuri (con un orizzonte temporale adeguato) si ottiene il Market Value Added (MVA). Sommando al MVA il valore attuale del capitale investito netto si ottiene misura del valore di un'azienda molto

utilizzata tra gli investitori istituzionali: l'Enterprise Value. Lo stesso Warren Buffett inserisce tra le sue regole per selezionare le società in cui investire alcuni indicatori (come il FCFE, Free Cash Flow to Equity) che condividono i fondamentali teorici con l'EVA.

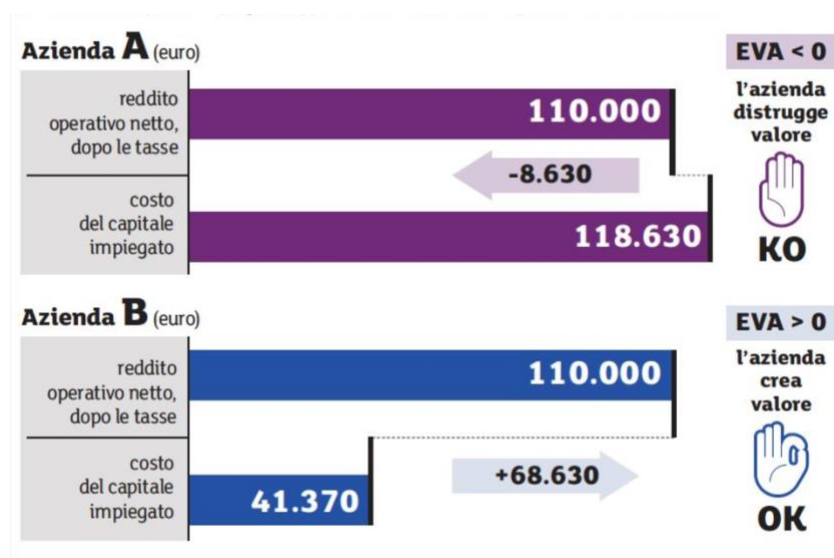


Figura 7. EVA tra due aziende A e B⁶

1.4.2 La crescita interna e la crescita esterna

La crescita esterna e quella interna sono spesso considerate due opzioni contrastanti, motivo per cui è importante condurre un'analisi di fattibilità che confronti i pro e i contro di entrambe le strategie.

Quando parliamo di crescita interna (o crescita per linee interne, o crescita organica), stiamo parlando di uno sviluppo di attività che fanno già parte della società; in buona sostanza, la società aumenta le vendite, incrementa la quota di mercato, diventa più "grande" semplicemente svolgendo la propria attività tipica e acquisendo nel tempo nuovi clienti e nuovi ordinativi.

⁶ Fonte: Borsa Italiana

Quando invece di crescita esterna, o crescita per linee esterne, parliamo di una società che si sviluppa tramite acquisizioni, cioè appunto acquistando un'altra società.

Tra i vantaggi della crescita interna, o organica, ci sono:

- non sono necessari grandi "iniezioni di capitale" disponibili in tempi brevi;
- si evitano la duplicazione di strutture, che comportano costi inutili;
- si evita di "annacquare" l'assetto proprietario, cioè gli equilibri di potere e il potere decisionale degli azionisti;
- si evitano rischi legati a operazioni troppo azzardate, per esempio società acquisite a prezzi eccessivi.

Invece, tra i principali vantaggi della crescita esterna ci sono:

- i tempi brevi, rispetto a quelli richiesti dalla crescita organica;
- la possibilità di espandersi in settori diversi, seppur affini all'attività "tradizionale";
- la possibilità di acquisire esperienze, personale qualificato, brevetti, progetti... sviluppati da altri;
- la possibilità di integrare i processi a monte o a valle (per esempio, acquisendo un cliente o un fornitore);
- la possibilità di ridurre la concorrenza, acquisendo uno dei "rivali".

Gli svantaggi di ciascuna delle due strategie sono, in un certo senso, speculari ai vantaggi che ti abbiamo appena illustrato.

Partendo dalla crescita interna, per esempio, tra i principali svantaggi ci sono:

- i tempi lunghi per vedere i frutti di questa strategia, che è graduale e diluita nel tempo;
- il rischio di rimanere "incastrati" nel proprio business tradizionale, senza essere in grado di adeguarsi all'evoluzione del mercato magari spinta da concorrenti più dinamici o che hanno introdotto nuovi processi o metodologie di produzione più efficienti dei nostri;
- il rischio di continuare a dipendere troppo da clienti o fornitori che abbiano sufficiente forza contrattuale per "dettare legge" sui prezzi (pensa, per esempio, a un'azienda che dipende da un unico fornitore di materie prime).

Passando alla crescita esterna, i principali svantaggi sono:

- la necessità di investire "sull'unghia" un capitale importante;
- legato al precedente, il rischio di sbilanciare la società dal punto di vista finanziario, se il prezzo di acquisizione è eccessivo;
- l'eventuale difficoltà per integrare processi produttivi, culture aziendali, e così via, che fino a quel momento erano realtà separate;
- il rischio di trovarsi con strutture duplicate (pensa per esempio agli organi direttivi delle due società, quando ora ne basta uno solo) o con sovrapposizioni di mercato (pensa per esempio a una banca che ne acquisisce un'altra con sportelli presenti in uno stesso territorio);

- il rischio che gli azionisti di maggioranza perdano il controllo della società a causa dell'aumento di capitale necessario per acquisire l'altra società.

Dal bilancio di vantaggi e svantaggi che ti abbiamo appena illustrato, ne emerge che nessuna delle due strategie è, sempre e comunque, migliore dell'altra: dipende da tanti fattori, dal contesto, e dalla capacità del management di attuarle nel miglior modo possibile. Ogni caso, quindi, va valutato singolarmente, per capire se la strategia di crescita scelta dai vertici aziendali è da valutare positivamente o negativamente.

1.5 Analisi di Farrell-Shapiro

Secondo i due studiosi, Farrel e Shapiro, per valutare l'efficacia di un'operazione bisogna valutare l'effetto esterno, cioè l'effetto che tale operazione ha sulle imprese che non partecipano all'operazione. In altre parole, Farrell e Shapiro propongono un approccio alternativo per valutare gli effetti di una fusione sul *surplus totale*, introducendo il concetto di “*effetto esterno*” della fusione. Questo effetto è dato dalla somma dell'impatto sul surplus dei consumatori e dell'effetto sui profitti delle imprese non coinvolte nella fusione. L'idea di base è che si può presumere che la fusione sia privatamente redditizia per le imprese coinvolte; quindi, l'effetto per gli “insider” è positivo. Una condizione *sufficiente* affinché la fusione abbia un effetto positivo sul surplus totale è che l'effetto esterno sia positivo. In altre parole, la fusione ha un impatto positivo quando le imprese esterne alla fusione aumentano i loro profitti. Questo accade quando esse sono più efficienti, ossia quando il loro costo medio di produzione è inferiore rispetto al costo medio della nuova impresa post-fusione. Come evidenziato da Farrell e Shapiro, un effetto esterno positivo è più probabile quando le imprese non coinvolte nella fusione sono grandi ed efficienti.

Riassumendo, si può dunque affermare che dopo l'operazione di fusione:

- Il prezzo di mercato aumenta
- La concentrazione aumenta
- I profitti delle due imprese che si fondono aumentano

Alle imprese che non partecipano alla fusione, invece, succede che:

- Se sono molto efficienti, più dell'impresa risultante dalla fusione, allora le quantità post-merge dell'impresa fusa saranno inferiori rispetto a quelle delle imprese che non

partecipazioni alla fusione; e la fusione può ritenersi non dannosa.

- Se, al contrario, sono più inefficienti, le imprese che si fondono abbassano i costi e quindi post-merge l'impresa fusa sarà in grado di catturare molto più mercato di quello atteso. Quindi, in questo caso l'operazione di fusione permetterebbe alle imprese che si fondono di essere molto più efficienti, di conseguenza i prezzi si abbassano, le quantità aumentano e le imprese fuori dal merge ridurranno le loro quantità. Le imprese fuse riusciranno ad ottenere una quota di mercato maggiore e il loro guadagno sul mercato sarà più che proporzionale, andando così ad affievolire la concorrenza.

1.6 Integrazioni verticali e potere di mercato

L'integrazione verticale rappresenta la scelta di un'azienda che vuole aggiungere alle linee di produzione esistenti nuove linee a monte nel caso di Upstream Integration (US), o a valle nel caso di Downstream Integration (DS). Tale decisione fa sì che gli input produttivi, oppure output a seconda che sia a monte o a valle, invece di essere soggetti a fornitura esterna, vengono realizzati internamente dall'impresa stessa. Il risultato della fusione è pertanto l'assorbimento di un ulteriore anello della supply chain permettendo il controllo su più fasi della produzione, estendendolo verso stadi antecedenti (integrazione a monte) o verso il mercato (integrazione a valle). L'operazione di integrazione verticale scaturisce principalmente da motivazioni e valutazioni di natura economica ma anche strategica. Il problema strategico per le imprese è quello di capire come organizzare la Value Chain in modo tale da massimizzarne l'efficienza, e quindi minimizzando i costi, andando così a creare maggior valore per il cliente, che sceglie il prodotto o servizio realizzato dalla catena del valore più efficiente. Generalmente le

aziende nello scegliere tra Make (Integrazione) o Buy (Mercato) analizzano quelli che vengono chiamati costi di transazione (costi d'uso del mercato), attuando quindi l'opzione che li minimizza.

In particolare, si sceglie l'integrazione verticale qualora i costi di coordinamento (costi di gerarchia) siano inferiori dei costi derivanti dal mercato (cosiddetti costi d'uso del mercato), dovendo ricorrere all'approvvigionamento da terzi, e viceversa. Entrando più nel dettaglio della valutazione, si considera l'eventuale risparmio rispetto a costi di negoziazione, ai costi relativi ai contratti ed il loro impegno affinché essi siano rispettati dai fornitori esterni, nonché la soluzione dei problemi legati alla ricerca di fornitori e rischio di comportamenti opportunistici. A tal proposito, un aspetto importante è appunto il concetto di hold-up, legato all'incompletezza dei contratti ed alla specificità degli investimenti. In particolare, partendo dall'ipotesi di razionalità limitata e di conseguenza l'impossibilità (ex ante) di prevedere la totalità degli scenari futuri, può capitare che, ex post, si presentino problemi non verificabili da un soggetto giudicante esterno, il che rende una delle parti vulnerabile ad azioni opportunistiche post contrattuali come, ad esempio, la rinegoziazione o l'interruzione dell'accordo stipulato, arrecando un ingente danno al soggetto che ha effettuato l'investimento specifico. Un ulteriore effetto collaterale di tale scenario si rispecchia sull'efficienza degli investimenti. In genere, volendo evitare le situazioni precedentemente illustrate, chi deve compiere investimenti specifici propende a ritardare l'operazione nel tentativo di raccogliere certezze sulla rigerosità dei comportamenti della controparte, in alternativa verranno eseguiti investimenti sub-ottimali, o addirittura inefficienti, a danno appunto dell'efficienza oltre che del beneficio collettivo. Al contrario, due aziende che decidono di integrarsi verticalmente potrebbero anche essere in grado di creare prodotti innovativi in modi che probabilmente non sarebbero raggiunti attraverso contratti a condizioni di mercato.

La scelta di avviare un'operazione di fusione verticale è di rilevante importanza e necessita generalmente di ingenti investimenti, risulta pertanto una strategia che richiede una valutazione sostanziale.

In genere, le aziende decidono di intraprendere tale scelta in quanto essa spesso permette di creare efficienze e ciò avviene principalmente in due modi: in primo luogo, favorisce un migliore coordinamento verticale tra le diverse unità (monte e valle) della fusione, permettendo loro di considerare ed internalizzare gli impatti delle proprie decisioni sui profitti combinati. In secondo luogo, porta a risparmi sui costi grazie all'ottimizzazione delle risorse comuni alle varie fasi del processo produttivo, quindi per mezzo di economie di scopo.

D'altra parte, l'aumento del potere di mercato che potrebbe derivare dall'integrazione verticale è spesso un effetto secondario e dipende da eventuali comportamenti anticoncorrenziali dopo la fusione.

Di solito si presume che le integrazioni verticali migliorino il benessere e presentino meno problemi di concorrenza rispetto a quelle orizzontali, principalmente perché si ritiene che generino effetti positivi sull'efficienza, sia attraverso una migliore coordinazione interna che grazie ai risparmi sui costi, come espresso precedentemente. Affinché una fusione verticale riduca il benessere dei consumatori, sarebbe necessario che l'effetto secondario di maggiore potere di mercato superi l'effetto primario di incremento di efficienza.

Nella valutazione di tali operazioni, infatti, il focus rimane incentrato sul benessere collettivo e non si ferma alla valutazione dei singoli casi specifici.

1.7 Doppia marginalizzazione (Wholesale model)

Un aspetto che merita particolare attenzione nell'ambito delle efficienze generate dall'integrazione verticale è rappresentato dal fenomeno della doppia marginalizzazione, in quanto costituisce una

delle esternalità più rilevanti che caratterizzano strutture verticali separate. Questa è stata identificata per la prima volta da Spengler (1950).

Supponiamo che un produttore si affidi a un dettagliante per la vendita ai consumatori finali e che il primo venda al secondo a un prezzo unitario costante, come indicato nella struttura in figura 6. Supponiamo, poi, che il dettagliante non abbia costi diversi dal prezzo all'ingrosso. Poiché entrambe le imprese vogliono massimizzare il proprio profitto, scelgono entrambe il margine monopolistico rispetto al proprio costo ($P=RM$). Il risultato di entrambe le imprese che sommano il loro margine è che finiscono per far sì che i consumatori paghino un prezzo troppo alto (acquistando troppe poche unità) rispetto a ciò che sarebbe ottimale dal loro punto di vista congiunto, ovvero dal punto di vista della catena verticale. Se invece le due imprese fossero sotto la stessa gestione, il prezzo finale p verrebbe scelto in modo da aggiungere solo un ricarico sul costo c . L'integrazione verticale, ovvero la fusione delle due imprese, è efficiente poiché consente loro di coordinarsi sul risultato ottimale, ovvero di "internalizzare" l'esternalità che si impongono a vicenda.

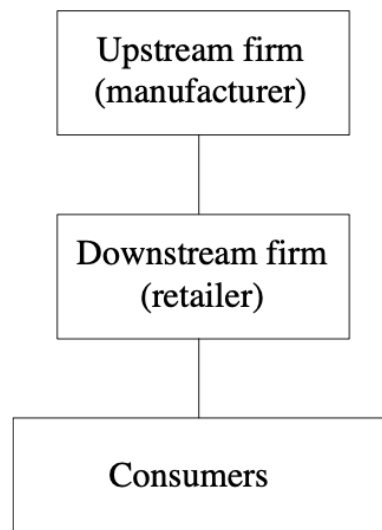


Figura 8. Doppia marginalizzazione⁷

La sua eliminazione (elimination of double marginalization, EDM) è considerata uno degli effetti di efficienza più significativi, in quanto frutto del maggiore coordinamento che si instaura tra le imprese coinvolte nel processo di integrazione. Tale fenomeno si verifica quando due imprese operanti su livelli differenti della stessa filiera produttiva applicano ciascuna un proprio margine sul prezzo dell'input o dell'output scambiato, senza tenere conto dell'impatto negativo che questa strategia può avere sulla domanda complessiva a causa di un prezzo finale eccessivamente elevato.

L'integrazione verticale consente di superare questa inefficienza attraverso l'allineamento dei margini in un unico livello decisionale. Le imprese coinvolte sono incentivate a praticare un prezzo inferiore, in modo da *internalizzare gli effetti positivi* derivanti dall'espansione della domanda lungo l'intera catena del valore. In tal senso, l'eliminazione della doppia marginalizzazione rappresenta un beneficio diretto dell'integrazione, poiché consente una riallocazione più efficiente degli incentivi economici tra le parti.

L'analisi delle efficienze riconducibili alle operazioni di M&A parte spesso proprio da questo meccanismo. Una modalità utile per

⁷ Fonte: elaborazione personale

comprendere il funzionamento dell'EDM consiste nell'osservare che, a seguito della fusione, l'unità integrata a valle avrà convenienza ad abbassare il prezzo di vendita, qualora ciò si traduca in un incremento della propria quota di mercato e, al contempo, in un aumento dei ricavi complessivi, che andranno a beneficiare anche la divisione a monte. La logica di fondo, ampiamente condivisa dagli economisti antitrust, è che l'obiettivo post-fusione sia la *massimizzazione del profitto congiunto* tra i vari stadi produttivi.

Tuttavia, è fondamentale sottolineare che, sebbene l'eliminazione della doppia marginalizzazione rappresenti un esito tipico delle operazioni di integrazione verticale, essa non può essere considerata automaticamente specifica della fusione. Le autorità di regolazione riconoscono come efficienze rilevanti soltanto quelle che risultano effettivamente attribuibili all'operazione in esame e che non sarebbero realizzabili, o lo sarebbero solo con strumenti alternativi aventi effetti potenzialmente restrittivi della concorrenza. Le linee guida più recenti chiariscono che, nel caso in cui altre imprese siano riuscite a ottenere risultati simili tramite contrattualistica di mercato, ad esempio attraverso tariffe a due parti o strutture di prezzo non lineari, allora anche le imprese oggetto della concentrazione potrebbero percorrere tale via. In circostanze di questo tipo, viene meno il requisito di *specificità dell'efficienza*, e l'EDM non viene contabilizzato nell'analisi degli effetti pro-concorrenziali della fusione.

Dal punto di vista quantitativo, l'effetto EDM può essere misurato come la differenza tra il prezzo che, in una situazione pre-fusione, l'impresa a valle corrispondeva per l'input e il costo marginale sostenuto dalla controparte a monte per fornirlo, includendo anche eventuali costi opportunità. Una questione cruciale, però, riguarda la distribuzione del valore generato nel caso in cui la riduzione del prezzo da parte della divisione a valle comporti l'acquisizione di nuovi clienti. Se tali clienti, prima della fusione, si approvvigionavano presso imprese concorrenti a valle, che a loro

volta acquistavano input proprio dalla divisione a monte oggi integrata, allora l'impresa a monte non registra alcun incremento nelle vendite. In questo scenario, l'effetto EDM si annulla. Più in generale, se il margine della divisione a monte è pari a M e soltanto una frazione pari a X dei nuovi clienti intercettati consuma input non provenienti, in precedenza, da quella stessa divisione, allora l'efficienza generata dall'EDM risulterà essere pari a $M \times X$, pari dunque ad una frazione del margine stesso.

Capitolo 2 – Fusioni e acquisizioni nel settore del lusso: dinamiche, motivazioni e sinergie generate

2.1 Definizione e caratteristiche beni di lusso

Vengono definiti *luxury good* i prodotti la cui domanda aumenta più che proporzionalmente rispetto all'incremento del reddito, a differenza di quanto accade generalmente negli altri mercati. In altre parole, essi presentano un'alta elasticità della domanda al reddito: ad un aumento dei soggetti ad elevato reddito, aumenta il consumo dei beni di fascia elevata.

Le definizioni di lusso proposte dai sociologi, dagli aziendalisti, e dalle società di consulenza sulla base di ricerche di mercato e studi di settore, si concentrano invece sugli elementi del *marketing mix* sviluppato appositamente per questa categoria di beni.

Il settore del lusso comprende una vasta gamma di prodotti, dalla moda e dagli accessori di fascia alta agli orologi di lusso, gioielli, cosmetici, automobili e persino liquori e ospitalità di fascia alta. I consumatori desiderano beni di lusso che simboleggino lo status, il prestigio e l'esclusività, che guidano il settore. Noti marchi di lusso che si sono affermati come rinomati per l'alta qualità, l'innovazione e l'esclusività sono responsabili della produzione di molti di questi prodotti. Questi marchi investono molto in marketing, pubblicità e sforzi di costruzione del marchio per mantenere il loro status di primo livello. Il mercato dei beni di lusso è altamente competitivo e in continua evoluzione con il lancio di nuovi prodotti e innovazioni. Le tendenze della moda e dello stile di vita, i cambiamenti nelle abitudini di spesa dei consumatori e le condizioni economiche globali hanno un impatto significativo su questo settore. Inoltre, l'industria dei beni di lusso è influenzata dal cambiamento delle preferenze dei consumatori, in particolare tra le generazioni più giovani che sono più attente all'ambiente e socialmente consapevoli.

Di conseguenza, molti marchi di lusso si concentrano sulla sostenibilità e sulle pratiche etiche per attirare questi consumatori. I beni di lusso personali sono il secondo segmento più grande dell'industria del lusso dopo le auto di lusso (D'Arpizio et. al., 2023). Secondo Thomas Chauvet, analista del lusso di Citi, i fattori trainanti della domanda di questo settore sono gli stessi da 20 o 30 anni: crescita economica globale, effetto ricchezza, viaggi globali e consumismo cinese in un settore caratterizzato da elevate barriere all'ingresso e potere di determinazione dei prezzi (Helmores, 2023).

I *luxury good* si presentano come prodotti in grado di attribuire uno status di prestigio ai soggetti che riescono a goderne, si contraddistinguono per l'eccellente qualità, il prezzo elevato, il carattere fortemente esclusivo e la componente emozionale e di coinvolgimento che accompagna l'atto di acquisto e di possesso del bene. Tuttavia, i beni di lusso personali possono anche essere soggettivi e ciò che una persona considera un oggetto di lusso può differire dalla definizione di lusso di un'altra persona. Esempi di beni di lusso personali includono articoli di moda di fascia alta come abbigliamento, scarpe e accessori firmati, orologi e gioielli di lusso, pelletteria pregiata, prodotti di bellezza premium ed elettronica di fascia alta. I noti marchi di lusso in genere producono questi articoli e sono spesso venduti a prezzi premium grazie alla loro alta qualità ed esclusività. La maggior parte di tutti i marchi di lusso proviene dalle più importanti capitali della moda del mondo, New York, Londra, Milano e Parigi, denominate "The Big Four". I marchi di lusso europei (anche quelli nuovi) sono spesso quelli di maggior successo perché i consumatori hanno storicamente associato quei paesi alla produzione di beni di lusso di fascia alta con precisione e artigianalità (Alfaro, 2021).

Dubois, Laurent e Czellar (2001) definiscono prodotti di lusso i beni che presentano:

- qualità eccellente: essa deriva dalla esclusività delle materie prime utilizzate (es. diamanti) e dalla cura dei processi di

lavorazione (ristorante). La qualità è garanzia di affidabilità e durevolezza, trasmette fiducia al consumatore e un senso di “eternità” dato dall’assenza di difetti;

- rilevanza estetica: il consumo di un prodotto di lusso costituisce un’esperienza edonistica e sensuale che coinvolge il gusto, la vista, il tatto, l’udito, l’olfatto. I *luxury good* sono posti al pari di “opere artistiche”, non solamente in riferimento al prodotto in senso stretto ma all’intero context nel quale sono venduti;
- prezzo elevato: il prezzo può essere definito elevato in assoluto o in termini relativi, rispetto a prodotti che svolgono la stessa funzione. Esso è legittimato dall’elevata qualità percepita e dall’idea di longevità ad essa connessa e genera un sentimento di confort e sicurezza nell’acquisto da parte del consumatore;
- unicità/rarità: è una caratteristica cruciale per la *luxury industry* e riguarda sia il lato della domanda che dell’offerta. Il bene di lusso “deve essere guadagnato”, maggiore è la sua inaccessibilità, maggiore è il desiderio che esso suscita. La rarità è strettamente connessa alle due precedenti caratteristiche, infatti data l’unicità delle materie prime impiegate, le specifiche competenze utilizzate nel processo di produzione e gli elevati prezzi, non sorprende che tali prodotti non siano in linea con una produzione e un consumo di massa. Tale scarsità si riflette anche nell’ambito della distribuzione. Contrariamente ai *mass store* che contengono un’ampia scelta di prodotti rispondenti ai più variegati livelli qualitativi, il luxury shop deve offrire una ristretta gamma di prodotti altamente selezionati, nonché prestare una certa attenzione alla progettazione dell’intero context in cui si svolge l’acquisto. Dal punto di vista della domanda, non tutti i soggetti possono permettersi tali prodotti;
- carattere superfluo: il prodotto non risponde a bisogni primari, il suo valore non deriva dalla componente funzionale,

bensi dalla soddisfazione di benefici di altra natura. Tale superfluità può anche essere collegata al concetto di abbondanza: per ragioni funzionali può essere necessario l'acquisto di un'unità di un certo prodotto o ancora di un numero ragionevole di unità, si parla di lusso quando il numero di prodotti acquistati supera di gran lunga la quantità necessaria per soddisfare i bisogni funzionali;

- patina di tradizione: il legame con il passato è fondamentale. Nella mente del consumatore i prodotti e i servizi per essere definiti di lusso devono avere una storia, lontana dalle mode passeggere, così come il loro processo di produzione e vendita deve rispettare la tradizione.

Secondo Laurence Picot (2020) autore di "Storia dell'industria francese", 130 dei 270 marchi di lusso in tutto il mondo sono francesi e rappresentano il 25% delle vendite (LUXUS+, 2021). Nel 2022, gli Stati Uniti sono stati il leader di mercato dei beni di lusso personali con un fatturato di 96 miliardi di euro, seguiti dalla Cina con un fatturato di 59 miliardi di euro (Bain, 2022). L'Europa è la seconda regione per fatturato, tra cui Italia e Francia, con un fatturato rispettivamente di 23 miliardi di euro e 20 miliardi di euro. Si stima che il valore totale del mercato sia di 353 miliardi di euro e sia in aumento.

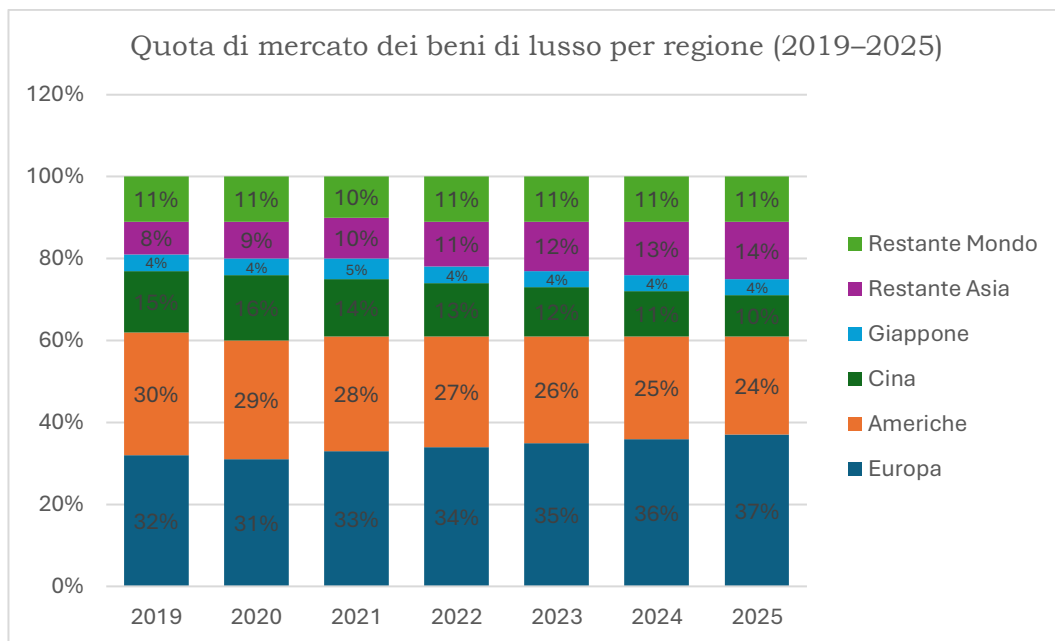


Figura 9. Quota di mercato dei beni di lusso per regione dal 2019 al 2025⁸

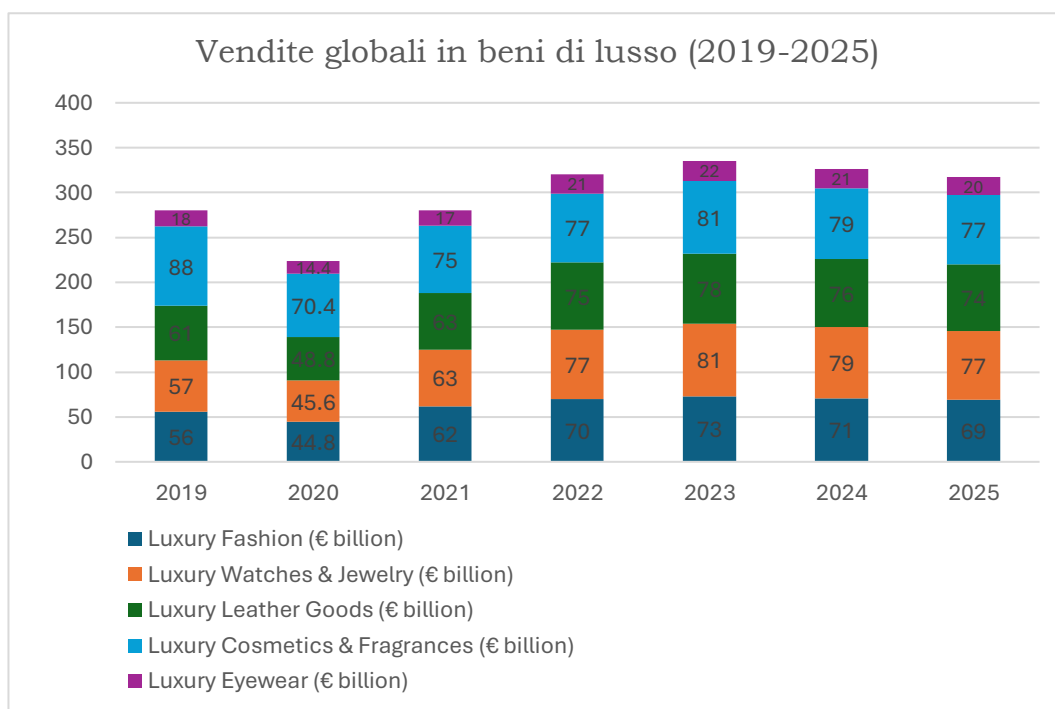


Figura 10. Vendite globali settore lusso 2019-2025⁹

⁸ Fonte dati: Bain, elaborazione personale

⁹ Fonte dati: Bain, Statista. Elaborazione personale

2.2 La legge di Engel

Per analizzare le caratteristiche dei beni di lusso ed il comportamento del consumatore tipo rispetto alla ricchezza disponibile e la quantità di beni acquistati passiamo ad analizzare la legge di Engel.

Nella seconda metà del XIX secolo uno statistico tedesco, *Ernst Engel*, analizzando le spese dedicate al consumo delle famiglie in relazione al loro reddito, osservò che, tanto più una famiglia è povera, tanto maggiore è la quota di reddito destinata all'acquisto di *beni di prima necessità*, in particolare i generi alimentari.

La crescita del reddito delle famiglie non determina però una crescita corrispondente della spesa per i generi alimentari: Engel osservò che, in tali circostanze, i consumatori non aumentano proporzionalmente la spesa in beni di prima necessità, bensì le loro scelte di consumo migrano verso *beni superiori o di lusso* (legge di Engel).

La spesa in beni di prima necessità, ad esempio il pane o il latte, non aumenta infatti nella stessa proporzione in cui cresce il reddito: oltre una certa soglia, se una famiglia vede raddoppiare o triplicare il proprio reddito, difficilmente raddoppierà o triplicherà anche il consumo di questi beni. Oltre un certo livello di reddito, poi, la domanda di tali beni si *stabilizza*, perché i consumatori non hanno più interesse ad accrescerne il consumo.

Le variazioni del reddito determinano diversificazioni non solo del livello ma anche della *composizione* della spesa.

2.2.1 Beni inferiori VS beni di lusso

Quando aumenta il reddito, la domanda di alcuni beni, che gli economisti definiscono come *beni inferiori*, può addirittura *diminuire*: ciò accade perché le famiglie, disponendo di maggiori risorse economiche, cessano di consumare questi beni preferendo ad essi beni di qualità superiore.

È facile intuire ad esempio che, a fronte di una crescita del reddito familiare, il consumo di alcuni beni inferiori, verrà progressivamente *sostituito* da quello di altri beni di qualità superiore.

2.3 Il ruolo delle M&A nel settore del lusso

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano strumenti fondamentali per la crescita e il consolidamento strategico delle imprese nel settore del lusso. Questo comparto si caratterizza per un'elevata competitività, un forte valore simbolico dei marchi e un'esigenza costante di innovazione ed espansione internazionale. In tale contesto, le M&A offrono l'opportunità di acquisire competenze distintive, accedere a nuovi mercati e potenziare la catena del valore.

A differenza di altri settori, dove le acquisizioni sono spesso orientate alla razionalizzazione dei costi, nel lusso le operazioni strategiche sono motivate dalla volontà di rafforzare l'identità del brand, incrementare il portafoglio prodotti, penetrare segmenti di mercato adiacenti o consolidare la presenza lungo la filiera produttiva e distributiva. L'obiettivo finale è il mantenimento e l'ampliamento del vantaggio competitivo, attraverso la creazione di ecosistemi coerenti e sinergici.

2.3.1 Motivazioni strategiche delle operazioni di M&A

Nel settore del lusso, le motivazioni che spingono le aziende a intraprendere operazioni di M&A si articolano su più livelli:

- *Espansione geografica*: le aziende mirano a penetrare mercati emergenti o rafforzare la presenza in aree strategiche ad alta domanda, come Cina, Medio Oriente e Stati Uniti.
- *Diversificazione e ampliamento dell'offerta*: l'integrazione di marchi con posizionamenti differenti permette di costruire portafogli più robusti, capaci di coprire diverse fasce di prezzo e stili di consumo.
- *Accesso a competenze e know-how*: molte acquisizioni mirano a ottenere artigianalità unica, heritage culturale, oppure tecnologie e capacità digitali difficilmente replicabili.
- *Innovazione e trasformazione digitale*: le M&A rappresentano un canale privilegiato per accelerare la digitalizzazione dei processi, soprattutto in ambito e-commerce, CRM e customer experience.
- *Integrazione verticale*: le aziende del lusso tendono a consolidare la propria catena di approvvigionamento attraverso l'acquisizione di fornitori chiave o di canali distributivi, al fine di garantire qualità, controllo e reattività sul mercato.

2.3.2 Tipologie di sinergie derivanti dalle M&A nel lusso

Le sinergie generate da un'operazione di M&A nel lusso non si limitano alla mera ottimizzazione economica, ma coinvolgono aspetti immateriali e identitari. Esse si possono classificare in:

- Sinergie di costo: attraverso la condivisione di strutture produttive, piattaforme logistiche e servizi centrali, è possibile ottenere economie di scala, ridurre i costi fissi e migliorare l'efficienza operativa.
- Sinergie di ricavo: si manifestano grazie alla possibilità di effettuare cross-selling tra i marchi acquisiti, sviluppare linee complementari di prodotto e accrescere il valore medio del cliente.

- Sinergie intangibili: nel lusso, gli asset immateriali (reputazione, heritage, creatività, capitale umano) giocano un ruolo centrale. L'integrazione di tali asset può rafforzare il posizionamento di mercato e amplificare il valore del brand.
- Sinergie digitali: l'adozione di tecnologie comuni, la condivisione di dati e piattaforme digitali (es. gestione unificata dei clienti, tracciabilità della filiera, utilizzo dell'AI per la personalizzazione dell'offerta) costituiscono leve cruciali per la crescita sostenibile.

L'evidenza empirica della creazione di valore attraverso le fusioni e acquisizioni nell'industria del lusso è limitata. Ciononostante, alcuni studi hanno dimostrato una relazione positiva tra M&A e creazione di valore per le aziende del settore del lusso (Rani et al. 2016; Königs & Schiereck, 2006). Altri studi hanno trovato un legame positivo tra M&A e valore del marchio di lusso (Chung & Kim, 2020).

Per questo, gli studi empirici sono limitati nella loro capacità di identificare specifiche strategie di acquisizione che creano valore. Ciò accade perché le acquisizioni sono disponibili in un'ampia varietà di forme e dimensioni e perché non esiste un modo oggettivo per classificare le acquisizioni in base alla strategia (McKinsey et. al. 2020).

Capitolo 3 – Il mercato del lusso

Nel 2025, il mercato globale dei beni di lusso affronta una fase di transizione caratterizzata da dinamiche economiche complesse. Dopo un periodo di crescita sostenuta, le previsioni indicano una possibile contrazione del mercato, con stime che variano tra un calo del 2% e una crescita moderata del 2% [15]. Le incertezze macroeconomiche, tra cui l'inflazione e le tensioni geopolitiche, stanno influenzando la fiducia dei consumatori e la spesa nel settore del lusso.

Tuttavia, alcuni segmenti del mercato mostrano segnali di resilienza. Il lusso esperienziale, comprendente viaggi, ospitalità e ristorazione d'alta gamma, continua a registrare performance positive, con una domanda crescente per esperienze personalizzate [16]. Inoltre, l'espansione nei mercati emergenti, come la Cina e l'India, offre nuove opportunità di crescita, sebbene la Cina stia attraversando una fase di rallentamento [17]. Infatti, la crescita del mercato del lusso è attribuita al crescente numero di individui facoltosi a livello globale che sono desiderosi di investire in prodotti di lusso ed esperienze indulgenti. Questa tendenza è particolarmente evidente nei mercati emergenti, appunto, con la Cina, che si prevede raddoppierà la sua popolazione milionaria entro il 2026 (Yoojung, 2022).

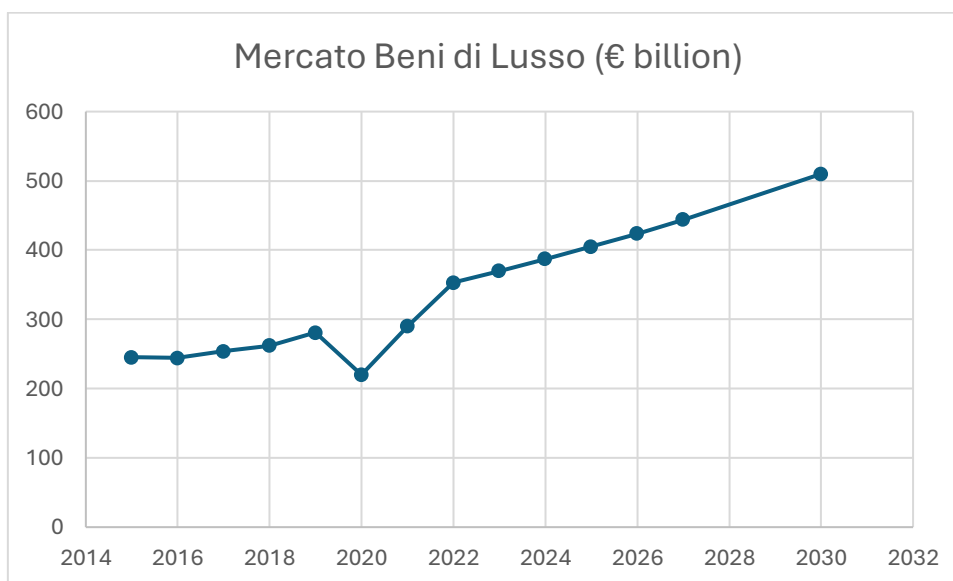
Le aziende del lusso stanno adattando le loro strategie per affrontare queste sfide. L'innovazione creativa, l'adeguamento dei prezzi e l'espansione digitale sono diventati elementi chiave per mantenere la competitività nel mercato globale. Ad esempio, l'acquisizione di Versace da parte di Prada per 1,25 miliardi di euro, approvata dalla Commissione Europea, rappresenta un'importante mossa strategica nel panorama del lusso italiano [18].

Questo capitolo fornirà un'analisi approfondita delle attuali tendenze del mercato del lusso, esaminando le dinamiche economiche, le strategie aziendali e le prospettive future del settore.

Le previsioni per la crescita del mercato del lusso mostrano una varietà di stime, ma la maggior parte degli analisti concorda su una crescita moderata. Secondo i dati di Bain & Company, il mercato dei beni di lusso potrebbe crescere con un CAGR del 5-6% dal 2022 al 2030, raggiungendo una dimensione complessiva di circa 580 miliardi di euro entro il 2030 (Fonte: Bain, 2023).

Altri esperti, come Technivo, hanno previsto un CAGR del 2,7% dal 2022 al 2027, con una dimensione del mercato di circa 403 miliardi di euro nel 2027. Questi tassi di crescita sono influenzati da fattori come l'inflazione e la possibile recessione globale.

Attualmente, la dimensione del mercato è prevista utilizzando un CAGR medio del 4.7% e si prevede che la dimensione del mercato salirà a circa 510 miliardi di euro nel 2030. Ciò rappresenta un mercato in crescita più intenso rispetto al CAGR del 2,8% dal 2015 al 2019.



Molti esperti prevedono che il mercato dei beni di lusso rimarrà forte nonostante l'attuale recessione economica. Di conseguenza, sembra che l'industria sia pronta per un'ondata di fusioni e acquisizioni (Muller & Ponthus, 2023). Inoltre, in risposta alla pandemia di Covid-19, le aziende hanno dovuto adeguare le loro strategie aziendali per riprendersi dall'impatto del nuovo contesto. Ciò ha portato a una tendenza verso l'aumento dei canali di e-commerce e si prevede che la trasformazione digitale continuerà a crescere in popolarità (Faccioli & Sheehan, 2022).

Di seguito (figura 11), viene riportata la timeline di alcune fusioni nel settore moda più importanti nel tempo, in particolare dal 2011 ad oggi:

- 2011 – LVMH → Bulgari
- 2017 – Essilor → Luxottica
- 2017 – Michael Kors (poi Capri Holdings) → Jimmy Choo
- 2018 – Michael Kors (Capri) → Versace.
- 2018 – Richemont → YOOX Net-a-Porter
- 2020 – Moncler → Stone Island
- 2020 – VF Corp → Supreme.
- 2021 – L Catterton (sostenuta da LVMH) → Birkenstock.
- 2021 – LVMH → Tiffany & Co.
- 2022 – Estée Lauder → Tom Ford.
- 2022 – Kering Eyewear → Maui Jim.
- 2023 – L'Oréal → Aēsop (da Natura &Co).
- 2023 – Kering → 30% di Valentino.
- 2023 – Kering Beauté → Creed.
- 2023–2024 – Tapestry → Capri Holdings.
- 2025 – L'Oreal → Kering beauty (incl. Creed) con licenze cinquantennali su brand (es. Gucci, Bottega Veneta, Balenciaga).

Anno	Acquirente	Target	Valore (milioni €)
2011	LVMH	Bulgari	4.300,00 €
2017	Essilor	Luxottica	46.000,00 €
2017	Michael Kors (Capri)	Jimmy Choo	1.350,00 €
2018	Michael Kors (Capri)	Versace	1.830,00 €
2018	Richemont	YOOX Net-a-Porter	2.800,00 €
2020	Moncler	Stone Island	1.150,00 €
2020	VF Corp	Supreme	2.100,00 €
2021	L Catterton	Birkenstock	4.000,00 €
2021	LVMH	Tiffany & Co.	15.800,00 €
2022	Estée Lauder	Tom Ford	2.800,00 €
2022	Kering Eyewear	Maui Jim	1.500,00 €
2023	L'Oréal	Aēsop	2.530,00 €
2023	Kering	Valentino	1.700,00 €
2023	Kering	Creed	3.500,00 €
2023	Tapestry	Capri Holdings	8.500,00 €
2025	L'Oreal	Kering beauty	4.000,00 €

Figura 11. M&A 2011-2025

Capitolo 4 – Caso studio: LVMH

Il capitolo del caso di studio inizia con una descrizione completa di LVMH, che include un'introduzione dell'azienda, la strategia e le motivazioni per le operazioni di fusione e acquisizioni e l'analisi SWOT. Infine, un'analisi della performance che include la performance finanziaria per valutare la performance di LVMH in M&A rispetto al suo concorrente Kering. L'obiettivo è determinare se LVMH ha avuto successo nelle fusioni e acquisizioni rispetto al suo concorrente e se esistono correlazioni tra i successi nelle fusioni e acquisizioni nel settore del lusso.

4.1 Il gruppo LVMH

LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton è un conglomerato multinazionale francese di beni di lusso, con sede a Parigi, in Francia. La società è stata costituita nel 1987 dalla fusione di due aziende francesi di beni di lusso: l'azienda di vini e liquori Moët et Chandon e Hennessy e la casa di moda Louis Vuitton.

Moët et Chandon è stata fondata nel 1743 da Claude Moët, che ha trasformato la sua piccola attività di commercio di vino in uno dei maggiori produttori di champagne al mondo. Hennessy, d'altra parte, è stata fondata nel 1665 da Richard Hennessy, un irlandese che si trasferì a Cognac, in Francia, e iniziò a produrre brandy. Nel 1971, Moët fece una mossa strategica per ampliare la sua gamma di prodotti oltre il semplice champagne, acquisendo Parfums Christian Dior. L'anno successivo si fusero con Hennessy, diventando uno dei principali attori del lussuoso mercato francese. Inizialmente, Louis Vuitton è stata fondata nel 1854 dall'omonimo stilista, che ha iniziato creando borse e valigie per viaggiatori facoltosi. Il marchio è diventato famoso per la sua alta qualità artigianale e i suoi design innovativi, e alla fine si è espanso nella moda e negli accessori. A

seguito della fusione con Moët Hennessy nel 1987, formando appunto il gruppo LVMH, la nuova compagnia divenne da subito il più grande conglomerato di beni di lusso nel mondo.

Attualmente, sta realizzando un portafoglio di 75 marchi di lusso, tra cui le case Christian Dior, Givenchy, Tiffany, Dom Perignon, Sephora e Le Parisien, tra gli altri. Inoltre, è essenziale riconoscere il ruolo significativo svolto da Bernard Arnault, definito il Santo Padre della Moda e attuale CEO, nella storia di LVMH. Originariamente, Arnault è entrato a far parte dell'azienda nel 1989 come azionista di maggioranza e, ad oggi, la famiglia Arnault detiene una quota del 48% del gruppo (Capital IQ). Già nel 1985, poco prima di entrare a far parte del Gruppo LVMH, Arnault colse un'opportunità acquisendo l'azienda tessile Agache-Willot-Boussac in difficoltà. Ha poi venduto tutti i suoi beni, ad eccezione del marchio di moda Christian Dior (Agnew, 2019), che oggi è considerato uno dei maggiori asset del gruppo LVMH. Nel 1989, il gruppo operava in tre dei sei segmenti odierni: Moda e Pelletteria, Vini e Alcolici e Profumi e Cosmetici. Sotto la guida di Arnault, LVMH ha continuato ad accelerare la sua crescita negli anni '90 e 2000, acquisendo una serie di altri marchi di lusso ed espandendosi in nuovi mercati in tutto il mondo.

Oggi, LVMH ha un portafoglio diversificato di marchi e attività in sei diversi segmenti:

- Vini e liquori
- Moda e pelletteria
- Orologi e gioielli
- Vendita al dettaglio selettiva
- Altre attività

LVMH ha 25 case nel segmento vino e liquori, che comprende marchi noti come Moët & Chandon, Krug, Veuve Clicquot, Hennessy e Château d'Yquem, così come i vigneti iconici. Sebbene sia considerato un prodotto di lusso, questo segmento non fa parte dell'industria dei beni di lusso personali. Invece, integra l'industria

dei beni di lusso personali fornendo un portafoglio diversificato. Nonostante sia il segmento più piccolo di LVMH, il vino e gli alcolici contribuiscono per il 7% al totale delle vendite. Il segmento Fashion & Leather Goods è il top performer, con il 48% delle vendite totali. Questo segmento comprende 14 case di moda di lusso, tutte rinomate per la loro eccezionale qualità, artigianalità e design. Tra questi c'è Louis Vuitton, Celine, Fendi, Givenchy, Dior e Marc Jacobs.

Il segmento Profumi e cosmetici è composto da 15 marchi indipendenti, il che lo rende il secondo segmento più grande in termini di numero di marchi. Alcune delle case più note nel settore dei profumi includono Parfums Christian Dior, Parfums Givenchy e Guerlain. Inoltre, ci sono diversi marchi emergenti con un potenziale promettente, come Benefit Cosmetics, Fresh e Make Up For Ever. La quota di fatturato rappresenta il 10%. Nell'ultimo decennio, gli orologi e i gioielli sono diventati un core business per LVMH, contribuendo per il 12% alle vendite totali. I marchi del settore Orologi e Gioielleria di LVMH operano in due segmenti: l'alta orologeria da un lato e la gioielleria e l'alta gioielleria dall'altro. In questo segmento, ci sono un totale di otto case che presentano marchi straordinari come Tiffany & Co., Bulgari, Hublot e TAG Heuer. La vendita al dettaglio selettiva è il secondo segmento che rappresenta il 23% delle vendite totali, in base ai ricavi. Le sei Maison di vendita selettiva del gruppo LVMH hanno l'obiettivo comune di rendere lo shopping un'esperienza distintiva. Queste Maison sono presenti in Europa, nelle Americhe, in Asia e in Medio Oriente e operano in due aree: vendita al dettaglio per i viaggiatori internazionali, tra cui DFS e Miami Cruiseline, e concetti di vendita al dettaglio selettivi, come Sephora e Le Bon Marché Rive Gauche. Infine, il segmento 'Altre attività' comprende sei case che operano nel settore sperimentale del lusso, come l'ospitalità e l'intrattenimento di lusso, e l'editoria. Questo segmento è ancora

nelle sue fasi iniziali e ha iniziato a generare un utile positivo solo nel 2021.

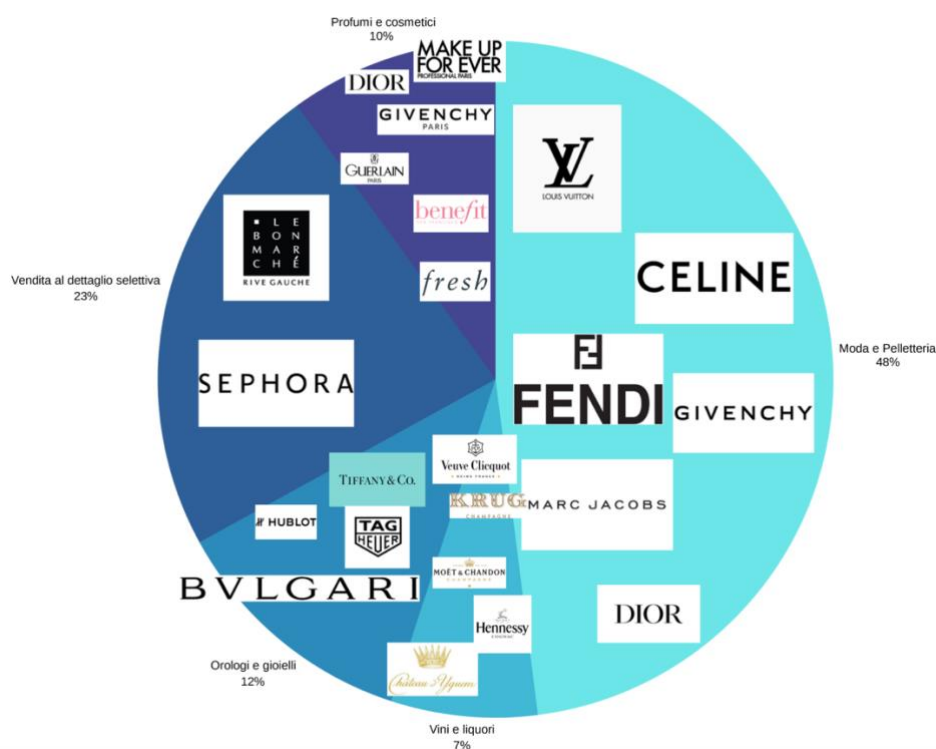


Figura 12. Segmenti di vendita LVMH¹⁰

La Figura 11 mostra i segmenti vendita al dettaglio al 2024, anno in cui LVMH ha registrato un fatturato annuo di 84,7 miliardi di euro e impiega oltre 215.000 persone.

¹⁰ Fonte: elaborazione personale

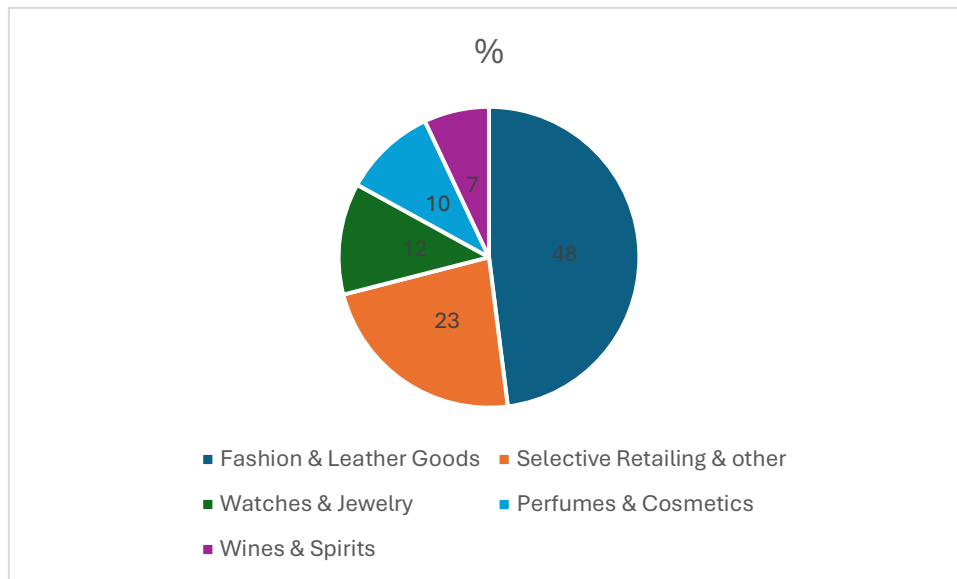


Figura 13. Segmenti di vendita LVMH (2024)¹¹

Oggi, LVMH è l'azienda di maggior successo e influente nel settore del lusso globale, con un valore di mercato di circa 258,9 miliardi di dollari (Bloomberg).

4.2 LVMH: M&A

LVMH ha una lunga storia di fusioni e acquisizioni come strategia per diventare il conglomerato del lusso leader a livello mondiale. La maggior parte del successo del gruppo in termini di fusioni e acquisizioni può essere attribuita ad Arnault, che è l'autore delle operazioni più significative nella storia del gruppo. Questa sezione si concentra sulle operazioni di M&A più significative nella storia di LVMH, ponendo l'accento sulle operazioni più recenti effettuate dal 2013 al 2022 per comprendere la creazione di valore nel periodo 2015-2022. Pertanto, questo elenco non è esaustivo.

Nel 1985, Arnault ha acquisito Christian Dior, una delle principali case di moda del mondo, per circa 170 milioni di euro. L'acquisizione ha segnato un punto di svolta per l'azienda e ha contribuito ad

¹¹ Fonte dati: LVMH report; elaborazione personale

affermare LVMH come uno dei principali attori nel mercato dei beni di lusso, anche se la struttura della holding era piuttosto complicata. Pertanto, la famiglia Arnault ha voluto assumere il pieno controllo di Christian Dior per sfruttare l'"alto potenziale di crescita" nel 2017. La famiglia Arnault deteneva in precedenza il 74% della holding, Christian Dior SA, ma voleva "dimostrare il proprio impegno" acquisendo il restante 26% e dunque la piena proprietà del marchio. La transazione ha contribuito a semplificare l'associazione di LVMH con Christian Dior, acquistando gli azionisti di minoranza per 260 euro per azione, rivelando un valore di 6,5 miliardi di euro (Paton, 2017). Questa mossa ha permesso all'intero marchio Christian Dior di entrare a far parte del gruppo LVMH, comprese le sue collezioni di abbigliamento di alta gamma, pelletteria, abbigliamento maschile e femminile e calzature (Agence France-Presse, 2017). L'operazione ha contribuito a rafforzare il segmento Fashion & Leather goods del gruppo.

Nel 1987, invece, la fusione tra la casa di moda Louis Vuitton e l'azienda di vini e liquori Moët et Chandon e Hennessy ha gettato le basi per il gruppo LVMH come lo conosciamo oggi. Louis Vuitton è il marchio di punta del Gruppo e ha un valore del marchio di circa 22,3 miliardi di euro, secondo Statista. Inoltre, l'operazione includeva la titolarità esclusiva del noto marchio di champagne, Dom Pérignon, che produce esclusivamente champagne d'annata ed è oggi considerato uno dei marchi di champagne più popolari al mondo.

Sephora: nel 1997, LVMH acquisisce Sephora, multinazionale francese di prodotti di bellezza e profumi, nota per il suo modello di vendita al dettaglio innovativo e la sua ampia selezione di prodotti di una varietà di marchi. LVMH ha acquisito per la prima volta una partecipazione in Sephora nel 1997 e successivamente ha aumentato la sua partecipazione al 100% nel 2014. Sephora è attualmente uno dei principali rivenditori globali e svolge un ruolo

significativo nel segmento Selected Retailing del gruppo, generando vendite per circa 8,5 miliardi di euro nel 2022 (Pereira, 2023).

Fendi: nel 1999, LVMH ha acquisito una partecipazione del 51% in Fendi, il marchio italiano di moda e accessori, in una joint venture con Prada per circa 525 milioni di euro (CNN). L'acquisizione ha permesso a LVMH di accedere al portafoglio di prodotti di lusso di Fendi e ha contribuito a rafforzare la sua posizione nel segmento della moda e della pelletteria. Tuttavia, nel 2002 Prada ha venduto la sua quota del 25,5% a LVMH per 295 miliardi di euro, diventando il gruppo il proprietario di maggioranza di Fendi (Plumb, 2001).

TAG Heuer: nel 1999, LVMH ha acquisito anche il produttore svizzero di orologi di lusso Tag Heuer per 746 milioni di euro. L'acquisizione ha permesso al gruppo di espandersi nel mercato degli orologi di lusso. Arnault ha dichiarato: "La combinazione dei reciproci punti di forza specifici si tradurrà nella creazione di una solida base per un ulteriore sviluppo del settore". (Buckingham, 1999). L'accordo rifletteva una tendenza già crescente delle aziende dell'industria del lusso ad acquistare marchi piccoli ma forti per estendere il loro portafoglio di prodotti o spostarsi in nuovi segmenti (Beck & Barrett, 1999).

Bulgari: l'acquisizione di Bulgari da parte di LVMH è una delle operazioni più importanti nel settore dei beni di lusso. Bulgari è un marchio di lusso italiano noto per i suoi gioielli, orologi e accessori di fascia alta. LVMH ha acquisito Bulgari nel 2011 per circa 3,7 miliardi di euro (Reuters, 2011), rendendola la più grande acquisizione nella storia di LVMH all'epoca. L'aggiunta di Bulgari è stata una mossa strategica per LVMH, in quanto ha contribuito a diversificare il portafoglio di marchi di lusso dell'azienda e ad espandere la sua presenza nel segmento Orologi e gioielli. Sotto la proprietà di LVMH, Bulgari ha continuato a crescere ed espandersi

a livello globale è presente in oltre 100 paesi ed è considerato un successo per LVMH, contribuendo alla sua crescita e al suo successo nel settore del lusso personale.

Loro Piana: LVMH ha acquisito una partecipazione dell'80% in Loro Piana, azienda italiana di moda e tessile di lusso nota per i suoi prodotti di alta gamma in cashmere e lana, per 2 miliardi di euro nel 2013. L'acquisizione di Loro Piana è stata una mossa strategica per LVMH. Ciò ha permesso all'azienda di espandere la propria presenza nel mercato della moda di lusso e di diversificare ulteriormente il proprio portafoglio di marchi nel segmento. Ciò è stato ulteriormente supportato dalle acquisizioni di marchi di moda più piccoli come JW Anderson e Nicholas Kirkwood, durante lo stesso anno per un importo non divulgato o insignificante.

Rimowa: nel 2017, LVMH ha acquisito una partecipazione dell'80% nel marchio tedesco di valigeria Rimowa per 640 milioni di euro. Rimowa è un produttore di valigie innovativo, rinomato per il suo design iconico e la sua artigianalità. Le acquisizioni hanno permesso a LVMH di attingere alla crescente domanda di valigie di fascia alta tra i viaggiatori facoltosi e di espandere la sua offerta di prodotti oltre la moda e la pelletteria. In questo modo, rafforzare la sua presenza nel settore dei viaggi.

Maison Francis Kurkdjian: nel 2017 LVMH ha acquisito una quota di maggioranza della casa di lusso francese Maison Francis Kurkdjian per un importo non divulgato. Francis Kurkdjian è un profumiere molto rispettato che ha creato fragranze per molti marchi noti e la sua omonima casa di profumi è nota per i suoi profumi eleganti e sofisticati. La Maison Francis Kurkdjian ha continuato a operare in modo indipendente sotto la proprietà di LVMH, mentre Kurkdjian è rimasto come direttore creativo e ha continuato a sviluppare nuove fragranze per il marchio. LVMH ha acquisito

strategicamente la Maison Francis Kurkdjian per espandere la sua presenza nel segmento dei profumi di lusso.

Belmond: nel 2019, LVMH ha acquisito Belmond, pioniere degli hotel e dei viaggi di lusso, per circa 3,2 miliardi di dollari. L'acquisizione ha fornito a LVMH un portafoglio di 45 iconici hotel, ristoranti, strutture ferroviarie e di crociere fluviali in tutto il mondo e ha aumentato significativamente la presenza di LVMH nel mondo dell'ospitalità. Belmond è superiore nel competitivo mercato del lusso sperimentale, in testa rispetto ai suoi concorrenti, ad esempio Four Seasons. Pertanto, l'accordo rappresenta un'acquisizione strategica essenziale per LVMH per entrare nel segmento del lusso sperimentale e allinearsi con il futuro dell'industria del lusso (Danziger, 2018).

Tiffany & Co.: nel 2021, LVMH ha acquisito Tiffany & Co. per 13,4 miliardi di euro, segnando una delle transazioni più significative nel settore dei beni di lusso e la più grande acquisizione di LVMH fino ad oggi. L'acquisizione è stata motivata da diversi fattori, tra cui il desiderio di LVMH di espandere la propria presenza nel mercato della gioielleria di alta gamma e di rafforzare la propria presenza negli Stati Uniti. Tiffany & Co. è un marchio consolidato e molto rispettato nel settore della gioielleria, con una lunga storia e una reputazione di qualità e lusso. Con l'acquisizione di Tiffany, LVMH è stata in grado di attingere alla crescente domanda di gioielli di alta gamma e di ampliare la propria offerta di prodotti in questo segmento. Inoltre, l'acquisizione di Tiffany & Co. ha dato a LVMH una maggiore esposizione al mercato degli Stati Uniti, il più grande mercato mondiale per i beni di lusso. Tiffany ha una forte presenza negli Stati Uniti, con oltre 300 negozi a livello nazionale, ed è considerato un marchio americano iconico.

Con l'acquisizione di Tiffany, LVMH è stata in grado di affermarsi in questo importante mercato e di diversificare ulteriormente la propria

portata geografica. Nel complesso, l'acquisizione è stata guidata da una visione strategica volta a rafforzare la propria posizione nel settore dei beni di lusso personali e ad espandere la propria offerta di prodotti nei segmenti ad alta crescita.

Nel complesso, LVMH ha acquisito per migliorare la sua posizione nel settore dei beni di lusso, espandere l'offerta in aree ad alta crescita, diversificare il suo portafoglio di marchi e raggiungere nuovi mercati e clienti.

4.3 Analisi SWOT

Per intraprendere un'analisi SWOT completa, è indispensabile comprendere i principi fondamentali del modello di business unico di LVMH, che si fonda su sei pilastri:

1. Organizzazione decentralizzata
2. Integrazione verticale
3. Sostenere la salvezza
4. Crescita organica
5. Creare sinergie
6. Equilibrio tra segmenti di business e aree geografiche.

Il primo pilastro è una struttura organizzativa decentralizzata, in cui ogni marchio opera in modo indipendente e ha la propria direzione creativa, il proprio team di gestione e le proprie strutture di produzione. Tuttavia, il gruppo fornisce un supporto centrale in aree come la finanza, il marketing e la distribuzione. Il secondo pilastro è l'integrazione verticale, che consente il controllo su ogni aspetto della catena del valore e l'attenta gestione dell'immagine del marchio. Il terzo pilastro è la salvaguardia del savoir-faire e del savoir-faire, con LVMH e i suoi marchi che promuovono i mestieri artigianali e le professioni del design tra le giovani generazioni. "Savoir-faire" è un termine francese che significa "know-how" o "abilità". Nel contesto dei beni di lusso e della moda, si riferisce alle competenze specialistiche e all'artigianalità necessarie per creare

prodotti di alta qualità. Il quarto pilastro è l'impegno per la crescita organica, con risorse significative dedicate allo sviluppo dei marchi e al supporto della crescita professionale dei dipendenti. I flussi di entrate di LVMH provengono da vari canali, tra cui le vendite al dettaglio, la distribuzione all'ingrosso e gli accordi di licenza. Per quanto riguarda la vendita al dettaglio, LVMH opera attraverso i propri negozi, situati nei quartieri dello shopping di fascia alta di tutto il mondo. Il quinto pilastro è creare sinergie attraverso la condivisione delle risorse nel rispetto dell'identità e dell'autonomia dei singoli brand. Il sesto e ultimo pilastro è il mantenimento dell'equilibrio tra i segmenti di attività e le aree geografiche, consentendo a LVMH di resistere all'impatto dei mutevoli fattori economici. Il modello di business di LVMH è quello di potenziare la struttura organizzativa e il portafoglio di marchi esistenti al fine di coltivare relazioni più solide con i clienti. Al momento dell'acquisizione, le società vengono incorporate nelle "LVMH Houses" e sono quindi intrise di proposte di valore avanzate e capacità di segmento di clientela, rafforzando sia l'organizzazione acquisita che LVMH nel suo complesso (Secher & Horley, 2017).

4.3.1 Strenghts

Uno dei maggiori vantaggi di LVMH è il suo portafoglio diversificato di marchi di lusso. Con 75 marchi nel suo portafoglio, LVMH offre un'ampia gamma di prodotti ed esperienze ai consumatori. Pertanto, LVMH beneficia di un portafoglio diversificato di marchi che fornisce anche protezione contro i cambiamenti delle tendenze dei consumatori. Inoltre, LVMH ha un vantaggio in termini di riconoscimento del marchio che gli consente di soddisfare una vasta gamma di preferenze dei consumatori e di fidelizzarli. L'azienda ha un modello di business diversificato, che le consente di operare in più segmenti di lusso. Inoltre, l'azienda dispone di vari canali di distribuzione, tra cui negozi fisici, negozi online e travel retail. Le

continue strategie di fusione e acquisizione aumenteranno la forza. LVMH ha una forte strategia di marketing e pubblicità che risuona con i suoi consumatori target. Le pubblicità dell'azienda sono spesso innovative e di grande impatto visivo, il che aiuta a creare consapevolezza del marchio e ad attirare i consumatori.

4.3.2 Weaknesses

La vera debolezza per LVMH è la forte dipendenza da alcuni marchi chiave per una parte significativa delle entrate.

Infatti, le entrate di LVMH dipendono fortemente da alcuni marchi chiave come Louis Vuitton, Christian Dior e Fendi. Ciò significa che l'azienda è vulnerabile ai cambiamenti nelle preferenze e nelle tendenze dei consumatori, che potrebbero avere un impatto negativo sui suoi ricavi. I prodotti di lusso sono costosi, il che significa che potrebbero essere inaccessibili per molti consumatori. Ciò potrebbe limitare la base di clienti dell'azienda e influire sulle sue entrate. Man mano che LVMH espande la produzione per soddisfare la crescente domanda potrebbe diventare più difficile mantenere la qualità e l'esclusività dei suoi prodotti. Ciò potrebbe avere un impatto negativo sull'immagine del marchio dell'azienda e attirare i consumatori. L'importante acquisizione di Tiffany da parte di LVMH ha incrementato le vendite, con tassi di crescita riportati per il 2021 e il 2022 rispettivamente del 167% e del 18%. Nonostante l'acquisizione di Tiffany da parte di LVMH, il segmento orologi e gioielli rappresenta solo il 13% delle vendite totali del gruppo nell'anno fiscale 2022. Il settore è dominato da aziende provenienti dalla Cina e dall'India, grazie alle produzioni a basso costo, e dalla Svizzera grazie alla sua ben nota alta qualità. I concorrenti effettuano investimenti più mirati in questo segmento rispetto a LVMH, concentrandosi su investimenti diversificati. Un portafoglio marchi diversificato può essere considerato un punto di forza significativo, ma allo stesso tempo un punto debole. Un'eccessiva diversificazione può portare a una perdita di concentrazione sul proprio core business e i conglomerati hanno complessivamente

sottoperformato le società più focalizzate sia nella crescita e nei rendimenti del capitale, sia nel mercato azionario, secondo McKinsey (Cyriac et. al., 2012).

4.3.3 Opportunities

Aumento della domanda di beni di lusso nei mercati emergenti, come Cina e India. Nel 2021, la Cina ha rappresentato il 21% delle vendite globali di lusso personale e si prevede che crescerà rapidamente nel prossimo decennio. Ciò rappresenta un'opportunità per LVMH di espandere la propria presenza in questi mercati e attingere a nuovi segmenti di consumatori. LVMH ha il potenziale per espandere la sua presenza nel settore del lusso e acquisire nuovi marchi di lusso nel suo portafoglio. La crescita dell'e-commerce e del marketing digitale rappresenta un'opportunità per LVMH di raggiungere una fascia di consumatori più ampia e di espandere la propria presenza online. Investendo in metodi di produzione sostenibili e promuovendo standard etici, LVMH ha il potenziale per attrarre una nuova generazione (millennial e Gen-Z) di consumatori disposti a pagare un premio per prodotti in linea con i loro valori. Parlando di millennial e Gen-Z, la percezione del lusso da parte delle giovani generazioni sta cambiando; quindi, il concetto di lusso non riguarda più solo l'acquisto di oggetti tangibili, ma anche esperienze, viaggi e momenti instagrammabili (Danziger, 2018). LVMH potrebbe espandere la sua presenza nel lusso esperienziale con l'acquisizione di ristoranti e hotel di lusso in posizioni privilegiate. Inoltre, la continua attività di M&A di LVMH offre un'opportunità di crescita continua, consentendo all'azienda di avventurarsi in nuovi segmenti di prodotto o di rafforzare quelli esistenti.

4.3.4 Threats

LVMH opera in un settore altamente competitivo e deve affrontare la concorrenza sia di marchi di lusso affermati che di nuovi entranti, quindi esiste un'elevata barriera all'ingresso. Questa concorrenza

può portare a una pressione sui prezzi e a una riduzione dei margini di profitto. I beni di lusso sono spesso i primi a essere colpiti durante le recessioni economiche, poiché i consumatori possono dare la priorità alla spesa per i beni di prima necessità rispetto agli articoli discrezionali. Un'altra recessione economica può portare a una riduzione della domanda di prodotti LVMH e a una diminuzione dei ricavi. L'instabilità politica, i cambiamenti nelle normative o i cambiamenti nel comportamento dei consumatori in questi mercati potrebbero avere un impatto significativo sull'attività di LVMH. I consumatori sono sempre più consapevoli delle questioni ambientali e l'industria del lusso ha dovuto affrontare critiche per il suo contributo ai rifiuti e all'inquinamento. LVMH potrebbe dover affrontare sfide nel soddisfare le normative ambientali e le aspettative dei consumatori, il che potrebbe portare a danni alla reputazione e a una diminuzione della domanda per i suoi prodotti. Una minaccia significativa per LVMH è quella di danneggiare la sua reputazione a causa di acquisizioni ostili. Pertanto, LVMH ha una storia di acquisizioni ostili. Ad esempio, nel 2011, LVMH ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto ostile per il marchio di lusso italiano Bulgari. L'acquisizione ebbe successo, ma solo dopo una battaglia controversa con la famiglia Bulgari, che inizialmente si oppose all'acquisizione. Un altro tentativo di acquisizione ostile include il marchio di moda, Hermès, che si è concluso con una causa pubblica con LVMH multata di 13,2 milioni di dollari. Pertanto, le acquisizioni ostili possono comportare costi finanziari significativi, come l'aumento dei livelli di debito, la diluizione del valore per gli azionisti e le multe.

4.4 Il gruppo Kering

Kering SA è un gruppo multinazionale francese di beni di lusso specializzato in moda, pelletteria e gioielleria. Il gruppo detiene un portafoglio di diversi marchi di moda e lusso di fascia alta, tra cui

Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta, Balenciaga, Alexander McQueen, Brioni, Boucheron, Pomellato, DoDo, Qeelin e Kering Eyewear (Kering, 2023). Kering è una società pubblica quotata alla borsa Euronext di Parigi dal 1988. Il modello di business di Kering si basa su una struttura a conduzione familiare, che consente un processo decisionale rapido. La famiglia Pinault detiene una quota del 42% nel Gruppo, che ha una capitalizzazione di mercato di 68,87 miliardi di euro (4 maggio 2023). Il gruppo globale del lusso è stato inizialmente fondato nel 1963 come società di commercio di legname, ma negli anni '90 ha spostato la sua attenzione sui beni di lusso e ha acquisito diversi marchi di alto profilo. Kering ha consolidato la sua presenza nel settore del lusso acquisendo una partecipazione del 42% nel Gruppo Gucci nel 1999. Il gruppo Gucci possedeva diversi marchi di fascia alta, tra cui Gucci, Yves Saint Laurent, Bottega Veneta e Alexander McQueen, all'interno dell'industria del lusso personale. Nei due anni successivi, nel 2000 Kering ha acquisito due case di gioielleria di alto livello, Boucheron e Bedat & Co. Seguono le acquisizioni delle case di moda e pelletteria di alta gamma Bottega e Balenciaga, insieme a una partnership con Alexander McQueen, nel 2001. François-Henri Pinault (Pinault) ha assunto la carica di Presidente e CEO dell'azienda nel 2005. Da allora, ha trasformato con successo l'azienda in un gruppo globale del lusso, cedendo attività commerciali non correlate e acquisendo rinomati marchi di lusso. Nel corso degli anni 2000 ha spostato la sua attenzione e ha acquisito aziende sportive e di lifestyle, come The Sportsman's Guide e Puma rispettivamente nel 2006 e nel 2007. Tuttavia, il gruppo ha iniziato a ridurre la sua partecipazione nel marchio Puma nel 2018, più di un decennio dopo aver investito in esso. Nel 2021 ha venduto una quota del 5,9% di Puma per 805 milioni di euro, per aumentare la liquidità dell'azienda per potenziali acquisizioni (Rascouet, maggio 2021). Passiamo al 2013, anno in cui il gruppo ha cambiato nome in Kering, ma ha anche effettuato diverse acquisizioni significative. Le acquisizioni del marchio cinese

di alta gioielleria Qeelin, insieme ai due gruppi di gioielleria Pomellato e DoDo, hanno segnato l'ingresso di Kering nel segmento Orologi e Gioielleria. Inoltre, l'elenco delle transazioni comprendeva l'acquisizione di una quota di maggioranza del marchio di stilisti di lusso Christopher Kane e della conceria France Croco, che ha garantito un approvvigionamento costante di materie prime ai suoi vari marchi. Il gruppo ha iniziato la sua attività di occhiali, Kering Eyewear, nel 2014 ed è cresciuto in modo esponenziale, raggiungendo 1 miliardo di euro di vendite entro il 2022. La divisione eyewear si occupa della distribuzione, dello sviluppo e del design delle collezioni eyewear di numerosi marchi di lusso di proprietà del gruppo, come Gucci, Cartier, Saint Laurent e Balenciaga. Dal 2021 al 2023, il gruppo ha effettuato tre acquisizioni nel segmento dell'occhialeria, tra cui Usinage Et Nouvelles Technologies (UNT), Maui Jim e Lindberg per rafforzare e far crescere ulteriormente la sua presenza nel segmento dell'occhialeria. Il portafoglio di marchi multipli di Kering consente al Gruppo di utilizzare strategie sia centralizzate che decentralizzate, con conseguenti vari effetti sinergici, come lo sfruttamento delle economie di scala nel branding, nelle reti di distribuzione e nel marketing. Ogni marchio di lusso nel portafoglio di Kering opera in modo indipendente, consentendo elevati standard di creatività, innovazione e agilità. Oggi, Kering è il secondo conglomerato del lusso più grande con una presenza in oltre 120 paesi e circa 47.000 dipendenti in tutto il mondo. Kering opera principalmente in due settori dell'industria del lusso: Fashion & Leather Goods, che comprende 6 case di moda e 17 marchi di occhiali, e Watches & Jewelry, che comprende quattro marchi di gioielleria. Il gruppo ha raggiunto un fatturato di 20 miliardi di euro nell'anno fiscale 2024, con il segmento Fashion & Leather Goods che è stato il segmento più performante, rappresentando il 64% delle vendite totali, e Gucci che è stato il principale motore delle vendite di circa il 45%. Nel complesso, Kering è considerato un conglomerato multiplo di beni di lusso pari a LVMH e si differenzia per il suo

segmento di occhiali da sole ancora in crescita. Infine, Pinault ha dichiarato in un'intervista a novembre 2022 che le fusioni e acquisizioni sono una parte importante della strategia dell'azienda per il futuro. L'azienda ha un approccio razionale all'M&A: "stiamo costruendo un gruppo basato su un portafoglio di marchi complementari, che occupano gli stessi segmenti di mercato che hanno il potenziale di crescita" (Pinault, 2022).



Figura 14. Segmenti di vendita Kering¹²

4.5 Analisi e confronto LVMH vs Kering

Si intendono, in questo paragrafo, confrontare le prestazioni del gruppo LVMH e del gruppo Kering in termini di creazione di valore in M&A.

Nel mondo del lusso, LVMH e Kering rappresentano due dei più grandi e influenti attori del settore. Nonostante entrambi operino nel medesimo mercato, le loro strategie aziendali e il loro approccio alle acquisizioni e al posizionamento delle loro maison differiscono

¹² Fonte: elaborazione personale

significativamente. Questa sezione mira a confrontare le due aziende sotto vari aspetti cruciali, tra cui la loro struttura, crescita, strategie di acquisizione, performance finanziaria e impatti sul mercato.

4.5.1 Struttura e crescita di LVMH e Kering

LVMH (Moët Hennessy Louis Vuitton) è il più grande conglomerato mondiale nel settore del lusso, con un portafoglio che include marchi prestigiosi in diversi segmenti: moda, pelletteria, profumeria, vini e liquori, orologi e gioielli. LVMH è noto per la sua strategia di diversificazione, con una presenza significativa in molteplici aree, il che lo rende meno vulnerabile alle fluttuazioni di un singolo settore. Un esempio significativo di questa strategia è l'acquisizione di Tiffany & Co. nel 2021, che ha rafforzato ulteriormente la sua posizione nel settore della gioielleria di alta gamma.

Kering, d'altra parte, ha scelto un modello più focalizzato. Sebbene anch'esso possieda una vasta gamma di marchi nel settore del lusso, ha concentrato la sua attenzione su pochi marchi di moda iconici e di alta pelletteria, come Gucci, Saint Laurent, Bottega Veneta e Balenciaga. La recente decisione di vendere la divisione bellezza a L'Oréal nel 2025 riflette il desiderio di concentrarsi maggiormente sui segmenti che ritiene avere un potenziale maggiore di crescita, come la moda e la pelletteria.

4.5.2 Strategie di acquisizione

Le strategie di acquisizione di LVMH e Kering sono diverse, ma entrambe mirano a consolidare il loro dominio nel mercato globale del lusso. LVMH ha una lunga tradizione di acquisizioni strategiche, mirando a marchi storici e rinomati che possano apportare valore sia in termini di notorietà che di expertise. L'acquisizione di Tiffany, ad esempio, ha permesso a LVMH di rafforzare la sua posizione nel segmento della gioielleria di lusso, un settore in rapida crescita. Kering ha seguito una strategia di acquisizione più selettiva. Pur

avendo acquisito marchi come Boucheron e Pomellato nel settore della gioielleria, ha evitato acquisizioni su larga scala. La vendita della sua divisione bellezza e il focus su marchi di moda iconici e di alta pelletteria come Gucci e Saint Laurent dimostrano l'intenzione di concentrarsi su settori più specifici e ad alto margine, riducendo al contempo la complessità gestionale.

4.5.3 Performance finanziaria

LVMH ha mostrato una crescita costante dei ricavi, con il gruppo che nel 2024 ha superato i 75 miliardi di euro in ricavi, grazie a una forte performance nel segmento della moda e pelletteria, che rappresenta oltre il 60% dei ricavi totali. La sua capitalizzazione di mercato, che ha raggiunto oltre 400 miliardi di euro, riflette la sua resilienza e l'efficacia della sua strategia di acquisizione e diversificazione.

Kering ha visto una crescita robusta, seppur inferiore rispetto a LVMH, con ricavi che si aggirano intorno ai 19 miliardi di euro nel 2024. Nonostante ciò, la sua strategia mirata a marchi ad alto valore come Gucci le ha permesso di ottenere margini elevati e un ritorno significativo sugli investimenti. La performance di Gucci, che da sola rappresenta circa il 40% dei ricavi di Kering, è stata il motore principale della crescita del gruppo.

4.5.4 Impatti delle acquisizioni sul mercato e sul brand

Le acquisizioni hanno un impatto diretto sul posizionamento di mercato dei due gruppi. LVMH, grazie alle sue acquisizioni, ha potuto estendere la sua influenza in diversi settori, mantenendo la sua immagine di conglomerato di lusso diversificato. Tuttavia, questo approccio ha anche portato a una certa diluizione dell'identità di alcuni marchi che, pur essendo prestigiosi, potrebbero trovarsi sotto la gestione di un gigante troppo grande e diversificato.

Kering, al contrario, ha preferito preservare l'identità di ciascun marchio sotto il suo controllo, privilegiando il focus sulla qualità e sull'innovazione. La scelta di concentrarsi su pochi marchi, senza espandere troppo il portafoglio, ha consentito di mantenere un controllo maggiore sulla coerenza del brand e sull'esperienza del cliente.

4.5.5 Analisi dell'Impatto delle Acquisizioni sull'EBITDA di LVMH e Kering (2017–2019)

Nel periodo compreso tra il 2017 e il 2019, le acquisizioni effettuate da LVMH e Kering hanno avuto un impatto significativo sulla performance finanziaria delle due aziende, come evidenziato dall'andamento dell'EBITDA.

Per quanto riguarda LVMH, l'acquisizione di Christian Dior Couture nel 2017 ha rappresentato un passo fondamentale nella consolidazione del suo portafoglio di marchi, contribuendo a un aumento dell'EBITDA del 14,3% rispetto all'anno precedente. L'integrazione di Dior ha infatti ampliato le linee di prodotto e incrementato l'efficienza operativa, consolidando ulteriormente la leadership di LVMH nel settore del lusso.

Euro millions	2016	2017	% change
Revenue	37 600	42 636	+ 13 %
Profit from recurring operations	7 026	8 293	+ 18 %
Group share of net profit	3 981	5 129	+ 29 %
Free cash flow*	3 974	4 754	+ 20 %
Net financial debt	3 265	7 178	+ 120 %
Total equity	27 903	30 260	+ 8 %

* Before available for sale financial assets and investments, transactions relating to equity and financing activities

Figura 15. LVMH's results¹³

Nel 2018, l'acquisizione di Belmond, con l'ingresso nel settore dell'ospitalità di lusso, ha diversificato le fonti di reddito e ha contribuito a una crescita dell'EBITDA del 20,6%. Altra crescita significativa è stata quella registrata nel 2019, anno in cui LVMH ha acquisito Tiffany & Co. per 16,2 miliardi di dollari, ampliando la sua presenza nel settore della gioielleria. Questa acquisizione ha avuto un impatto positivo sull'EBITDA, che è aumentato del 15,1% rispetto al 2018, riflettendo la capacità di LVMH di integrare con successo nuove entità e sfruttare sinergie operative.



Figura 16. LVMH's profit from recurring operations¹⁴

¹³ Fonte: https://www.lvmh.com/en/publications/2017-record-results?utm_

¹⁴ Fonte: https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/Zmg49Zm069VX1ofA_lvmh_documents-financiers_2019-va.pdf

Parallelamente, Kering ha mostrato un trend di crescita dell'EBITDA, con un incremento del 46,6% nel 2018 e del 18,3% nel 2019. Nel 2017, l'acquisizione di Christopher Kane ha segnato l'ingresso di Kering nel mercato della moda britannica, contribuendo a un aumento dell'EBITDA. Nel 2018, Kering ha ceduto la sua partecipazione in PUMA, ma l'operazione ha generato un guadagno netto significativo, che ha contribuito alla crescita dell'EBITDA. Nel 2019, l'acquisizione di Kering Eyewear ha avuto un impatto positivo sull'EBITDA, con l'espansione del portafoglio nel settore degli occhiali di lusso. In generale, le acquisizioni di Kering hanno avuto un impatto diretto sulla sua capacità di espandere la propria presenza nei mercati internazionali, incrementando le performance finanziarie e migliorando l'efficienza operativa.



Key financial indicators

(in € millions)

	2018	2017 ⁽¹⁾	Change ⁽²⁾
Revenue	13,665.2	10,815.9	+26.3%
Recurring operating income	3,943.8	2,690.7	+46.6%
<i>As a % of revenue</i>	<i>28.9%</i>	<i>24.9%</i>	<i>+4.0 pts</i>
Net income, Group share	3,714.9	1,785.6	+108.1%
Recurring net income, Group share⁽³⁾	2,816.7	1,886.6	+49.3%

Figura 17. Kering's financial indicators¹⁵

¹⁵ Fonte: https://www.kering.com/api/download-file/?path=An_outstanding_2018_performance_e318bb8ee2.pdf&utm



Key financial indicators

	2019	2018 restated under IFRS 16 ⁽¹⁾	Change	2018 reported
(in € millions)				
Revenue	15,883.5	13,665.2	+16.2%	13,665.2
Recurring operating income as a % of revenue	4,778.3 30.1%	3,994.9 29.2%	+19.6% +0.9 pts	3,943.8 28.9%
EBITDA as a % of revenue	6,023.6 37.9%	5,092.8 37.3%	+18.3% +0.6 pts	4,435.7 32.5%
Net income, Group share	2,308.6	3,688.0	-37.4%	3,714.9
Recurring net income, Group share⁽²⁾	3,211.5	2,789.8	+15.1%	2,816.7

Figura 18. Kering's financial indicators

Queste acquisizioni strategiche hanno contribuito in modo sostanziale all'aumento dell'EBITDA di entrambe le aziende, sottolineando l'importanza delle operazioni di M&A (fusioni e acquisizioni) nel settore del lusso. Le acquisizioni non solo hanno permesso a LVMH e Kering di diversificare il loro portafoglio e di entrare in nuovi segmenti di mercato, ma hanno anche rafforzato la loro posizione competitiva, permettendo loro di beneficiare di economie di scala, sinergie operative e di una maggiore integrazione tra i vari marchi. Di conseguenza, le operazioni di M&A hanno avuto un impatto positivo e duraturo sulle performance finanziarie di entrambi i gruppi, testimoniando l'efficacia delle strategie di crescita attraverso acquisizioni nel settore del lusso.

Capitolo 5 - Conclusioni

Il settore del lusso è caratterizzato da dinamiche di mercato altamente competitive e in continua evoluzione. Le operazioni di fusioni e acquisizioni sono diventate uno degli strumenti principali per le grandi aziende di lusso, come LVMH e Kering, per espandere il loro portafoglio di marchi, consolidare la loro posizione nei mercati esistenti e conquistare nuovi segmenti di mercato. Le due aziende rappresentano modelli distinti di crescita e gestione, ma entrambe hanno dimostrato una capacità straordinaria di adattarsi alle sfide di un mercato globale in rapida evoluzione.

Nel contesto delle M&A nel settore del lusso, LVMH e Kering hanno dimostrato come una strategia di acquisizioni mirate possa contribuire significativamente alla crescita.

LVMH, con il suo approccio diversificato, ha consolidato la sua posizione dominante nel mercato globale attraverso l'acquisizione di marchi storici e prestigiosi, come Tiffany & Co. e Fendi, rafforzando la sua presenza non solo nel segmento della moda e della pelletteria, ma anche nei settori della gioielleria e dei vini. La sua strategia di espansione globale ha permesso a LVMH di diversificare i rischi e di affrontare in modo più resiliente le fluttuazioni economiche, beneficiando della sinergia tra i vari marchi del portafoglio.

Kering, invece, ha seguito una strategia più selettiva, concentrandosi su pochi marchi di alta moda e pelletteria. Acquisizioni come quelle di Boucheron e Pomellato hanno permesso al gruppo di rafforzare la sua posizione nel segmento della gioielleria, ma la scelta di concentrarsi su marchi già affermati e innovativi, come Gucci e Saint Laurent, ha conferito a Kering una coerenza e un'identità distintiva. Inoltre, la decisione di vendere la sua divisione bellezza a L'Oréal nel 2025 indica la volontà di semplificare la struttura del gruppo e di concentrarsi su aree con maggiori margini di crescita.

In generale, entrambe le aziende hanno usato le M&A non solo per espandersi, ma anche per ottimizzare i propri processi interni, migliorando l'efficienza e la sinergia tra i diversi marchi all'interno dei loro portafogli.

Le sinergie create dalle M&A

Le operazioni di M&A nel lusso non si limitano ad aumentare il portafoglio di marchi, ma creano anche sinergie operative che generano valore per le aziende acquisite e per il gruppo nel suo complesso. LVMH ha saputo sfruttare queste sinergie attraverso economia di scala nei settori chiave come la produzione, il marketing e la distribuzione. La condivisione delle risorse e la creazione di piattaforme comuni per i marchi del gruppo hanno permesso a LVMH di ridurre i costi operativi e migliorare l'efficienza, aumentando così i margini di profitto complessivi.

D'altro canto, Kering ha creato sinergie intellettuali e creative più che operative. La focalizzazione su marchi con identità forti e distinte ha reso possibile l'integrazione tra i brand senza comprometterne l'autonomia e la creatività. Il gruppo ha infatti messo in atto una strategia di gestione centrata sui talenti, dove ogni marchio conserva la propria autonomia stilistica e produttiva, ma beneficia di risorse comuni in ambito finanziario e commerciale. Queste sinergie hanno permesso a Kering di mantenere un forte posizionamento competitivo nel mercato del lusso, puntando su innovazione e sostenibilità.

Implicazioni per il futuro

Guardando al futuro, le operazioni di M&A continueranno a essere uno strumento fondamentale per le aziende di lusso. Tuttavia, l'evoluzione del mercato e le nuove sfide che l'industria del lusso sta affrontando suggeriscono che le strategie di acquisizione dovranno evolversi. Se da un lato le acquisizioni saranno sempre un mezzo per

consolidare la posizione sul mercato, dall'altro sarà fondamentale che le aziende si concentrino su acquisizioni strategiche che apportino valore non solo dal punto di vista dei ricavi, ma anche per l'innovazione e la sostenibilità.

Infatti, l'evoluzione digitale e la crescente attenzione dei consumatori alla sostenibilità rappresentano due aspetti cruciali su cui le aziende di lusso dovranno concentrarsi nei prossimi anni. Le tecnologie digitali stanno trasformando il settore del lusso, con nuove opportunità per l'engagement¹⁶ dei clienti, la personalizzazione dell'esperienza d'acquisto e l'ottimizzazione delle operazioni. Inoltre, la crescente domanda di prodotti sostenibili spingerà i gruppi come LVMH e Kering a integrare la sostenibilità nelle loro strategie di acquisizione e crescita.

Le fusioni e acquisizioni future dovranno concentrarsi sull'ingresso in nuovi mercati emergenti, come la Cina e l'India, e sull'acquisizione di start-up tecnologiche che possano potenziare l'offerta di e-commerce e innovazione digitale. Inoltre, la sostenibilità dovrà diventare un criterio di selezione per le acquisizioni, dove il focus non sarà solo sull'espansione, ma anche sulla capacità di ridurre l'impatto ambientale e promuovere una filiera sostenibile.

Alla luce delle considerazioni emerse, appare evidente che i manager del settore del lusso dovranno orientare le proprie strategie future verso una crescita sostenibile e coerente con i valori distintivi dei marchi che rappresentano. Le operazioni di M&A continueranno a costituire uno strumento fondamentale di sviluppo, ma il loro successo dipenderà dalla capacità di coniugare visione strategica, autenticità e innovazione.

In primo luogo, sarà necessario privilegiare acquisizioni mirate e selettive, che rafforzino il posizionamento competitivo e consolidino

¹⁶ L'engagement è il livello di coinvolgimento emotivo che un utente sente nei confronti di un brand, di un'azienda o di un prodotto.

l'identità dei brand. La crescita per linee esterne dovrà evitare logiche puramente quantitative: un'espansione eccessiva o poco coerente rischia infatti di compromettere la percezione di esclusività e la coesione interna del portafoglio marchi.

In secondo luogo, i gruppi dovranno ottimizzare le risorse condivise, perseguendo sinergie che non si limitino alla riduzione dei costi, ma che stimolino processi di apprendimento reciproco, contaminazione creativa e innovazione di prodotto. Le sinergie più efficaci saranno quelle capaci di generare valore intangibile, salvaguardando allo stesso tempo l'autonomia espressiva dei singoli marchi.

Un ulteriore asse strategico riguarda la sostenibilità e la trasformazione digitale, due fattori ormai imprescindibili per la competitività futura del lusso. Le acquisizioni dovranno favorire l'integrazione di imprese capaci di introdurre pratiche produttive sostenibili, materiali innovativi e tecnologie che migliorino la trasparenza della filiera. Parallelamente, l'adozione di strumenti digitali dovrà potenziare la relazione con il cliente, permettendo esperienze sempre più personalizzate e coerenti con i valori del marchio.

Inoltre, la prospettiva globale dovrà guidare ogni decisione di espansione. I mercati emergenti, in particolare Asia e Africa, rappresenteranno aree di grande opportunità, ma anche di crescente complessità culturale e competitiva. I gruppi dovranno quindi saper adattare i propri modelli di business alle specificità locali, bilanciando la standardizzazione globale con una profonda sensibilità culturale.

Infine, nessuna strategia potrà dirsi efficace senza un adeguato investimento nel capitale umano. Le persone rappresentano il cuore pulsante delle imprese di lusso: dai designer ai manager, dagli artigiani ai professionisti del marketing. La gestione dei talenti, la valorizzazione della creatività e l'adozione di politiche di inclusività e formazione continua saranno determinanti per mantenere nel tempo l'eccellenza del settore. In conclusione, le M&A nel lusso non

dovranno più essere considerate come meri strumenti di crescita economica, ma come processi di costruzione identitaria e culturale, capaci di unire tradizione e innovazione, radici locali e ambizioni globali. Solo attraverso un approccio strategico fondato su visione, responsabilità e autenticità, i leader del lusso potranno garantire la creazione di valore duraturo e il consolidamento di un'eredità capace di resistere al tempo.

Bibliografia

Agence France-Presse. LVMH to bag Christian Dior Couture for 6.5 bn euros. 25 aprile 2017.

Agnew, H. How one franc turned LVMH into the world's largest luxury group. 2 novembre 2019.

Alfaro, B. Why European Brands Dominate the Luxury Sector? (Jesús Peiró). 14 ottobre 2021.

Alfaro, B. Why European Brands Dominate the Luxury Sector? (Jesús Peiró). 14 ottobre 2021.

Beck, E., & Barrett, A. LVMH Offers to Buy TAG Heuer In a Deal Valued at \$778.8 Million. 14 settembre 1999. *The Wall Street Journal*.

Bhattacharya, D., Ya-Yun, K., & Wei-Hsien, L. Industry Experiences of Board, CEO, and Acquisition Performance. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 23(3), p. 2050022, 2020.

Buckingham, L. Arnault buys TAG Heuer for £485m. 14 settembre 1999. *The Guardian*.

Cao, B., Jiang, B., & Koller, T. Balancing ROIC and growth to build value. 1° marzo 2006.

Cash, J., & Yu, S. China to fully reopen borders to foreigners but near-term hurdles remain. 14 marzo 2023. *Reuters*.

Cavender, R., & Kincade, D. H. Management of a luxury brand: Dimensions and subvariables from a case study of LVMH. *Journal of Fashion Marketing and Management*, 18(2), pp. 231-248, 2014.

Chow, A. LVMH Is Reportedly Considering Acquiring Cartier's Parent Company. 26 febbraio 2023. *Hypebeast*.

Christensen, C. M., Alton, R., Rising, C., & Waldeck, A. The Big Idea: The New M&A Playbook. 1° marzo 2011. *Harvard Business Review*.

Chung, Y., & Kim, A. J. Effects of mergers and acquisitions on brand loyalty in luxury Brands: The moderating roles of luxury tier difference and social media. *Journal of Business Research*, 2020.

Chung, Y., & Kim, A. J. Effects of mergers and acquisitions on brand loyalty in luxury Brands: The moderating roles of luxury tier difference and social media. *Journal of Business Research*, 120, pp. 434-442, 2020.

Corder, R. Markets unmoved by rumours of LVMH acquiring Richemont. 27 febbraio 2023.

Cuofano, G. Who Owns Hermès? 19 aprile 2023. *Four Week MBA*.

Custódio, C., & Metzger, D. How Do CEOs Matter? The Effect of Industry Expertise on Acquisition Returns. *The Review of financial studies*, 26(8), pp. 2007-2047, 2013.

Cyriac, J., Koller, T., & Thomsen, J. Testing the limits of diversification. 1° febbraio 2012. *McKinsey & Company*.

D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., & Montgolfier, J. Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound. Bain & Company, 2023.

D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., & Montgolfier, J. Renaissance in Uncertainty: Luxury Builds on Its Rebound. *Bain & Company*, 2023.

Danziger, P. N. Luxury Brand Mergers And Acquisitions Set To Explode. 16 agosto 2017. *Forbes*.

Danziger, P. N. What The Belmond Acquisition Means For LVMH. 16 dicembre 2018.

David, F. R., & David, F. R. Strategic Management: A Competitive Advantage Approach, Concepts and Cases (16th Edition). Pearson Education, 2017.

Deloitte. Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022. 2023.

DeMarco, A. LVMH Acquires French Jewelry Manufacturing Group To Strengthen Capacities Of Tiffany & Co. 13 aprile 2023. *Forbes*.

Dubois, B., Laurent, G., & Czellar, S. *Consumer rapport to luxury: Analyzing complex and ambivalent attitudes*. HEC Research Papers Series, 2001.

Erdorf, S., Hartmann-Wendels, T., Heinrichs, N., & Matz, M. Corporate diversification and firm value: a survey of recent literature. *Financ Mark Portf Manag*, 27, pp. 187-215, 2013.

Faccioli, G., & Sheehan, E. Global Powers of Luxury Goods 2022: A new wave of enthusiasm in luxury. 20 novembre 2022. *Deloitte*.

Felsted, A. Richemont Comes to Its Senses on Net-a-Porter. 24 agosto 2022. *Bloomberg*.

Fernando, J. Price-to-Book (PB) Ratio: Meaning, Formula, and Example. 22 dicembre 2022. *Investopedia*.

Gaughan, P. A. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (7th Edition). John Wiley & Sons, 2021.

Gentry, R. J., & Wei, S. The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It? *Journal of Managerial Issues*, 22(4), pp. 514-539, 2010.

Guilbault, L. Hermès family signals plan to retain majority stake until at least 2041. 20 aprile 2023. *Vogue Business*.

Helmore, E. Battle for succession in house of Dior: siblings jostle to seize family crown. 14 gennaio 2023.

Helmore, E. Battle for succession in house of Dior: siblings jostle to seize family crown. 14 gennaio 2023. *The Guardian*.

Hermès. 1st quarter 2023 sales [Press release]. 14 aprile 2023.

Hillier, D., Grinblatt, M., & Titman, S. Financial Markets and Corporate Strategy (2nd European Edition). McGraw-Hill Education, 2012.

Hoffman, A. Richemont Boss Rupert Quashes Talk of Deals with LVMH or Kering. 12 maggio 2023. *Bloomberg*.

J., & Roshan, D. Luxury Wines and Spirits Market. 1 aprile 2023.

Jallow, M. S., Masazing, M., & Basit, A. The Effects of Merger & Acquisitions on Financial Performance: Case study of UK companies. *International Journal of Accounting & Business Management*, 6(1), pp. 74-92, 2017.

Jeffrey R. Church and Roger Ware. Industrial Organization: A Strategic Approach. New York: McGraw-Hill, 2000.

Jolly, D. LVMH Boss and Hermès Family in Pact. 3 settembre 2014. *The New York Times*.

Jouha, F., Albakay, K., Ghozal, I., & Harto, P. Revisiting the Effect of Financial Elements on Stock Performance Using Corporate Social Responsibility Cost Growth. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), pp. 767–780, 2020.

Kahneman, D., & Tversky, A. Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 263-291, 1979.

Khotari, S. P., & Warner, J. B. Econometrics of Event Studies. In B. E. Eckbo, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (Vol. A, p. Ch. 1). Elsevier, 2006.

Königs, A., & Schiereck, D. Wealth creation by M&A activities in the luxury goods industry. *Working Paper No. 7, European Business School*, 2006.

Lavie, D. The competitive advantage of interconnected firms: An extension of the resource-based view. *Academy of Management Review*, 32(2), pp. 439-459, 2007.

Lieberman, M. B., & Montgomery, D. B. First-mover advantages. *Strategic Management Journal*, 9(S1), pp. 41-58, 1988.

Lins, K., & Servaes, H. International Evidence on the Value of Corporate Diversification. *Journal of Finance*, 60(8), pp. 2215-2239, 1999.

Logue, D. E., & Naert, P. A. A Theory of Conglomerate Mergers: Comment and Extension. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(4), pp. 663-667, 1970.

LUXUS+. A Brief History of French Luxury, 16 febbraio 2021).

LUXUS+. A Brief History of French Luxury. 16 febbraio 2021. *Luxus Plus Magazine*.

M.Dalocchio, G. Lucchini, C. Pirrone. Mergers & Acquisitions. Seconda edizione. EGEA, 2021.

M.Motta. Competition Policy: Theory and Practise. Cambridge University Press (12 gennaio 2004).

M.Spallino, F.Bellante, G.Lupo. Le peculiarità del mercato del lusso. IRIS UniPA:2014.

MacKinlay, A. C. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), pp. 13-39, 1997.

Mahuzal, & Khaddafi, M. The Influence of Gross Profit Margin, Operating Profit Margin and Net Profit Margin on the Stock Price of Consumer Good Industry in the Indonesia Stock Exchange on 2012-2014. *International Journal of Business, Economics and Social Development*, 1(3), pp. 153-163, 2020.

Malmendier, U., & Tate, G. Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89, pp. 20-43, 2008.

Mauboussin, J. M., & Callahan, D. Return on Invested Capital. 2022. *Morgan Stanley*.

McCoy, E. Moët Hennessy Buys Château Minuty In Big Bet on Luxury Rosé. 15 febbraio 2023. *Bloomberg*.

McKinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons, 2020.

McKinsey & Company, Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons, 2020.

McNeil, P., & Riello, G. Luxury: A Rich History. Oxford University Press, 2016.

Moschier, C., & Campa, J. M. The European M&A Industry: A Market in the Process of Construction. *Academy of Management Perspectives*, 23(4), pp. 71-87, 2009.

Mueller, D. C. A Theory of Conglomerate Mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), pp. 643-659, 1969.

Muller, A., & Ponthus, J. Luxury Boom Makes Richemont, Burberry Key European M&A Targets. 30 marzo 2023. *Bloomberg*.

Natarajan, R., Sivakavitha, S., & Vasani, S. A. Relationship Between Stock Return and Firms' Financial Performance In Bse Listed Companies. *European Journal of Molecular & Clinical Medicine*, 7(3), pp. 4553-4559, 2020.

Nazarova, V., Olga, G., & Ksen, V. Drivers' estimation of the luxury companies. *DECISION*, 49, pp. 105-128, 2022.

Niod. The Strategy Behind LVMH's Acquisitions: A Drive for Market Dominance. 16 marzo 2023.

Park, K., & Jang, S. Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, pp. 51-63, 2013.

Park, S. On the existence of optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), pp. 51-63, 2002.

Paton, E. LVMH to Take Control of Christian Dior in \$13.1 Billion Deal. 25 aprile 2017. *The New York Times*.

Patrik A. Gaughan. Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings. Fourth edition. John Wiley & Sons, Inc.

Pereira, D. Is Sephora Profitable? 14 marzo 2023. *The Business Model Analyst*.

Phung, D. N., & Mishra, A. V. Corporation Diversification and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms. *Australian Economic Papers*, 55(4), pp. 386-408, 2016.

Pinault, F.-H. Kering CEO shares plans for M&A activity in 2022. 19 febbraio 2022.

Plumb, C. LVMH buys Prada's Fendi stake. 21 novembre 2001.

Ponthus, J. LVMH's Market Value Exceeds \$500 Billion, a First in Europe. 24 aprile 2023. *Bloomberg*.

Porter, M. E. From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*, 65(3), s. 43-59, 1987.

Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment. *The Journal of Finance*, 55(1), pp. 35-80, 2000.

Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. Mergers and Acquisitions A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance (Vol. India Studies in Business and Economics). Springer, 2016.

Rani, N., Yadav, S. S., & Jain, P. K. Mergers and Acquisitions A Study of Financial Performance, Motives and Corporate Governance (Vol. India Studies in Business and Economics). Springer, 2016.

Rascouet, A. Kering Sells Puma Stake for \$1 Billion in Shift to Luxury. 26 maggio 2021. *Bloomberg*.

Rascouet, A. Richemont Acquires Belgian Luxury Handbag Maker Delvaux. 30 giugno 2021. *Bloomberg*.

Rehm, W., & West, A. Managing the market's reaction to M&A deals. *McKinsey & Company*, 2016.

Rumelt, R. P. How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12(1), pp. 167-185, 1991.

S&P Global, & MSCI. Global Industry Classification Standard. *S&P Global Market Intelligence*, 2018.

Sabanoglu, T. Leading countries for the fashion industry worldwide 2022. *Statista*, 2023.

Secher, P. Z., & Horley, I. The M&A Formula - Proven tactics and tools to accelerate your business growth. John Wiley & Sons Inc., 2017.

Septian, M. R., & Purba, J. H. Analysis of Short Term Financial Performance: A Case Study of an Energy Service Provider. *Journal of Accounting Research, Organization and Economics*, 2(2), pp. 113-122, 2019.

Shamir, B., Avolio, B. J., & Popper, M. The relationship between vision strength, leadership style, and context. *The Leadership Quarterly*, 12, pp. 53-73, 2001.

Shareia, B. F. Qualitative and Quantitative Case Study Research Method on Social Science: Accounting Perspective. *International Journal of Economics and Management Engineering*, 10(12), 2016.

Simpson, I. LVMH to take over Bulgari in 3.7 billion-euro deal. 7 marzo 2011. *Reuters*.

Sirower, M. L., & Weirens, J. M. The Synergy Solution: How companies win the merger & acquisition game. *Harvard Business Review Press*, 2022.

Slides del Corso 'Economia dei sistemi industriali' del Prof. Carlo Cambini, Politecnico di Torino, 03AQJPG, A.A. 2023-2024.

Slides del Corso 'Economia e finanza d'impresa' della Prof.ssa Laura Rondi, Politecnico di Torino, 01OVZPG, A.A. 2024-2025.

Sudarsanam, S. Creating value from mergers and acquisitions: The challenges. Pearson Education Limited, 2010.

Taherdoost, H. Data Collection Methods and Tools for Research; A Step-by-Step Guide to Choose Data Collection Technique for Academic and Business Research Projects. *International Journal of Academic Research in Management*, 10(1), pp. 10-38, 2021.

Tashakkori, A., & Creswell, J. W. The New Era of Mixed Methods. *Journal of Mixed Methods Research*, 1(1), pp. 3-7, 2007.

Toppin, J. The Top Ten Richest People In The World. 1 maggio 2023. *Forbes*.

Vaidya, D. Consumer Cyclical. *CFA Institute*, 2022.

Venanzi, D. Financial Performance Measures and Value Creation: A Review. *Working Paper*, 2010.

Villalonga, B., & McGahan, A. M. The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic Management Journal*, 26(2), s. 118-146, 2005.

Wiklund, M. LVMH Stalking Richemont – The Global Hunt for Luxury Brands. 3 marzo 2023. *Undervalued-Shares.com*.

Yiasoumi, N. How Richemont is Plotting Yoox Net-a-Porter's Expansion with Alibaba. *Luxury Society*, 2019.

Yin, R. K. Case Study Research and Applications: Design and Methods. *SAGE Publications*, 6th Edition, 2018.

Yoojung, L. World's Average Adult Will Be Worth \$100,000 by 2024, Says Credit Suisse. 20 settembre 2022. *Bloomberg*.

Zhang, W. LVMH's proposals based on SWOT analysis. *Advances in Economics and Management Research (Working Paper)*. 2023

Sitografia

- [1] <https://www.linkedin.com/pulse/le-origini-del-lusso-e-come-si-%C3%A8-evoluto-nel-tempo-di-sandolo/>
- [2] [https://www.arera.it/dati-e-statistiche/dettaglio/indici-di-concentrazione-del-mercato-libero#:~:text=Indice%20HHI%20\(Herfindahl%2DHirschman%20Index,\)%20e%2010.000%20\(monopolio\)](https://www.arera.it/dati-e-statistiche/dettaglio/indici-di-concentrazione-del-mercato-libero#:~:text=Indice%20HHI%20(Herfindahl%2DHirschman%20Index,)%20e%2010.000%20(monopolio))
- [3] <https://www.fortuneita.com/2024/11/09/dopo-le-elezioni-usa-wall-street-si-prepara-a-una-nuova-stagione-di-fusioni/>
- [4] <https://it.pearson.com/content/dam/region-core/italy/pearson-italy/pdf/diritto-economia/area-economico-aziendale/esercitazioni/classe-quinta-contabilita-analisi-bilancio/AREE%20DISCIPLINARI%20-%20PARAMOND%20-%20ECOAZ%20-%202014%20-%20PDF%20-%20Processo%20fusione%20aziendale.pdf>
- [5] <https://it.wikipedia.org/wiki/Dot-com>
- [6] <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm>
- [7] <https://www.altroconsumo.it/investi/lexicon/c/crescita-internaesterna>
- [8] <https://jesuspeiro.co.uk/luxury-brands/european-brandsluxury-sector/>
- [9] <https://magazine.luxus-plus.com/the-history-of-frenchluxury/?lang=en>
- [10] <https://www.bain.com/insights/renaissance-in-uncertainty-luxury-builds-on-its-rebound/>
- [11] <https://www.theguardian.com/business/2023/jan/14/succession-struggle-rages-forluxury-giant-lvmh-bernard-arnault>
- [12] https://lvmh-com.cdn.prismic.io/lvmh-com/Z5pO2JbqstJ9-APb_LVMH_SNAPSHOT_2024VA.pdf
- [13] https://www.bloomberg.com/quote/MC%3AFP?utm_source=chatgpt.com&embedded-checkout=true
- [14] <https://www.lvmh.com/it/il-nostro-gruppo/storia>
- [15] <https://www.bain.com/about/media-center/press-releases/20252/luxury-confronts-slowdown-amid-economic-headwinds->

and-market-disruptions-while-industry-resilience-and-strong-fundamentals-underpin-future-prospects

[16] <https://www.bain.com/it/about-bain/media-center/press-releases/italy/202322/il-lusso-continua-il-rallentamento-nel-primo-trimestre-del-2025-ma-i-fondamentali-restano-solidi/>

[17] <https://www.reuters.com/business/retail-consumer/china-enters-new-normal-luxury-market-with-flat-sales-expected-2025-report-says-2025-01-21>

[18] <https://www.voguebusiness.com/story/fashion/the-prada-versace-deal-is-on-what-happens-next>

