



**Politecnico
di Torino**

POLITECNICO DI TORINO

Corso di laurea magistrale in Ingegneria Gestionale

Tesi di laurea magistrale 2022

OPERAZIONI STRAORDINARIE DI M&A SETTORE LUXURY ED E-COMMERCE

CASO STUDIO: GRUPPO RICHEMONT – YOOX-NET-A-PORTER

Relatore

Giuseppe Scellato

Candidato

Simone Martinini

Sommario

<i>Prefazione</i>	4
<i>Introduzione</i>	6
<i>1. Mergers & Acquisition: La letteratura delle fusioni e acquisizioni</i>	7
1.1 Introduzione: le Leve	7
1.2 Crescita interna ed esterna	7
1.3 Motivazioni e tipi di acquisizioni	9
<i>2. Struttura del processo di M&A</i>	11
2.1 I moventi: ottica strategica o finanziaria.....	11
2.2 Modalità tipiche di acquisizione	14
2.3 Le macrofasi del processo	14
2.3.1 La prima macrofase.....	15
2.3.2 La seconda macrofase.....	16
2.3.3 La terza macrofase	18
2.4 Le tre macrofasi a confronto	19
<i>3. Le motivazioni delle parti</i>	21
3.1 Le motivazioni del soggetto acquirente	21
3.2 Le motivazioni del soggetto acquisito	23
<i>4 Fattori critici di successo</i>	25
4.1 Fattori critici di successo pre M&A	25
4.2 Fattori critici di successo post M&A.....	26
<i>5. Gruppo LVMH: le azioni</i>	28
5.1 Acquisizione LVMH-Bulgari.....	29
5.1.1 Le motivazioni strategiche	29
<i>6. Gruppo Kering: le azioni</i>	32
6.1 Acquisizione Kering-Brioni	34
6.1.1 Le motivazioni strategiche	34
<i>7 Caso Studio: Gruppo Richemont-YNAP</i>	37
7.1 Introduzione.....	37
7.2 Il gruppo Richemont e Yoox Group.....	37

7.3 Il Merger Yoox Group-Net a Porter	38
7.3.1 I termini e i benefici principali dell'operazione.....	39
7.4 La Fusione	43
7.5 Le motivazioni dell'offerta	44
7.5.1 L'evoluzione del rapporto Yoox-Net a Porter-Richemont.....	46
7.6 Effetto annuncio sul Mercato Finanziario	47
7.7 Valutazioni delle sinergie	48
7.8 Analisi Finanziaria.....	53
7.9 Conclusione	61
<i>Bibliografia E Sitografia.....</i>	63

Prefazione

Il focus di questo elaborato consiste nel valutare come gli obiettivi che un'azienda si prefissa di raggiungere con un'operazione di finanzia straordinaria come Fusione e Acquisizione siano effettivamente realizzabili e riscontrabili in seguito alla chiusura del contratto o se si tratti frequentemente di insuccesso.

Il lavoro sarà strutturato principalmente in due parti.

La prima in cui si affrontano aspetti di M&A più a livello teorico e come emergono dalla letteratura, cercando di analizzare quali sono i moventi e gli eventuali rischi principali che un'azienda può correre scegliendo di compiere questa azione, portando a conferma esempi di operazioni appartenenti al mondo del Fashion Luxury.

La seconda prevede l'analisi di un caso studio, in particolare dell'acquisizione di YNAP da parte del gruppo Richemont, evidenziando i motivi strategici della scelta, di come sia cambiato il suo mercato in seguito ad essa e verificare che gli obiettivi dichiarati dal management pre-operazione si siano effettivamente realizzati.

Introduzione

A partire dalla fine del XIX secolo negli Stati Uniti e solamente nel dopoguerra in Europa, cominciarono a diffondersi in modo sempre più massivo fenomeni di Mergers & Acquisition. L'M&A si posiziona all'interno di operazioni di finanzia straordinaria e vede coinvolte due aziende con un obiettivo di crescita, essendo lo sviluppo dimensionale, talvolta, una strada necessaria e imprescindibile per l'esistenza dell'impresa nel tempo, finalizzata al superamento o, quantomeno, al raggiungimento di una sufficiente massa critica che permetta di competere sul mercato, senza farsi espellere inevitabilmente dallo stesso. In un mercato sempre più competitivo, velocemente scalabile e con barriere all'ingresso spesso non troppo elevate, elementi come il raggiungimento di economie di scala o di scopo, l'aumento del potere contrattuale verso clienti e fornitori, l'incremento della quota di mercato e l'acquisizione di competenze tecnologiche e know-how rappresentano solo alcuni degli stimoli e delle ambizioni che giustificano la volontà di crescere da parte di manager ed imprenditori.

Nonostante le due operazioni condividano gli stessi obiettivi definiti precedentemente, presentano alcune differenze sostanziali, prima fra tutte quella di costituire o meno una nuova entità giuridica.

L'acquisizione è definita quando, a seguito dell'acquisto delle quote di un'altra azienda, sia esso in parte o nella totalità, le due entità mantengono un'indipendenza giuridica, ma solo perciò per esercitare un potere gestionale e manageriale.

La fusione, al contrario, vede nascere una nuova società o holding company in cui le due protagoniste fondono le proprie competenze e i propri patrimoni per traguardi comuni.

1. Mergers & Acquisition: La letteratura delle fusioni e acquisizioni

1.1 Introduzione: le Leve

Le operazioni di M&A costituiscono uno strumento importante di trasformazione dell'attività commerciale, sia a livello economico sia a livello di competenze con l'acquisizione di talenti chiave del nuovo modello di business. Tali operazioni consentono alle aziende di entrare in nuovi mercati e raggiungere nuovi clienti, aumentare la quota di mercato ed estendere i portafogli di prodotti. Quindi, alla base di tutte le acquisizioni vi è l'obiettivo comune di aggiungere valore all'entità trasformata.

La possibilità che un'azienda ha di crescere in dimensione rispetta prevalentemente due tipi di percorsi, uno di crescita interna ed uno di crescita esterna, con un terzo percorso interno che consiste nella crescita contrattuale.

1.2 Crescita interna ed esterna

Come già introdotto precedentemente, le operazioni di fusione e di acquisizione si pongono l'obiettivo di apportare una crescita all'azienda.

Questo risultato però sembrerebbe essere raggiungibile anche internamente, con una ottimizzazione e redistribuzione delle risorse esistenti, un accurato piano di autofinanziamento e strutturati programmi di investimento in aree come produzione, marketing e commerciale. Appare evidente però che spesso non possano essere presenti all'interno della realtà aziendale tutte quelle risorse, sia in termini di liquidità che di conoscenze, necessarie per il

raggiungimento di tale scopo e che anzi, richiedendo uno sforzo oneroso, potrebbero distogliere il focus da quelle attività di core business che già appartengono all'azienda.

Ricorrendo invece ad una via esterna, come le acquisizioni di altre aziende, il valore aggiunto che la società acquisita può portare all'acquirente si rispecchia in una maggior velocità di esecuzione, un'ottimizzazione delle risorse e notevoli vantaggi di efficienza. Rivolgersi ad una società esterna, permette di raggiungere una serie di obiettivi in tempo minore rispetto allo sviluppo interno, grazie alle conoscenze già consolidate, ad economie di scala e al posizionamento già presente in mercati con barriere all'ingresso tali da rendere molto complicato l'ingresso se non con investimenti eccessivamente onerosi o spesso insostenibili, generando così una sinergia vantaggiosa per la società che decide di acquisire.

I motivi che spingono ad un'espansione esterna sono molteplici e assai variabili, ma possono essere ricondotti a quattro macrocategorie (Conca V, 2010):

- Logiche di tipo aggressivo, finalizzate al raggiungimento di quote di mercato maggiori e allo sfruttamento di risorse acquisibili dall'esterno.
- Efficienza dimensionale, con obiettivi di raggiungere economie di scala, di scopo e di integrazione
- Logiche di tipo difensivo, motivate dalla necessità di replicare alle iniziative dei competitors, alla creazione di barriere all'entrata, al controllo di fornitori strategici o alla formazione di posizioni monopolistiche sul mercato;
- Reazioni a fattori esogeni, come cambiamenti legislativi e burocratici

La crescita per linee interne avviene in modo omogeneo, lento e graduale, consentendo un piano di investimenti ben congegnato, flessibile e perfettamente aderente alle necessità finanziarie e imprenditoriali ad-hoc. La crescita per linee esterne, invece, risulta essere più semplice e veloce, dal momento che vi è l'unione ad un complesso produttivo già in essere e

operante in un settore di riferimento, riducendo così notevolmente i tempi per una crescita ex-novo.

Inoltre, a favore della soluzione esterna, si aggiungono tutti quegli aspetti precedentemente evidenziati, come ad esempio l'acquisizione di competenze, di tecnologie e di quote di mercato, generando un'ampia potenzialità sinergica. Inevitabilmente, anche l'azione che appare più vantaggiosa porta con sé alcuni rischi che in questo caso si riscontrano in problemi organizzativi riguardanti l'integrazione tra realtà aziendali e culturali diverse e che, se non affrontate e gestite correttamente, finiscono per compromettere il buon esito dell'operazione.

Un aspetto a favore dell'alternativa interna, inoltre, può essere la sua reversibilità; essa, infatti, comporta in tal caso dei costi di uscita non troppo gravosi per l'azienda, al contrario della soluzione esterna che costituisce un'iniziativa rigida, vincolante e irreversibile, quantomeno nel breve periodo, con costi di uscita talvolta così elevati da precluderle a priori la decisione.

Non è possibile stabilire a priori quale delle due soluzioni sia considerata la migliore in assoluto e in ogni frangente; la scelta tra espansione interna ed espansione esterna equivale sostanzialmente a una scelta di make or buy, dove occorre aver ben chiari i vantaggi e gli svantaggi presentati da entrambe le alternative.

1.3 Motivazioni e tipi di acquisizioni

Le acquisizioni d'azienda sono sostanzialmente spinte dalle medesime motivazioni che si riscontrano di regola nei vari tipi di accordi instaurabili tra le imprese, con una particolare attenzione all'aumento delle dimensioni e di valore dell'attività, al potenziamento del vantaggio competitivo, con l'obiettivo di estremizzare l'efficienza della collaborazione e rendere stabile l'unione nel tempo.

La creazione di valore per un'azienda si genera quando i rendimenti che essa è in grado di esprimere sono superiori alla remunerazione dei capitali ottenuti (mezzi propri e di terzi) e di cui essa ha potuto disporre per ottenere quei rendimenti. Questo aspetto si traduce pertanto nell'individuazione di due moventi fondamentali che portano al compimento di una acquisizione: per accrescere il potere di mercato e per conseguire incrementi di efficienza. Il maggiore potere di mercato è un presupposto per conservare le posizioni raggiunte, potenziarle, accrescere il controllo sul mercato stesso, impedire nuovi ingressi nel settore, sconfiggere i concorrenti, ed è mezzo per incrementare i ricavi (maggiori volumi, prezzi più elevati). Gli incrementi di efficienza sono veicolo di riduzioni di costo. Questi sono direttamente collegati al raggiungimento delle dimensioni critiche e a quelle economie che generano un vantaggio competitivo sul mercato e sul posizionamento finanziario. È necessario precisare però che il compimento di una operazione di fusione o acquisizione non comporta di fatto il raggiungimento dell'obiettivo prefissato, ma soltanto una fase preliminare che pone le basi per un futuro successo. Infatti, l'effettiva creazione di valore aggiunto si avrà solo quando tutta la fase di post-acquisizione, ovvero di integrazione sul piano corporate, strategico e sociale avrà avuto successo. Una precisazione che risulta necessario sottolineare però, consiste nell'identificare quelle acquisizioni che non necessariamente si pongono l'obiettivo di unificare ed integrare le due realtà; la finalità dell'acquisto non è la creazione di sinergie, ma meramente quella di conseguire la proprietà totale o il controllo di un'impresa, che continuerà indipendentemente ad operare secondo una strategia non comune. Spesso questo avviene da parte di holding che intendono migliorare ed arricchire il proprio portafoglio di partecipazioni, accrescendo il proprio valore se il mercato interpreta positivamente la scelta compiuta.

2. Struttura del processo di M&A

2.1 I moventi: ottica strategica o finanziaria

Un processo di acquisizione aziendale, come specificato nei paragrafi precedenti, avviene tendenzialmente per portare una crescita di valore alla parte che decide di compierlo. La crescita esterna può talvolta rientrare in un piano strategico prestabilito di una impresa oppure manifestarsi come un'occasione da cogliere e sfruttare nel miglior modo possibile. Nel primo caso, infatti, un team specializzato e focalizzato solo su tali attività dispone un piano a priori di acquisizione e cessioni nel tempo, in linea con la strategia dell'impresa; nel secondo invece, l'obiettivo è quello di assecondare una intuizione del management di una *immediate change opportunity*, che può creare valore all'impresa.

È possibile fare una successiva suddivisione delle operazioni di acquisizione in base al movente che spinge una realtà a compierle, cambiando anche le strategie e le modalità di gestione che le caratterizzano:

- Ottica strategica
- Ottica finanziaria

La visione strategica di questo processo avviene prevalentemente tra società che operano nello stesso campo, che siano esse rivali o complementari. Infatti, lo scopo finale risulta essere quello di ampliare le proprie quote di mercato o integrare processi produttivi, apportando in ogni caso una crescita all'acquirente.

La visione finanziaria invece è caratterizzata dalla volontà di partecipare, spesso da parte di fonti di investimenti o venture capital, nelle quote di partecipazione di una azienda, con il solo scopo di trarne un *capital gain* dalla successiva vendita, mediamente dopo 3-5 anni. Assume

perciò tutte le caratteristiche di una attività finanziaria dalla quale si ricerca un rendimento in denaro in linea con l'investimento effettuato e il rischio sopportato.

La differenza cruciale tra l'ottica finanziaria e strategica consiste proprio nella mancanza della fase di post-acquisizione della prima rispetto alla seconda. Infatti, se una persegue l'obiettivo di creare sinergie tra le due realtà, l'altra risulta essere un vero e proprio investimento, ideale per una entità che necessita di un capitale esterno ma in cui la proprietà desidera rimanere in azienda con ampio ruolo operativo anche dopo la cessione (leverage buy-out), oppure quando l'azienda passa ai manager operativi (management buy-out) o a nuovi manager individuati dal fondo (management buy-in).

Bower in un suo articolo del 2001, identifica cinque principali ragioni strategiche per le quali si affrontano operazioni di M&A:

- The Overcapacity M&A

Sono operazioni che generalmente si verificano in mercati già maturi e capital intensive, dove si è raggiunto un eccesso di capacità produttiva. In questo caso, perciò, l'obiettivo della società bidder è quello di acquisire un suo concorrente, per ottenere una razionalizzazione dei costi, una maggior efficienza delle attività operative e guadagno di quote di mercato, andando però a ridurre la capacità produttiva dell'intero settore. Il rischio maggiore che si corre in questo caso risiede proprio nella diversa concezione manageriale delle due entità e l'imposizione di uno sull'altro.

- The geographic roll-up M&A

Operazione che avviene specialmente nella prima fase di vita di un nuovo settore e ha come obiettivo quello di conquistare un'area geografica dove ancora non si è presenti, cercando di limitare i costi di operativi ed ottenere maggiori economie di scala rispetto ad un insediamento diretto nel nuovo contesto. Questo tipo di acquisizione porta con se un

rischio minore rispetto alle precedenti in quanto avviene solitamente tra una società grande ed una piccola, senza perciò uno scontro di visioni.

- The product or market extension M&A

Questa operazione ha come scopo quello di ampliare la varietà di prodotti dell'impresa o di entrare in un nuovo settore. Le due società, infatti, possono vendere articoli simili in settori diversi oppure operare nello stesso settore ma con prodotti differenti. È il caso più comune nei grandi gruppi di moda e lusso, come ad esempio LVMH con l'acquisizione di Bulgari.

- The M&A as R&D

Avviene spesso in settori tecnologici e di biotech, dove la competizione sull'evoluzione tecnologica è molto forte. Infatti, sfruttare il know-how di un'azienda risulta più funzionale piuttosto che la ricerca autonoma che richiederebbe tempi molto più lunghi. Proprio l'importanza della velocità in questi settori fa sì che queste operazioni, per trarne vantaggio, richiedano il minor tempo possibile per essere concluse.

- The industry convergence M&A

Si pone come obiettivo quello di unire due diversi settori per ideare un nuovo business. La buona riuscita del progetto sta proprio nella visione di lungo termine dell'ideatore e della realizzazione di quelle sinergie che ci si aspetta prima di intraprendere l'operazione.

2.2 Modalità tipiche di acquisizione

Possiamo identificare i due metodi tipici di acquisizione con la distinzione tra *asset deal* e *share deal*, che sanciscono differenze sul piano delle responsabilità contrattuali, del peso fiscale, del divieto di concorrenza e del rischio complessivo dell'operazione.

Per *asset deal* si intende l'acquisto di una azienda o di un ramo di essa, stipulando un contratto che identifichi e comprenda l'insieme di beni per l'esercizio dell'azienda (immobili, impianti, dipendenti, contratti, debiti, crediti), avendo il vantaggio per le parti di definire il confine dell'operazione, limitando perciò il rischio per l'acquirente.

Con l'acquisto di quote o partecipazioni della società acquisita, lo *share deal* contrattualizza l'intero patrimonio aziendale, composto da attività, passività e rapporti, facendosi carico di tutti i rischi derivanti dalla gestione precedente.

Nonostante risulti più conveniente un'operazione sugli assets piuttosto che sulle partecipazioni, in Italia ad esempio si concludono sempre più operazioni del secondo tipo a causa di un costo fiscale notevolmente maggiore dell'*asset deal*.

2.3 Le macrofasi del processo

Una acquisizione aziendale non può essere riassunta come un evento unico e immediato, ma bensì come un processo studiato e ben disposto con una consequenzialità di fasi che vanno stipulate a priori. Si può inizialmente suddividere il processo in tre macrofasi che a loro volta presenteranno una suddivisione interna.

1. Fase iniziale: analisi e valutazione strategica, in cui si chiarificano gli obiettivi che si desidera perseguire in modo da identificare le caratteristiche della potenziale target;
2. Fase intermedia: valutazioni economico-finanziarie e gestione negoziale della trattativa, attraverso cui si giunge alla stesura definitiva del contratto di cessione (signing e closing);
3. Fase finale: è l'effettiva integrazione tra le società coinvolte nel deal, che riguarda le decisioni e gli aspetti operativi necessari per poter conseguire i benefici sinergici attesi.

2.3.1 La prima macrofase

Lo scopo della prima macrofase è quello di far emergere una strategia aziendale che giustifichi il tipo di operazione che si vuole svolgere, delineando come il processo di crescita esterna possa portare ad una creazione di valore. È compito perciò del management interno di valutare razionalmente la possibilità di successo della strategia adottata.

Dalla macrofase iniziale del processo deve emergere una visione strategica di fondo che chiarisca e giustifichi fin da subito se e come il percorso di crescita esterna possa rappresentare una soluzione effettivamente percorribile dall'impresa per la creazione di valore. Il compito di pervenire a questa convinzione è demandato al management interno, che autonomamente o con l'ausilio di advisor esterni, valuta razionalmente le possibilità di successo della strategia esaminata.

A sua volta, la macrofase uno è suddivisa in sottofasi che tipicamente la caratterizzano:

- Analisi del problema: l'obiettivo è quello di inquadrare nel modo più chiaro ed esaustivo il problema che si vuole affrontare, analizzando i competitor e variabili

competitive di quel settore, identificare le possibili economie e sinergie che si possono raggiungere e la compatibilità dell'operazione con il piano strategico complessivo.

- Definizione della società target: identificazione di una società con la quale risulti conveniente l'acquisizione, che sia in linea con gli obiettivi e con le possibilità finanziarie ipotizzate.
- Identificazione di alternative: non sempre l'operazione si conclude con un successo a causa delle tante variabili che possono sorgere nel corso della trattativa; è opportuno, perciò, almeno in fase iniziale, individuare un numero maggiore di possibilità che possano portare al raggiungimento dell'obiettivo.

2.3.2 La seconda macrofase

Come già accennato nei passaggi precedenti, la seconda macrofase è caratterizzata dal passaggio teorico e ideale dell'operazione alla sua realizzazione pratica e concreta (closing), con tutti gli aspetti di gestione della negoziazione e di conclusione dell'accordo.

Questa fase è caratterizzata da un maggior numero di technicalità, e risulta perciò fondamentale l'ausilio di professionisti esterni come banche di investimento, che si occupano della gestione dei documenti preliminari, la valutazione delle imprese e il finanziamento dell'operazione, studi legali per la stesura dei contratti e delle clausole annesse e società di revisione per lo svolgimento della due diligence.

Anche questo macrogruppo si articola al suo interno di numerosi steps che possono essere così riassunti:

1. Screening: è la conclusione del processo già iniziato nella prima fase, in cui si chiarifica quali realtà sono effettivamente idonee stilando una graduatoria di queste e avviando i primi contatti.
2. Confidentiality agreement: o lettera di confidenzialità, in cui le parti confermano lo stato di avanzamento della trattativa senza però entrare nel dettaglio.
3. Accordi di standstill: impegno del venditore di non avviare trattative contemporaneamente con altri acquirenti.
4. Valutazioni economico-finanziarie: riguardano le valutazioni sia del capitale oggettivo (stand alone) che soggettivo dell'azienda, ovvero le potenziali sinergie che potranno crearsi dall'integrazione, in modo da definire un valore dell'acquisizione ed un range di prezzo.
5. Fattibilità finanziaria: grazie alla redazione del piano finanziario del progetto si identificano le possibili forme di finanziamento in linea con l'impatto monetario complessivo sull'acquirente.
6. Lettera d'intenti: è un documento precontrattuale in cui entrambe le parti si impegnano a formalizzare i termini generali dell'operazione e a mantenerli.
7. Due diligence: consiste nel processo investigativo della società target, con l'obiettivo di verificare la veridicità delle informazioni fornite e dello stato di salute della società. Essa può spaziare dai campi legati al business e alla concorrenza, ad aspetti economico-finanziari e patrimoniali fino a quelli fiscali.
8. Scelta del meccanismo per la determinazione del prezzo d'acquisto e trasferimento del rischio economico all'acquirente.
 - *Completion accounts*: il compratore in definitiva paga per il valore degli specifici assets e liabilities risultanti dai bilanci di completamento (completion accounts) in seguito alla chiusura dell'operazione. Il valore finale dell'equity (equity value) può non essere conosciuto per mesi, e di conseguenza neanche il prezzo definitivo pagato per il suo acquisto (purchase price). Alla data di completamento l'acquirente riconosce infatti un ammontare che costituisce una stima del prezzo

finale, il quale poi subirà degli aggiustamenti sulla base dei prospetti di bilancio aggiornati e comprensivi di tutte le informazioni disponibili ed emerse solo dopo il completamento del deal, come le variazioni di debito, cassa e capitale circolante (working capital).

- *Locked box*: il trasferimento del rischio economico avviene al momento della sottoscrizione del contratto (signing date) e il prezzo di acquisto è calcolato in funzione degli ultimi bilanci della target disponibili, i quali si riferiscono ad una data (effective date) antecedente la firma e la chiusura dell'operazione. Alla data di completamento avverrà il passaggio legale della titolarità della società bersaglio in capo al soggetto acquirente e il pagamento del prezzo così come definito nel contratto di compravendita.
9. Controlli e conclusione della compravendita: in seguito ad una negoziazione sul prezzo e ad i controlli antitrust si può procedere alla formalizzazione del contratto di compravendita (sale and purchase agreement), necessario perché possa essere ritenuta valida l'operazione e possa avvenire il passaggio di proprietà.

2.3.3 La terza macrofase

Quest'ultima fase prende l'avvio alla chiusura del deal, e vede coinvolti i management delle due società nella realizzazione degli obiettivi prefissati all'inizio nel business plan, mirando sempre alla creazione di quelle sinergie già citate precedentemente, e all'integrazione tra i reparti delle due realtà. Come detto, questa fase è cruciale per il successo o il fallimento di una acquisizione e vede principalmente in quattro driver il suo percorso e la sua riuscita:

- Integrazione culturale e organizzativa
- Generazione del consenso
- Trasferimento delle risorse e del consenso

- Tempi di adattamento e risposta

Macrofase	Fattori critici	Attori coinvolti	Impatto
1°	Capacità di visione strategica e di definizione del problema	Management interno acquirente	Basso: il rischio è quello di perdere l'occasione con una società target
2°	Forza contrattuale Analisi dettagliata dei fattori rilevanti Potere di negoziazione	Advisor e professionisti esterni	Medio: il rischio è quello di non "catturare il valore" e trovarsi in condizioni sfavorevoli
3°	Capacità organizzativa Leadership	Management della società acquirente e acquisita	Alto: il rischio è quello di non creare sinergie e quindi perdere la creazione del valore attesa

Tabella 2.1: Elaborazione propria

2.4 Le tre macrofasi a confronto

Le tre macrofasi principali di cui si compone il processo acquisitivo sono caratterizzate da peculiari fattori critici e coinvolgono risorse diverse fra loro. Essendo la creazione di valore l'obiettivo cardine della crescita esterna, un passo fondamentale è quello di definire ex ante la relazione tra le macrofasi, gli attori coinvolti, ed il loro valore durante tutto il processo.

I metodi per quantificare il valore delle sinergie create possono seguire due differenti approcci concettuali. Il primo è di tipo analitico, che si ottiene attraverso l'attualizzazione delle potenziali sinergie al netto dei costi di implementazioni con un tasso di sconto che può assumere il valore di K_e o di WACC in base ad un'ottica di equity side o asset side. Il secondo invece è di tipo sintetico, che prevede una stima degli effetti sull'EBITDA moltiplicando poi il valore ottenuto per il multiplo tipico del settore.

3. Le motivazioni delle parti

3.1 Le motivazioni del soggetto acquirente

Come già anticipato nei paragrafi precedenti, non esiste una motivazione unica per cui una azienda decide di intraprendere un'azione di fusione o acquisizione, bensì le ragioni possono essere molteplici sempre però collegate da un filo rosso che rappresenta una condizione di miglioramento, sia esso a livello strutturale, finanziario o di posizionamento sul mercato.

In linea generale possiamo affermare che l'elemento base di queste operazioni è quello di creare e sfruttare sinergie derivanti dall'unione delle due realtà coinvolte, ad esempio:

- Sinergie operative: rappresentano quei miglioramenti in termini di efficienza derivanti dallo sfruttamento di economie di scala e/o di apprendimento in seguito all'acquisizione di una società, sia essa competitor o operante in un altro mercato.
- Sinergie finanziarie: elemento che permette di abbassare il costo del capitale della società, in modo da spingere azionisti e finanziatori a investire o concedere credito a questa.
- Sinergie fiscali: un beneficio che è possibile trarre dall'acquisizione è quello di poter *sfruttare i crediti di imposta* presenti nei bilanci della società target a seguito di perdite d'esercizio, in quanto è consentito dedurre tali perdite, ad oggi solo se verificate particolari condizioni, dal reddito dell'acquirente. Un altro vantaggio è il cosiddetto *bonus aggregazioni* che consente il riconoscimento fiscale dei valori connessi all'avviamento e ai beni strumentali derivanti dall'operazione, sempre però nei limiti e al verificarsi di specifiche condizioni.
- Sinergie di costo: in linea generale, riguardano aspetti di supply chain e perseguimento di economie. Sono presenti riduzioni di *costi di produzione*, che riguardano un

efficientamento degli impianti di produzione ed una ottimizzazione della gestione del personale, ma anche quei costi derivanti dall'approvvigionamento dei materiali, ampliando il portafoglio dei fornitori e sviluppando economie di volume. *Costi di distribuzione*, cercando perciò di sviluppare nuovi canali distributivi o di ottimizzare quelli già esistenti, bilanciandone costi/benefici. L'aumento delle dimensioni dell'azienda può portare al conseguimento di economie di scala, riducendo così il costo unitario del prodotto sfruttando il surplus di capacità produttiva o distribuendo i costi fissi su una maggiore produzione. Sempre dalla crescita dimensionale si può assumere una posizione vantaggiosa nei confronti di fornitori, con politiche di sconto-quantità e maggior potere contrattuale, e finanziatori, grazie alla possibilità di negoziare tassi di interesse più vantaggiosi. Sempre a livello di abbassamento di costi di produzione troviamo le economie di scopo, derivanti dalla complementarità di risorse delle due imprese, che, anche se non appartenenti allo stesso settore, sfruttano affinità per una diversificazione delle attività, allocando con più efficienza le risorse in eccesso. Queste, possono suddividersi tra quelle tangibili, che fanno riferimento a beni fisici utilizzati nell'attività produttiva quali macchinari, attrezzature o materie prime, e quelle intangibili, che si riferiscono invece a know-how, marchi, brevetti, competenze tecniche, uffici marketing e altro. A livello economico finanziario, una operazione di acquisizione ben condotta può portare ad una riduzione del WACC, (weighted average cost of capital) collegato al livello di rischio aziendale percepito dal mercato. Esso è composto da una componente relativa al costo del capitale di debito (cost of debt, K_d) e da una componente relativa al costo del capitale di rischio (cost of equity, K_e), ponderate per i rispettivi pesi assunti all'interno della struttura finanziaria. Essendo il costo del capitale il tasso con cui si attualizzano e valutano gli investimenti, il capitale economico e le sinergie, una sua riduzione costituisce una condizione favorevole per la società.

- Sinergie di ricavo: l'incremento dei ricavi è generato da fenomeni come il cross-selling, ovvero l'ampliamento su mercati simili con l'ampliamento della gamma di

prodotti oppure su mercati differenti con un aumento di servizi e prodotti. Un altro elemento che vede come conseguenza l'aumento dei ricavi è quello di sfruttare risorse, tangibili o intangibili, che la società acquisita già possiede, superando così quelle barriere all'ingresso che al contrario i nuovi entranti nel settore si troveranno a dover affrontare. L'espansione strutturale è motivo di acquisizione delle quote della target, accrescendo il potere della società sul mercato di riferimento e quindi determinando un maggior potere contrattuale su terzi e di conseguenza anche il fatturato.

Altri motivi che possono spingere una società a compiere un'operazione straordinaria possono rientrare nella categoria del riallineamento strategico, cioè adattarsi ai veloci e continui cambiamenti in ambito legislativo e di innovazione: essendo la nostra società in continua evoluzione e con cicli di vita del prodotto sempre più brevi, talvolta risulta impossibile per una azienda avere tempo e risorse per innovarsi autonomamente, ma risulta più efficace ed efficiente sfruttare le competenze e le conoscenze altrui, penetrando anche in mercati fino a prima inesplorati che possono portare ad un vantaggio competitivo nei confronti di competitor ed ad un aumento dei guadagni.

3.2 Le motivazioni del soggetto acquisito

La motivazione che appare più scontata alla base di ogni azione di cessione aziendale è quella per cui il soggetto acquisito si trovi in particolari situazioni di difficoltà economiche e finanziarie da dover disinvestire le proprie quote ed affidarle a terzi. Spesso però, fenomeni di mergers and acquisition si verificano quando la cessione è indirizzata ad una ristrutturazione aziendale, volta ad una riallocazione delle risorse per la creazione di valore all'impresa cedente.

In sintesi, elencando le motivazioni principali, possiamo racchiuderle in:

- Necessità economico-finanziaria: in seguito ad una analisi oggettiva della situazione patologica della società e sulla sua gestione, in situazioni di redditività inadeguate, carenze e/o obsolescenze tecnologiche o mancanze competitive, il management verifica la necessità di affidarsi ad una società esterna più sana e con ingresso di nuovi capitali.
- Strategia di business: può capitare che vi sia nell'azienda la volontà di abbandonare un settore di mercato o un settore operativo perché non più vantaggioso e profittevole quanto prima o non più in linea con il core business della società.
- Massimizzazione del risultato economico: in alcune situazioni, la consapevolezza di aver raggiunto la saturazione del profitto in un determinato mercato con specifiche risorse perché giunti al culmine della fase di sviluppo, l'imprenditore può essere propenso a capitalizzare gli investimenti effettuati con la cessione *in toto* o di un ramo dell'azienda.
- Opportunità: senza una vera e propria necessità di cessione o comunque non in un quadro strategico prestabilito, sono quelle offerte che si verificano in condizioni decisamente favorevoli per acquisito o in seguito ad una valutazione sovrastimata da parte dell'acquirente.
- Problemi di natura personale o di successione proprietaria: in condizioni di mancanza di una figura che possa portare avanti la società o che sia in grado di gestirla. Questa condizione avviene prevalentemente in quelle imprese a gestione familiare.

Le motivazioni espresse precedentemente presentano anche differenze sull'impatto che esse hanno sul prezzo, sui tempi di chiusura dell'operazione e sul potere esercitato dalla parte acquisita o acquirente. Infatti, in casi di problemi oggettivi, cioè quelli aziendali, il potere negoziale dell'acquirente risulta essere molto più dominante mentre in casi di problemi soggettivi, cioè di massimizzazione economica e di sfruttamento di opportunità, il potere maggiore si manifesta in capo al venditore.

4 Fattori critici di successo

Per fattori critici di successo si intendono tutti quegli avvenimenti, siano essi fatti, circostanze o influenze che incidono sul raggiungimento del risultato. Il risultato ottenuto da McKinsey e Company Study (McKinsey, 2010) in cui si evidenzia un livello di fallimento del 66-75% nei casi in cui si anteponga l'attenzione della chiusura del deal alla gestione del capitale umano e alla gestione dei problemi organizzativi, mostra come tutte le parti che costituiscono l'accordo, sia pre che post acquisizione, siano delicate e da non trascurare per la buona riuscita dell'operazione. Per questo motivo, infatti, è corretto fare una distinzione tra prima e dopo M&A.

4.1 Fattori critici di successo pre M&A

Il primo fattore da considerare è quello della scelta del partner strategico. Questa scelta porta con sé una serie di valutazioni a livello economico, interpersonale e dimensionale; se da un lato è necessario considerare la spesa e i futuri investimenti, non si possono trascurare elementi come struttura di leadership, facilità di integrazione tra le risorse impiegate e capacità di apprendimento. In più, la scelta di target molto diversi in termini di grandezza pare sia un elemento negativo, in quanto porterebbe ad una minimizzazione dell'operazione se acquisita una troppo piccola oppure una maggiore difficoltà di integrazione dovuta a lotte politiche interne nel caso opposto. Un altro fattore critico presente nella struttura dell'operazione è quello che vede coinvolta la scelta del premio di prezzo. Infatti, la letteratura evidenzia come una delle prime cause di fallimento consista proprio nel distruggere valore dell'operazione pagando eccessivamente la società, rendendo quasi impossibile un rendimento adeguato. Appare necessaria, inoltre, una nuova struttura retributiva che permetta a tutti gli attori coinvolti di essere motivati e gratificati individualmente, favorendo così il raggiungimento

degli obiettivi che la società si è prefissata. La grande attenzione alla due diligence risulta essere un fattore molto rilevante, per evitare che si verifichino successivi problemi di integrazione tra le due realtà e che il potenziale individuato e la strategia complessiva possa essere attuata al massimo. La due diligence, che nel migliore dei casi prevede figure di entrambi gli attori coinvolti, si prefissa di svolgere attività finanziarie come revisione dei rendiconti finanziari, dei cash flows e attività/passività e di attività non finanziarie come valutazione delle risorse necessarie, adeguamento dei ruoli ed efficacia di integrazione. Un ultimo elemento tra quelli più importanti riguarda la necessità di avere una chiara strategia complessiva e un'esperienza pregressa su fusioni e acquisizioni. Infatti, un fattore di successo è avere ben chiaro che operazioni di questo tipo presentano come obiettivo un vantaggio competitivo sul lungo periodo e non una semplificazione dell'operatività nel breve. Il faro che deve guidare tutto il processo è quello della crescita e la strategia deve esserne il supporto. L'obiettivo deve essere anche quello di continuare ad imparare dalle operazioni effettuate, accumulare esperienza e competenze per migliorare sempre più in operazioni di finanzia straordinaria.

4.2 Fattori critici di successo post M&A

Come già precedentemente sottolineato, nessuna delle fasi che costituiscono il processo può essere sottovalutata o considerata meno rilevante; sicuramente però, tutto ciò che avviene dopo la chiusura del contratto determina il valore aggiunto che l'operazione può portare alle parti coinvolte.

Uno dei primi fattori di successo dopo l'M&A, infatti, consiste proprio nell'integrazione, e nell'avere una pianificazione che tocchi tutti gli aspetti più rilevanti. Si passa perciò da temi sulla gestione del capitale umano, con la redistribuzione di ruoli, funzioni e benefit, alla

gestione dei rapporti con clienti esterni in linea con la strategia prefissata per giungere fino alla gestione finanziaria e legale. Se da un lato però è fondamentale compiere scelte a priori sulla strategia da adottare e su quali sinergie si vogliono definire, risulta necessario monitorare il modo in cui questi processi vengono attuati, mappare appunto come le azioni vengono svolte e valutare se i risultati sono in linea con l'obiettivo prefissato. Un altro fattore di successo è quello di creare fin da subito un team di leadership efficace e ben strutturato, capace di guidare verso l'obiettivo strategico fissato. Una squadra costituita da membri di entrambe le parti, con attori ambiziosi e proattivi, è sicuramente uno dei principali elementi per avere una buona integrazione, un personale motivato e interessato al raggiungimento della strategia aziendale. Anche la velocità risulta essere un elemento significativo nella riuscita dell'operazione. Non è definito in letteratura se sia più corretta un'integrazione più lenta o più veloce, ma entrambe portano con sé elementi positivi e negativi. Se da un lato un processo più lento può creare maggior tranquillità e fiducia tra i dipendenti dell'azienda porta con sé anche una serie di problematiche esterne, come un posizionamento in ritardo sul mercato e quindi una perdita di clienti, e problematiche interne nella creazione di sinergie di back office, necessarie per il procedere dell'azienda. Un processo basato sulla velocità invece risulta essere diametralmente opposto a quando appena definito, attuando la strategia in tempi molto più brevi ma con il rischio di una popolazione aziendale meno soddisfatta. Sicuramente assume il ruolo di fattore critico di successo anche il piano di comunicazione commerciale. Per avere la creazione di una buona sinergia è necessario non concentrare tutte le forze solamente nella risoluzione delle difficoltà che nascono durante la transizione, ma cominciare fin da subito il post-acquisizione un processo di comunicazione rivolto sia ai dipendenti che ai clienti. Lo scopo è quello di creare fiducia nelle parti, di essere chiari circa i traguardi da raggiungere e i modi per farlo, dell'importanza di tutti gli attori anche nella nuova realtà ma anche di prepararli gradualmente al cambiamento e al nuovo indirizzo strategico.

5. Gruppo LVMH: le azioni

Il Gruppo Louis Vuitton Moët Hennessy nasce nel 1987 successivamente all'integrazione tra la casa di *champagne* francese Moët-Hennessy e l'azienda Louis Vuitton, operante nel mondo della pelletteria e dei beni di lusso. Nel breve futuro, l'amministratore delegato Bernard Arnault attuò una serie di acquisizioni che ampliarono il portafoglio del gruppo fino a farlo diventare il leader mondiale nella produzione di tali beni. L'idea di base della gestione strategica di LVMH è quella di possedere un elevato numero di aziende diversificando i settori di mercato, gestendole con una logica di portafoglio in cui si mantenga l'identità e l'autonomia di ogni singola parte.

L'operatività del gruppo si basa principalmente su alcuni pilastri:

- organizzazione decentralizzata: tutte le Maison che compongono il gruppo sono autonome nella gestione delle proprie attività, mantenendo elevata l'efficienza decisionale e la relazione con il cliente.
- Integrazione verticale: per assicurare sempre l'eccellenza, elemento cardine del gruppo francese, si è deciso di controllare il processo lungo tutta la catena, da monte a valle, dal fornitore al cliente.
- Creazione di sinergie: per quanto si rispetti al massimo l'indipendenza di ogni singola maison, il gruppo richiede la condivisione di risorse che renda possibile la creazione e lo sfruttamento di sinergie di produzione, di marketing, di distribuzione.
- Progettualità a lungo termine: con uno sguardo sempre al futuro, l'idea del gruppo è quella di promuovere l'artigianalità e la creatività anche alle generazioni future per garantire l'identità e l'eccellenza alle case di moda che lo compongono.

Mix complementare di attività e aree geografiche: la diversificazione del business in più aree geografiche consente al gruppo di mantenersi in equilibrio a fronte di possibili fluttuazioni economiche.

5.1 Acquisizione LVMH-Bulgari

Il 30 giugno 2011 il gruppo francese ha concluso l'operazione di acquisizione della società Bulgari SpA diventando azionista di maggioranza con una partecipazione del 76,12% del capitale sociale. Il deal prevedeva per la società orafa la ricezione di quote di partecipazione di LVMH tali da renderla la seconda azionista di maggioranza, ottenendo così il 3,5% del capitale del maggior player del lusso, mentre per il gruppo francese l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto sulle restanti azioni Bulgari, al prezzo di 12,25 € per azione. Complessivamente, il costo di questa operazione si aggira intorno ai 4.3 miliardi di euro, finanziati con emissione di nuove azioni, debito finanziario e cash disponibile.

5.1.1 Le motivazioni strategiche

Per comprendere le principali motivazioni che hanno spinto il gruppo LVMH a compiere un'azione di questo tipo, possiamo partire con uno sguardo sulla ripartizione dei ricavi per segmento nell'anno precedente.

<i>(EUR millions)</i>	2011	2010	2009
Wines and Spirits	3,524	3,261	2,740
Fashion and Leather Goods	8,712	7,581	6,302
Perfumes and Cosmetics	3,195	3,076	2,741
Watches and Jewelry	1,949	985	764
Selective Retailing	6,436	5,378	4,533
Other activities and eliminations	(157)	39	(27)
Total	23,659	20,320	17,053

Grafico 5.1: Revenues by commodity 2011

Il settore più carente all'interno del portafoglio, con una quota minore del 4,5% del totale, risultava essere proprio quello "Watches & Jewelry". Mancando all'interno del gruppo un nome importante in quel settore, l'idea risulta essere proprio quella di volersi rafforzare con l'acquisizione di un player già noto e di rilievo nella gioielleria, sostenendo la competizione di altri marchi come Cartier, di proprietà del gruppo Richemont. Nell'anno della chiusura dell'operazione, il business group Watches & Jewelry registra un'a crescita del +23% rispetto all'anno precedente con una spinta del brand Bulgari del +72% ed un profitto di 265 milioni di euro in più.

	2012	2011	2010
Revenue (EUR millions)	2,836	1,949	985
Revenue by geographic region of delivery (%)			
France	6	7	8
Europe (excluding France)	27	26	25
United States	12	13	17
Japan	14	14	12
Asia (excluding Japan)	26	26	21
Other markets	15	14	17
Total	100	100	100
Profit from recurring operations (EUR millions)	334	265	128
Operating margin (%)	12	14	13
Operating investments (EUR millions)	136	117	36

Grafico 5.2: Revenues by Region 2012

Un'altra motivazione che può aver spinto alla conclusione dell'operazione è quella di potenziare la penetrazione sul mercato asiatico, in particolare giapponese; infatti, è proprio qui che Bulgari rilevava oltre il 20% dei ricavi e nel quale invece LVMH era più carente. Infatti, nell'anno della acquisizione e nel successivo, il gruppo LVMH registra una crescita dell'unità orologi e gioielli del +5% in Asia e +2% del solo Giappone, crescita massima raggiunta tra tutte le regioni geografiche.

Infine, un'ultima motivazione che ha portato alla conclusione del deal è proprio quella dello sfruttamento di potenziali sinergie ed economie di scala date dal simile processo produttivo e distributivo delle due entità.

6. Gruppo Kering: le azioni

Intorno agli anni 1999-2000, il gruppo Kering inizia il suo processo di focalizzazione e posizionamento nel mercato del lusso, anche se la sua nascita risale a qualche decennio prima quando Francois Pinault fonda la holding Kering S.A. operante nella vendita di legno al dettaglio. Il marchio di punta e prima operazione portata a termine è Gucci, grazie alla quale entrano a far parte del portafoglio anche brand come Yves Saint Laurent e Sergio Rossi e successivamente Bottega Veneta, Stella McCartney ed Alexander McQueen. Questa serie di acquisizioni e quelle effettuate nel corso degli anni hanno fatto sì che il gruppo diventasse uno dei player più influenti nel settore dei beni di lusso, secondo solo al gruppo LVMH. Ad oggi detiene numerosi brand operanti secondo una divisione interna, cioè Luxury Houses e Kering Eyewear.

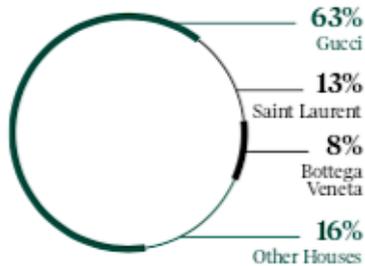
Nonostante l'appartenenza ad un unico riferimento, tutti i brand posseduti sono gestiti in modo indipendente, rendendo possibile così una diversificazione per l'azienda ed un'operatività e gestione più semplice ed efficiente per marchi, liberi di sviluppare e mantenere una loro identità e tratti distintivi. L'appoggio del gruppo centrale è quello di fornire tutti quegli elementi di supporto per un corretto sviluppo del brand, spingendo su economie di scala, know how e sulla creazione di sinergie utili all'innovazione e allo sviluppo. Infatti, come si può osservare dalla tabella sottostante, il gruppo opera una valutazione dell'incidenza per marchi, e non per classi di business come LVMH.

Revenue <i>(in € millions)</i>	2019	2018	Reported change	Comparable change⁽¹⁾
Total Luxury Houses	15,382.6	13,246.7	+16.1%	+13.2%
Gucci	9,628.4	8,284.9	+16.2%	+13.3%
Yves Saint Laurent	2,049.1	1,743.5	+17.5%	+14.4%
Bottega Veneta	1,167.6	1,109.1	+5.3%	+2.2%
Other Houses	2,537.5	2,109.2	+20.3%	+17.8%
Corporate and other	500.9	418.5	+19.7%	+16.5%
KERING	15,883.5	13,665.2	+16.2%	+13.3%

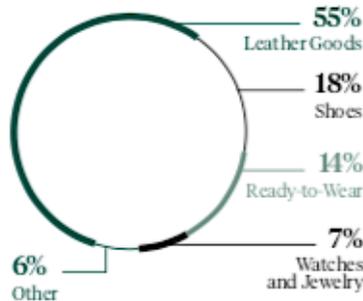
Grafico 6.1: Revenues by Brand 2019

L'analisi dei ricavi evidenziata dai tre grafici sottostanti permette facilmente di dire quale siano i marchi principali per il gruppo Kering e su quali canali distributivi realizzi maggiori entrate. Infatti, più del 50% dei ricavi provengono dal marchio italiano Gucci, distribuito principalmente grazie a negozi diretti (DOS) attivi in più di trenta mercati mondiali. Sicuramente anche le vendite online hanno contribuito ad un innalzamento notevole dei ricavi, grazie al mantenimento di un'esperienza unica d'acquisto che connette l'utilità dell'e-commerce con lo storytelling voluto dal gruppo. Yves Saint Laurent (YSL) e Bottega Veneta rappresentano il secondo e terzo marchio più significativo per il gruppo, rispettivamente con il 13% e 8% di ricavi. Il primo, grazie ad una forte implementazione strategica per quanto riguarda prodotti, comunicazione e distribuzione, facendo leva su un e-commerce presente in più di cinquanta paesi, tra cui USA, Europa, Asia; il secondo apportando elementi di libertà e sensualità alle collezioni supportati da investimenti in marketing e produzione per garantire elevate quantità di nuovi prodotti.

Breakdown of revenue by brand



Breakdown of revenue by product category



Breakdown of revenue by distribution channel



Grafico 6.2: Revenues by Category and Distribution Channel

6.1 Acquisizione Kering-Brioni

Ufficializzata a novembre 2011, l'acquisizione della casa di moda Brioni da parte del gruppo Kering vede il suo compimento all'inizio del 2012 per un valore di circa 218 milioni (KPMG Advisory, 2014). La maison del lusso italiano fonda fin da subito le sue basi in un mix tra abilità e imprenditorialità, diventando molto velocemente un riferimento nel mondo della sartoria e uno status per eleganza e galanteria. L'aspetto strategico è contraddistinto anche dalla volontà di guardare oltre al mercato italiano, puntando ad una internazionalizzazione del marchio che ne valse nel 2007 e 2011 la nomina di marchio più prestigioso d'America.

6.1.1 Le motivazioni strategiche

Sicuramente uno dei principali moventi che hanno portato alla decisione di aggiungere al portafoglio di Kering la società Brioni è quello di aver visto nell'azienda italiana un forte

brand con alto potenziale nel settore della moda maschile di lusso, elemento mancante tra i marchi già posseduti.

Un altro aspetto fondamentale, che caratterizza quasi tutte le operazioni di Mergers & Acquisition è proprio quello di voler fondere il know how tra le parti, in modo da contribuire ad una crescita in termini di produzione, competenze e mercati; in questo caso, infatti, viene a fondersi il bagaglio di imprenditorialità del gruppo con le capacità di sartoria pret-a-porter e su misura della casa di moda italiana.

Ciò che il gruppo Kering mette a disposizione per Brioni è sicuramente un contesto finanziariamente solido e ben strutturato che possa permettergli una crescita ed espansione in più mercati, sfruttando quelle economie di scala e scopo di cui già gode il gruppo. L'opportunità che sfrutta invece il brand italiano è proprio quello di poter trasformare l'azienda da familiare a globale, contando su un maggior numero di prodotti e raggiungendo mercati fin ad ora inesplorati.

Se per il gruppo francese l'acquisizione di Brioni veniva considerata come una grande opportunità e sulla quale riporre grandi aspettative per entrambe le parti, non è da meno la reazione del mercato finanziario a seguito dell'ufficializzazione. Infatti, come si può osservare dal grafico, il prezzo del titolo del gruppo Kering registra un +3.6% nel mese di novembre, confermando una sensazione positiva da parte del mercato circa i potenziali benefici che questa operazione poteva portare.



Grafico 6.1: Andamento prezzo titolo Kering 2011

Il passaggio nelle mani di un colosso come quello francese però, può portare con sé aspetti positivi e negativi, come è successo proprio per la sartoria italiana. Infatti, se da un lato il sostegno del gruppo ha contribuito ad una ripresa dalla crisi del 2009, come si può dedurre dal fatturato del 2013 che si aggira intorno ai € 200 milioni, dalla capillarità distributiva raggiunta e dalle quantità prodotte, dati più recenti (2016) mostrano come Brioni si sia dovuta piegare ad una scelta strategica che ha portato ad un danneggiamento del brand. Elementi come la ricerca sfrenata di inseguire un consumatore giovane più in linea con marchi come Gucci o Prada perdendo di vista effettivamente il customer tipo disposto ad una spesa maggiore ed una dispersione del know how data dalla difficoltà di integrazione di due realtà così diverse, hanno fatto sì che si disperdessero quelle competenze e risorse per una continua crescita del marchio.

7 Caso Studio: Gruppo Richemont-YNAP

7.1 Introduzione

Questo capitolo ha l'obiettivo di mettere in luce quali siano stati i moventi che hanno portato alla conclusione dell'acquisizione della società Yoox-Net a Porter da parte del gruppo del lusso Richemont. Oltre a questo aspetto però si cercherà di evidenziare quali siano stati i vantaggi per entrambe le aziende, come siano cambiate le logiche di mercato sia a livello di business che di prodotto e come sia cambiato sia a livello finanziario che gestionale in seguito all'operazione.

7.2 Il gruppo Richemont e Yoox Group

Il gruppo Richemont è una holding finanziaria, con sede a Ginevra e quotata alla borsa di Zurigo che detiene un portafoglio di imprese delle quali possiede in parte o la totalità del capitale. All'interno del gruppo non troviamo soltanto marchi relativi ad orologeria di lusso o gioielleria ma anche a settori come moda e accessori, scrittura e vendita online. La società, che ha come obiettivo quello di raggiungere un'integrazione verticalizzata su quasi tutti i settori, comincia la sua politica di acquisizioni nel 1988 per proseguire fino ad oggi, affiancando a quei marchi che non possiedono ancora il controllo di tutta la filiera produttiva aziende che potessero sopperire a tali mancanze. Il gruppo, prima dell'operazione con Yoox, deteneva già la proprietà di Net-a-Porter, società fondata negli anni 2000 per la distribuzione online.

Yoox Group nasce intorno agli anni 2000 come una start-up dall'idea di Federico Marchetti, che si pone come obiettivo quello di rivendere a prezzo scontato capi di alta moda, attuando perciò una formula outlet fino a quel momento poco esplorata, ma aggiungendo la parte online. Successivamente, il passaggio ad una vendita non più a prezzo scontato a un forte know how dell'online ha fatto sì che grandi marchi di moda, come Valentino e Armani, si appoggiassero a Yoox per la creazione di un canale di vendita di questo tipo, affidando tutti gli aspetti legati all'e-commerce alla ormai società italiana. L'ultima fase che la vede protagonista è quella che porta nel 2015 alla fusione con Net-a-Porter, dando possibilità così a Yoox di internazionalizzarsi in aree prima meno coperte, di affermarsi di più nel mondo del lusso venduto online a prezzo pieno, e soprattutto di aggiungere "contenuto editoriale" alla propria offerta, distinguendosi in questo dai concorrenti, che si concentrano più sull'offerta di prodotto. Dalla fusione dei due e-commerce nel 2015 nasce il gruppo unico Yoox Net-a-Porter (YNAP). La società verrà quotata in borsa fino al 2018 e Marchetti deterrà il 5,67% delle quote. Il gruppo continua a gestire siti e-commerce di commercio multimarca e monomarca, tra cui yoox.com, MRPorter.com e shooscribe.com, nato nel 2012 e dedicato alle calzature femminili. Con 5,3 milioni di clienti in 180 Paesi, YOOX NET-A-PORTER adotta un approccio localizzato per servire la sua clientela in tutto il mondo attraverso una rete di uffici e operazioni negli Stati Uniti, Europa, Asia Pacifico e le joint venture con Alibaba in Cina e Symphony Investments in Medio Oriente ma anche collaborazioni con diverse importanti aziende come IBM, con la quale ha stretto una partnership rivoluzionaria per favorire l'innovazione tecnologica per un mondo sempre più omnichannel.

7.3 Il Merger Yoox Group-Net a Porter

“Milano, 31 marzo 2015 - YOOX S.p.A. (“YOOX”) (MTA; YOOX), il partner globale di Internet retail per i principali brand della moda, ha sottoscritto con Compagnie Financière

Richemont S.A. (“Richemont”), azionista di controllo di The Net-A-Porter Group Limited (“Net-A-Porter”), il principale retailer a livello mondiale di lusso online, un accordo finalizzato alla fusione tra le due società mediante concambio in azioni YOOX. L’operazione darà vita a YOOX Net-A-Porter Group (il “Gruppo”) leader globale indipendente nel luxury fashion e-commerce, con ricavi netti aggregati pari a circa 1,3 miliardi di Euro e un EBITDA Adjusted aggregato di circa 108 milioni di Euro nel 2014.”

Si apre così il comunicato stampa pubblicato da Yoox Group il 31 Marzo 2015 in cui si conferma la sottoscrizione di un contratto di fusione tra il gruppo italo-inglese e il colosso francese. È in questo momento che il gruppo Richemont, come azionista di maggioranza di Net a Porter e quindi già affacciato al mondo digitale, si impone nel mercato mondiale del fashion luxury online, creando una sinergia con il player dominante e con l’obiettivo di espandersi sempre più a livello geografico e soddisfare una maggior varietà di clienti.

7.3.1 I termini e i benefici principali dell’operazione

Di seguito si riportano i termini principali dell’operazione che permettono di comprendere quali siano le intenzioni di governance della nuova società:

- Fusione per incorporazione in YOOX di un veicolo di diritto Italiano (“Newco”) che deterrà la totalità del capitale di Net-A-Porter
- Richemont, come unico azionista di Newco, verrà a detenere il 50% del capitale sociale della società risultante dalla fusione
- Al fine di garantire l’indipendenza del nuovo Gruppo:

- I diritti di voto esercitabili da Richemont saranno limitati al 25%
 - Richemont non potrà nominare più di 2 membri del Consiglio di Amministrazione su un minimo di 12
 - Il Consiglio di Amministrazione del Gruppo sarà composto per almeno la metà da amministratori indipendenti
-
- YOOX continuerà ad essere quotata alla Borsa di Milano, ad avere sede legale in Italia, e al perfezionamento della fusione sarà rinominata YOOX Net-A-Porter Group
 - Federico Marchetti, Fondatore e Amministratore Delegato di YOOX Group, sarà Amministratore Delegato di YOOX Net-A-Porter Group
 - Natalie Massenet, Fondatrice e Presidente Esecutivo di Net-A-Porter, sarà Presidente di YOOX NetA-Porter Group
 - Al completamento della fusione, YOOX Net-A-Porter Group intende promuovere un aumento di capitale fino a un massimo di 200 milioni di Euro per finanziare nuove opportunità di crescita e l'integrazione, anche con il fine di favorire l'ingresso di potenziali investitori strategici e mantenere la massima flessibilità finanziaria
 - La fusione è condizionata alle approvazioni delle autorità competenti e all'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti di YOOX; il closing è atteso per settembre 2015

Questi termini dell'operazione, così come le parole dei presidenti delle tre realtà coinvolte, fanno emergere come l'obiettivo di Richemont non sia quello di assumere tutto il potere della nuova realtà e centralizzare nelle proprie mani tutte le decisioni, bensì lasciare ampio spazio di manovra e di progresso a chi ha maggior competenze in questo ambito e di creare una piattaforma indipendente e neutrale per un cliente sofisticato amante dei brand del lusso. Lasciare Federico Marchetti come AD di YNAP e Natalie Massenet come Presidente esecutivo, lasciare la quotazione alla borsa di Milano e detenere solamente il 25% del diritto di voto sono la prova di quanto affermato prima.

La fusione unisce due realtà con business fortemente complementari in grado di raggiungere tutti i principali mercati geografici del lusso e le diverse tipologie di clienti grazie alla creazione di una una piattaforma ancor più estesa che rafforza ulteriormente le partnership con i brand. Si attende che l'unione delle due realtà migliori la leva e l'efficienza operativa, vantando più di 2 milioni di clienti a livello globale con una elevata capacità di spesa e oltre 24 milioni di visitatori unici al mese gestendo una maggiore diversificazione del portafoglio di business e un mix geografico più bilanciato. Ci si aspetta che YNAP coprirà oltre 180 Paesi al Mondo con il 28% dei ricavi netti aggregati generati dal Nord America, primo mercato del Gruppo, il 15% dal Regno Unito, il 7% dall'Italia, il 30% nel Resto d'Europa, il 15% nell'area Asia Pacific e il 5% nel resto del mondo.

In termini di sinergie, si aspettano vantaggi sia a livello di ricavi che di costi.

Infatti, si attende che il nuovo Gruppo generi sinergie annue a regime per circa 60 milioni di euro a livello di EBITDA e minori investimenti, a partire dal terzo esercizio dal completamento della fusione, di cui la metà derivanti dai ricavi e la restante parte da risparmi di costo e investimenti in conto capitale.

Le principali sinergie relative ai ricavi sono attese da:

- Una piattaforma più estesa che rafforza ulteriormente le partnership con i brand. La maggiore scala del nuovo Gruppo, sia in termini di presenza geografica, sia di esposizione della gamma prodotti attraverso l'ampliamento del portafoglio degli online store, rafforzerà le relazioni con i partner della moda e del lusso. Tutto ciò a beneficio sia dei brand partner sia di YOOX Net-A-Porter Group
- Possibilità di potenziare la linea di business monomarca estendendo l'offerta di YOOX ai top brands di Net-A-Porter e offrendo inoltre servizi a valore aggiunto, facendo leva sulle capacità uniche di entrambe le società che spaziano dalle riconosciute competenze editoriali, alla piattaforma integrata di marketing e ad un lussuoso servizio offerto al cliente di Net-A-Porter all'expertise dell'agenzia creativa interna di YOOX
- Sviluppo di una piattaforma tecnologica condivisa, che conetterà tutti gli online store e i centri logistici del nuovo Gruppo, creando un unico magazzino virtuale a livello globale. Tutto ciò consentirà un aumento delle vendite e il miglioramento del sell-through e del Retail Margin, grazie alla possibilità di estendere l'offerta ad un audience globale più ampia
- La complementarità geografica e di competenze delle due società che consentirà di proporre un'offerta più mirata ed efficace ai rispettivi clienti. YOOX potenzierà la propria offerta nel Regno Unito e in Australia; Net-A-Porter in Italia, Giappone e Cina

Le principali sinergie relative ai costi sono attese principalmente da tecnologia e operations:

- L'ottimizzazione della piattaforma logistica globale, unita a una più efficiente localizzazione degli assortimenti, più vicini al cliente, determineranno maggiori efficienze nelle consegne e nei costi di fulfillment.

- Ulteriori economie di scala deriveranno dalla gestione ottimizzata dei fornitori esterni per i servizi logistici e tecnologici e benefici in termini di efficienza sono attesi dalla condivisione delle best practice di entrambe le società lungo tutta la catena del valore, senza compromettere la qualità.
- Le sinergie in termini di costi di Sales & Marketing deriveranno sia da economie di scala nell'approvvigionamento dei prodotti, attraverso la combinazione delle campagne acquisti di yoox.com e di theoutnet.com, sia attraverso una maggiore efficienza negli investimenti di web marketing.

7.4 La Fusione

“Compagnie Financière Richemont S.A. (Richemont), il gruppo svizzero di beni di lusso, annuncia di avere comunicato a YOOX Net-A-Porter Group S.p.A. e alle autorità competenti la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (l'“Offerta”) su tutte le azioni ordinarie emesse e in circolazione di YOOX Net-A-Porter Group S.p.A. (“YNAP”) delle quali Richemont e le sue affiliate non siano già titolari. In base all'Offerta, per ciascuna azione YNAP posseduta, gli azionisti di YNAP riceveranno Euro 38.00 (trentotto/00).”

Queste sono le parole che si possono leggere nel comunicato emanato dal colosso francese in data 22 gennaio 2018, in cui evidenzia l'intenzione di acquisire l'ulteriore 51% di azioni che non erano ancora in suo possesso.

Dalle parole del presidente Johann Rupert riportate nel documento, si può cogliere come uno dei principali motivi di un'azione di questo tipo verso una società di e-commerce e quindi di una forte diversificazione dei propri investimenti, è proprio quello di offrire ai propri clienti i migliori prodotti e servizi possibili. Già partecipi della crescita di Net a Porter e successivamente anche della fusione con Yoox Group, dando vita al principale retailer mondiale operante nel settore del lusso online, il completamento di tale operazione non può che servire a rafforzare la posizione di Richemont sul mondo digitale.

7.5 Le motivazioni dell'offerta

La decisione di lanciare un'OPA da parte del gruppo Richemont nei confronti di YNAP non può che celare la scelta di perseguire una determinata vision strategica: in questo paragrafo infatti cercheremo di identificare quei driver che hanno portato a tale scelta e che hanno fatto sì che si potesse concludere questa operazione.

Rafforzamento del canale digitale

Come già accennato precedentemente, il gruppo francese Richemont ha sostenuto Net-A-Porter sin dalle fasi iniziali del suo sviluppo, diventandone prima investitore di minoranza, e successivamente azionista di controllo nel 2010. Dalla fusione tra Net-A-Porter e Yoox nel 2015, Richemont ha continuato a sostenere il gruppo risultante da tale fusione quale suo principale azionista, convinto che l'e-commerce offrisse un'opportunità di mercato molto rilevante; in una fase in cui il canale digitale sta diventando via via più significativo per raggiungere i clienti del settore del lusso, il Gruppo Richemont ha intenzione di rafforzare ulteriormente il proprio impegno in tale canale.

Maggiore flessibilità gestionale e operativa

In linea con la strategia adottata negli ultimi anni dal Gruppo Richemont, la decisione di affrontare un acquisto sulla totalità delle azioni e non solo su una quota maggioritaria è spiegata proprio dalla possibilità in tale modo di perseguire più agilmente gli obiettivi di business di lungo periodo delle società controllate, aumentando la flessibilità gestionale ed operativa e consentendo a Richemont di fornire loro pieno sostegno e di condividere con le stesse informazioni senza le limitazioni imposte dalla presenza di soci di minoranza. Il controllo totalitario consente inoltre alle aziende del portafoglio Richemont di concentrarsi sulle proprie attività senza obblighi di comunicazione al pubblico e altri obblighi di legge derivanti dallo status di società quotata.

Delisting

Collegato all'aspetto precedentemente trattato, il gruppo del lusso è convinto che una minor base azionaria ottenuta dopo il delisting possa essere veicolo di un più efficace raggiungimento degli obiettivi strategici di lungo periodo, garantendo una libertà di gestione. Il delisting, infatti, consiste nel ritirare la quotazione della società YNAP dal suo mercato, in questo caso Borsa Italiana, sospendendo così anche la negoziazione dei suoi titoli.

Ampliamento geografico e di prodotto

Il colosso francese ritiene che, con il supporto delle risorse e dell'impegno a lungo termine del Gruppo Richemont e grazie all'accesso alla sofisticata clientela di questo, diffusa a livello globale, YNAP avrà a disposizione una rilevante opportunità per rafforzare ulteriormente la propria leadership nell'e-commerce del settore del lusso, espandendo il business nelle attuali e in nuove aree geografiche, aumentando la disponibilità e la varietà dei prodotti, e continuando a sviluppare servizi e contenuti senza eguali per la propria esigente clientela. YNAP continuerà a essere gestita come un business distinto a fianco degli altri business del

Gruppo Richemont rimanendo una piattaforma neutrale ed altamente attrattiva per i brand del lusso.

7.5.1 L'evoluzione del rapporto Yoox-Net a Porter-Richemont

Ad ottobre 2015, la fusione tra Yoox Group e Net a Porter viene portata a compimento e inizia ad operare nel settore del luxury fashion e-commerce una nuova società, YNAP. Già dalle parole di Federico Marchetti si intuiva la potenza della nuova realtà che si che si sarebbe formata, due società che nei loro prima 15 anni di vita hanno portato novità e cambiamenti ad un settore fino a quel momento inesplorato e creato un mercato che unisce due mondi apparentemente incompatibili, la moda e l'online.

Nel 2014 i ricavi netti aggregati dati dall'unione delle due entità separate ammontavano circa a 1,3 miliardi di € con un EBITDA di 108 milioni di € e con un bacino di visitatori di 24 milioni e 2 milioni di clienti. Oltre Marchetti, anche il mercato finanziario ha visto un alto potenziale sinergico che si sarebbe potuto sviluppare; infatti, all'annuncio, il titolo Yoox registra un +30% rispetto al suo valore e un aumento dei volumi di circa cinque volte quelli dell'ultimo periodo, mantenendo un trend positivo anche successivamente ed assestandosi al valore massimo a giugno 2015. L'operazione che vede coinvolte Yoox e NAP è una fusione per incorporazione. In Yoox è stato incorporato un veicolo italiano, Newco, il cui unico azionista era il Gruppo Richemont, che deteneva il 100% del capitale di Net a Porter. In questo modo il colosso francese deteneva il 50% del capitale di YNAP con un diritto di voto limitato al 25%. L'interesse nel mantenere l'indipendenza della società appena creata, oltre che dalle limitazioni sul voto, la si può notare anche dalla decisione di non poter nominare più di due membri del C.d.A e che questo fosse composto da almeno il 50% di amministratori indipendenti. Già nell'anno successivo alla fusione, YNAP evidenzia una crescita sul 2015 di

circa il 12% e 17% rispettivamente per ricavi ed EBITDA, e nel 2017 un +13% sugli ordini. Nel 2018 Richemont lancia una offerta pubblica d'acquisto sul totale delle azioni YNAP; questa azione nasce dalla consapevolezza della necessità di avere un business interconnesso e di una omnicanalità della distribuzione, di dover puntare sullo sviluppo di un canale digitale ben consolidato che permettesse di raggiungere un bacino di utenti molto vasto, in tutto il mondo e capace di soddisfare tutte le richieste dei clienti. Viste le prospettive di crescita del mercato online e le potenzialità di YNAP, è proprio per questi motivi che Richemont ha avanzato questa offerta sul totale delle azioni, evitando così di essere anticipato da altri competitor del fashion luxury come LVMH o Kering.

7.6 Effetto annuncio sul Mercato Finanziario

Per capire se un'azione finanziaria viene valutata positivamente o negativamente, è importante verificare come reagisce il mercato finanziario in seguito alla dichiarazione della stessa. Infatti, subito dopo il lancio a sorpresa dell'offerta pubblica d'acquisto da parte del gruppo Richemont nei confronti di YNAP, per i titoli della società digitale si registra una crescita del 24,26% con una chiusura ad un valore di 37,6€. Nonostante l'offerta si attesti ad un valore di circa il 26% superiore alla chiusura del venerdì precedente, al momento del passaggio delle azioni alla società francese, il prezzo offerto non è poi così discostante da quello di chiusura. Se da un lato l'azienda e-commerce vede il segno più sul prezzo, non è possibile dire lo stesso di Richemont, che perde l'1,18% portandosi a 89 franchi svizzeri.

Si riportano ora tre commenti di analisti di società differenti all'annuncio dell'OPA:

“This news is yet another sign of significant long-term changes that the distribution model of the hard luxury segment, especially watches, is undergoing”

Analisa di Berenberg

“YNAP might benefit from being a private company not exposed to the dynamics of quarterly reports”

Analista di Citi

“Few years ago there was reluctance for hard luxury brands to be sold online – that is not the case anymore. No one can afford to be offline: they need the reach and the relevance. The deal will bring digital power and an enormous portfolio of hard luxury brands under one roof”

Analista di Kantar Consulting

7.7 Valutazioni delle sinergie

Come già illustrato nel capitolo precedente, ciò che crea un effettivo vantaggio da un processo di fusione aziendale sono le sinergie che si vengono a creare tra le due entità. In generale, le operazioni di M&A di maggior successo sono quelle che prevedono sinergie di ricavi, che implicano una strategia di crescita e sviluppo di lungo termine meglio perseguibile rispetto alla disponibilità economica e di risorse del momento.

Il valore di queste sinergie, spesso dichiarate ma talvolta anche lasciate implicite, può rivelarsi nella decisione del prezzo offerto per l’acquisto. Infatti, il management della società acquirente, deve proporre un piano industriale tenendo in considerazione l’impatto che

l'unione delle due società avrà a livello economico e finanziario, ad esempio su costi, ricavi, EBIT, EBIDA, ma anche sul costo del capitale e indebitamento. Il prezzo pagato, infatti, tiene conto di tutte queste valutazioni, ed in caso di un extra valore generato dalla fusione, può essere anche maggiore rispetto alla valutazione stand-alone dell'azienda.

Nel caso di YNAP e Richemont, è intuibile da entrambe le parti che una collaborazione possa portare valore aggiunto per le due società, la prima sfruttando la potenza finanziaria del gruppo e la seconda per sfruttare il know how e l'ampiezza distributiva delle vendite digitali. In questo caso il prezzo offerto da Richemont potrà essere superiore rispetto alla valutazione della sola società YNAP, nascondendo in quel sovrapprezzo il valore delle sinergie sui ricavi dell'entità combinata.

Nonostante in questo caso le sinergie non vengano dichiarate esplicitamente, è possibile farsi un'idea sul valore minimo attribuito a queste in fase di offerta, valutando se ritenere il prezzo offerto congruo oppure eccessivo. Questa analisi prende il nome di "Dilution Analysis" e mira a quantificare l'impatto sugli utili per gli azionisti dell'acquirente. Si definisce diluitiva una azione che genera una riduzione degli utili per azione ed il valore minimo che si attribuisce alle sinergie corrisponde proprio al valore di diluizione. L'azionista, infatti, accettando inizialmente una riduzione di utile per azione, si aspetta che la fusione, sul medio-lungo periodo, porti ad un aumento di redditività almeno pari a tale flessione. La diluizione porta con sé una valutazione superiore della combined entity rispetto alle due parti separate, con un conseguente prezzo di offerta superiore.

Per valutare a questo punto che flessione subirà l'utile per azione del gruppo Richemont a seguito della proposta di 38€ per azione di YNAP, si deve risolvere la seguente equazione, che presenta però come incognita anche il valore di EPS della società combinata:

$$\text{Accretion (+) / Dilution (-)} = \frac{\text{Combined Entity EPS}}{\text{Richemont EPS}} - 1$$

I 3 elementi rilevanti per tale risoluzione risultano essere quelli relativi al costo di acquisizione, alle modalità finanziarie di equity o debito con le quali viene pagato il prezzo e all'impatto sulla struttura di capitale del gruppo francese.

Il gruppo Richemont, avanzando un'offerta di 38€ sul 50% delle quote restanti di YNAP, si trova a dover versare 2,7 miliardi di euro come esborso di cassa, determinando un aumento della posizione finanziaria netta sia questa reperita tramite debito o tramite liquidità esistente. Aggiungendo i costi di transazione e stimando a 3 miliardi il costo totale dell'operazione, un costo del debito di 2,5% e un tasso fiscale del 22,5%, la somma totale per pagare gli azionisti di YNAP si aggira intorno ai 58 miliardi.

Con un utile per share di 2,17 per la combined entity e 2,19 per il solo gruppo Richemont, l'operazione risulta essere diluitiva per gli azionisti.

		Richemont	YNAP
Prezzo per azione		38 €	-
Numero azioni pre-fusione (mm)		564	134,7
Deal Size (mm)	Prezzo x Azioni YNAP + costo transazioni	3000 €	-
Costo del debito		2,5%	-
Aliquota finanziaria		22,5%	-
Costo tot di acquisizione (mm)	Deal size x C.Deb x (1-Al.Fin)	58,1	-
Utile stimato 2018 (mm)		1.233,2	48,0
EPS stimato 2018 (€)		2,19	0,36

Tabella 5.1: Elaborazione propria

Dal momento che l'azione è diluitiva, gli azionisti del gruppo francese vedranno una contrazione dei loro guadagni. Poiché tali azionisti non risentano di questa diminuzione, subentra proprio il concetto di valore implicito delle sinergie post fusione, che il management dovrà prevedere e stimare giustificando che tali costi siano vantaggiosi per la combined entity.

Nel 2018, l'azionista di Richemont si aspettava un EPS di 2,19 e poiché tale valore si verifici il gruppo dovrà registrare utili per 1,233 miliardi (2,19x564mm azioni). In assenza di sinergie post fusione, si registrerebbe una diminuzione degli utili pari a -10,1 milioni d €, dati dalla differenza matematica tra costo dell'operazione (58,1 milioni €) e utili di YNAP (48 milioni); questo risulta essere il valore implicito delle sinergie.

È molto difficile valutare in tempi brevi se le sinergie dichiarate in fase di offerta si siano realizzate oppure no, specialmente in seguito agli eventi verificati negli ultimi anni. Da un lato la fusione aveva l'obiettivo di velocizzare lo sviluppo di una azienda come YNAP

che aveva l'ambizione di continuare la sua espansione nel mercato digitale del lusso necessitando di una spinta di forti investimenti, dall'altro un gruppo solido dal punto di vista finanziario con necessità di entrare con forte presenza nel mercato e-commerce anticipando competitor come Amazon e LVMH.

Analizzando alcuni dati fino al marzo 2020, si nota come vi sia stato un brusco arresto nella realizzazione degli obiettivi. Se nel 2018 e 2019 YNAP aveva registrato ottime percentuali di crescita, arrivando anche a rappresentare il 15% del fatturato di Richemont e raggiungere ricavi per 2,4 miliardi €, sul lato dei margini operativi si registra una netta diminuzione tra il 2017 (2,2 %) e il 2020 (-9,9%). Tale diminuzione può essere giustificata da numerosi fattori, tra cui un aumento di spese pubblicitarie e di un mercato altamente competitivo, ma anche da eventi climatici che hanno portato alla chiusura di alcuni centri di distribuzione. Inoltre, si sta verificando quanto già preannunciato da alcuni analisti come rischi di tale operazione, ovvero l'uscita di alcuni importanti brand dalla piattaforma per paura di perdere indipendenza.

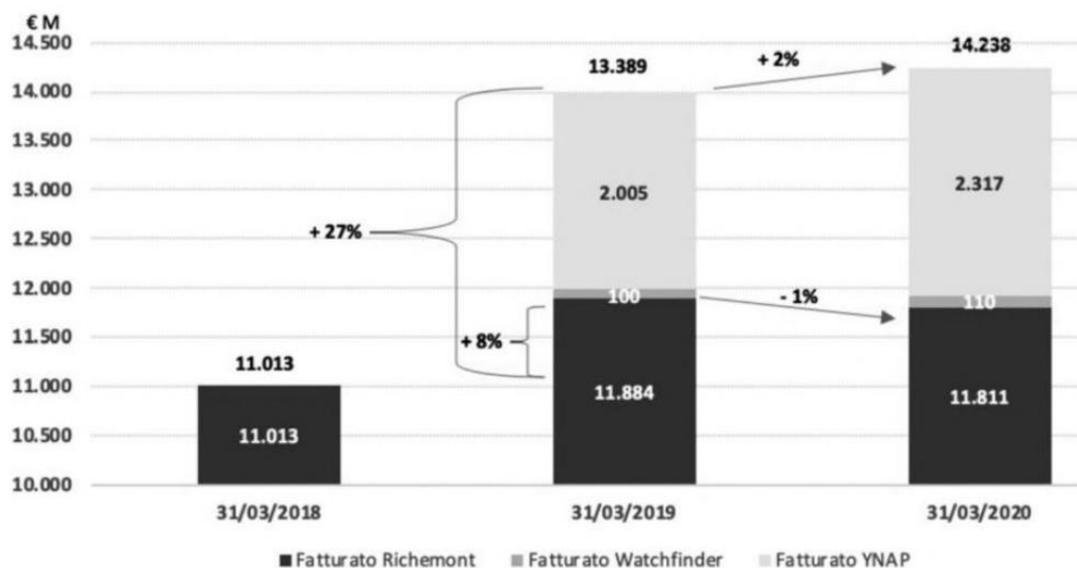


Grafico 5.1: Performance dell'e-commerce del gruppo Richemont-YNAP

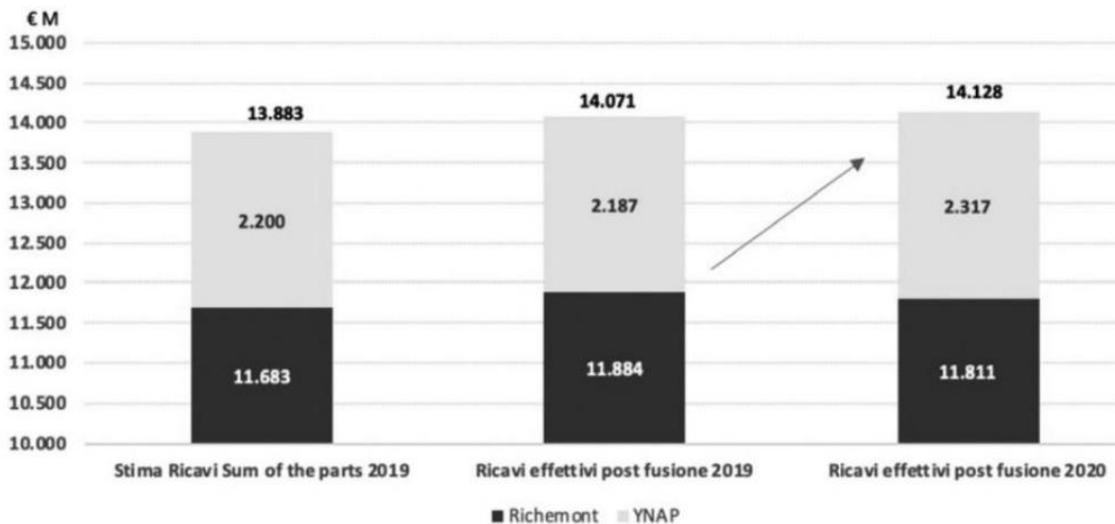


Grafico 5.2: Effetto post fusione sui ricavi Richemont-YNAP

7.8 Analisi Finanziaria

In questa sezione si prenderanno in considerazione i dati di bilancio del gruppo Richemont pre e post fusione, cercando di evidenziare quantitativamente i risultati dell'operazione. L'obiettivo è quello di comprendere, in termini finanziari e geografici, che vantaggi o svantaggi abbia avuto per il gruppo francese entrare sul mercato digitale con il 100% delle quote di YNAP. Già dalla chiusura di bilancio dell'anno successivo alla fusione si osserva un considerevole aumento delle vendite rispetto all'anno precedente, sia sui canali di vendita tradizionali che e-commerce, che segna un +27% e porta nelle casse della società quasi 3 miliardi € in più.

L'utile lordo cresce del +20% mentre il consolidamento dei canali digitali porta ad una diluizione dei margini lordi del gruppo da un valore di 65,2% del 2018 a 61,8% del 2019, senza i quali invece si sarebbero attestati ad un valore del 66,3% grazie ad una sempre miglior efficienza produttiva ed un diffuso canale retail.

Anche l'utile operativo e il margine operativo si comportano come il dato precedente; infatti, senza i canali online, il primo sarebbe cresciuto del 13% a differenza di un +5% di chiusura dell'anno, mentre il secondo segna un delta negativo tra i due anni di -2,8% invece di un valore di 19,5%.

Per quanto riguarda i profitti dell'anno, il gruppo Richemont riporta un valore di 2,78 miliardi di € che equivalgono ad un +128% rispetto al periodo precedente. Questo dato, però, tiene in considerazione al suo interno anche il valore non monetario dell'offerta di acquisto del 49% delle quote di YNAP, ovvero 1,38 miliardi di euro, senza i quali attesta la sua crescita di profitti ad un +15%.

Quello che si è potuto comprendere da questa prima analisi dei dati, e quello che ci si poteva aspettare, è proprio il fatto che l'acquisizione di un nuovo canale di vendita abbia portato ad un complessivo vantaggio al gruppo Richemont, segnando valori positivi in termini di vendite, ma ad una riduzione percentuale dei margini lordi a causa di aumento di costi di distribuzione, del venduto e del passaggio a strutture necessarie per l'operatività dei YNAP all'interno del gruppo.

in € millions	March 2019	March 2018 re-presented*	% change
Sales	13 989	11 013	+27%
Cost of sales	(5 344)	(3 829)	
Gross profit	8 645	7 184	+20%
Net operating expenses	(6 702)	(5 340)	+26%
Operating profit	1 943	1 844	+5%
Net financial (costs)/income	(183)	(150)	
Share of post-tax results of equity-accounted investments	1 408	(41)	
Profit before taxation	3 168	1 653	+92%
Taxation	(381)	(432)	-12%
Profit for the year	2 787	1 221	+128%

Grafico 5.3: Consolidated statement of profit (Financial Report 2019)

La distribuzione geografica dei ricavi del gruppo francese ci permette di comprendere come siano ripartiti i pesi relativi ai quattro principali settori di vendita.

Ciò che più appare evidente è proprio il vantaggio che ha portato lo sviluppo delle vendite digitali tra il pre e post fusione, con un guadagno per Richemont di circa 2,1 miliardi di €, con una maggior incidenza sull'Europa e America, region in cui la presenza di YNAP è già ben consolidata. L'Europa, infatti, segna una crescita del +37% a differenza di un +1% che avrebbe avuto senza il l'espansione digitale. Anche l'America cresce del +40% beneficiando dell'ottima percentuale di vendite tramite YNAP già presente nel territorio.

Sul primo anno dalla fusione però non si registrano considerevoli vantaggi sulle altre region geografiche, che crescono in valore ma non fanno affidamento su una spinta considerevole della distribuzione digitale.

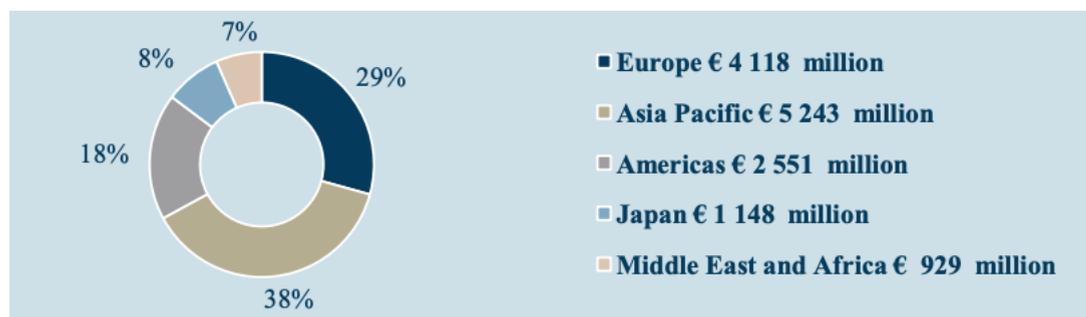


Grafico 5.4: Revenues by Country (Financial Report 2019)

	Asia	Europe	Japan	Americas	Middle East & Africa	Total
Year to 31 March 2019	€m	€m	€m	€m	€m	€m
Jewellery Maisons	2 974	1 573	723	1 221	592	7 083
Specialist Watchmakers	1 508	829	185	302	156	2 980
Online Distributors	264	1 106	85	563	87	2 105
Other	507	633	157	488	96	1 881
	5 253	4 141	1 150	2 574	931	14 049
Intersegment eliminations	(10)	(23)	(2)	(23)	(2)	(60)
	5 243	4 118	1 148	2 551	929	13 989

	Asia	Europe	Japan	Americas	Middle East & Africa	Total
Year to 31 March 2018	€m	€m	€m	€m	€m	€m
Jewellery Maisons	2 579	1 540	662	1 106	565	6 452
Specialist Watchmakers	1 265	814	162	276	197	2 714
Online Distributors	–	–	–	–	–	–
Other	508	665	156	424	94	1 847
	4 352	3 019	980	1 806	856	11 013
Intersegment eliminations	–	–	–	–	–	–
	4 352	3 019	980	1 806	856	11 013

Grafico 5.5: Revenues by Business Lines (Financial Report 2019)

Complessivamente, tutte le region e tutte le business lines del gruppo ricevono una spinta positiva dai distributori online in termini di vendite; tuttavia, si registra per questo canale una riduzione dei margini operativi del -12,5%, equivalente a 264 milioni di € (comprendono anche 165 mm€ di ammortamento dell'acquisizione), che riflettono un aumento dei costi operativi, IT e di migrazione della piattaforma logistica, con un lieve contributo sull'EBITDA.

Online Distributors

in € millions	31 March 2019	31 March 2018
Sales	2 105	-
Operating results	(264)	-
Operating margin	-12.5%	-

Grafico 5.6: Consolidated financial statements (Financial Report 2019)

La vista sulla revisione finanziaria del FY2020 ci permette di fare considerazioni a distanza di un anno dal completamento della fusione tra le due società, anche se, purtroppo, si registrano gli effetti del Covid-19 sul mercato asiatico.

Le vendite registrano un leggero aumento del +2%, causato da un brusco arresto dato dalla pandemia in seguito ad un ottimo trend dei prime nove mesi del 2019. Grazie alle vendite online e ad una diminuzione percentuale in Asia Pacific minore della crescita su Europa e America, Richemont riesce a chiudere l'anno con un delta vendite in positivo, cosa che non sarebbe avvenuta se escluso il canale digitale (-3%).

L'utile lordo non riporta una sostanziale differenza rispetto all'anno precedente rimanendo sempre attorto ad un valore di 8,6 miliardi di €; ciò che invece diminuisce di poco più di un punto percentuale sono i margini lordi, portandosi da un valore di 61,8% a 60,5% tra i due anni, causati principalmente da un aumento del prezzo dell'oro, da un minor sfruttamento della capacità produttiva e da un ambiente sempre più competitivo sul settore digitale.

Un utile operativo in calo del 22% rispetto il 2019 ed un aumento dei costi del +6% conducono inevitabilmente ad una riduzione dei margini operativi, che passano da 13,9% a 10,7%; un aumento esiguo delle vendite risulta non essere abbastanza per coprire questo aumento di costi, generati principalmente da campagne pubblicitarie, eventi annullati ed attività sui distributori online.

Il gruppo francese chiude l'anno con un profitto di 931 milioni di €, del 67% al di sotto dell'anno precedente. Questo dato, tuttavia, può essere reso meno negativo se si tiene in considerazione che nel profitto del 2019 era incluso anche il valore dell'acquisizione di YNAP, cosa che non accade in questo anno finanziario. Con questa considerazione, ed aggiungendo un aumento di 154 milioni € di costi finanziari e una perdita di 425 milioni € sui margini operativi, il decremento sul profitto risulta essere del 34%.

in €m	2020	2019	% change
Sales	14 238	13 989	+2%
Cost of sales	(5 627)	(5 344)	
Gross profit	8 611	8 645	-0%
Net operating expenses	(7 093)	(6 702)	+6%
Operating profit	1 518	1 943	-22%
Net financial (costs)/income	(337)	(183)	
Share of post-tax results of equity-accounted investments	17	1 408	
Profit before taxation	1 198	3 168	-62%
Taxation	(267)	(381)	-30%
Profit for the year	931	2 787	-67%
<i>Analysed as follows:</i>			
Attributable to owners of the parent company	933	2 784	
Attributable to non-controlling interests	(2)	3	
Profit for the year	931	2 787	-67%
Earnings per share – diluted basis	€ 1.646	€ 4.927	-67%

Grafico 5.7: Consolidated statement of profit (Financial Report 2020)

Possiamo affermare che per il gruppo francese del lusso, come per molti altri settori, il FY2020 non sia stato un anno particolarmente positivo, registrando perdite su marginalità e profitto. Una nota positiva però la possiamo assegnare all'importanza di avere un settore e-commerce ben strutturato in un periodo segnato da lockdown, rivolte popolari e chiusure temporanee, specialmente nella parte orientale del mondo. Infatti, se analizziamo l'incidenza dei canali distributivi sulle diverse region, vediamo come si registrino quasi sempre diminuzioni percentuali sulle vendite tranne che per la distribuzione online, che cresce da 2,15 miliardi € a 2,6 miliardi €, rispettivamente il 15% e il 19% delle vendite del gruppo.

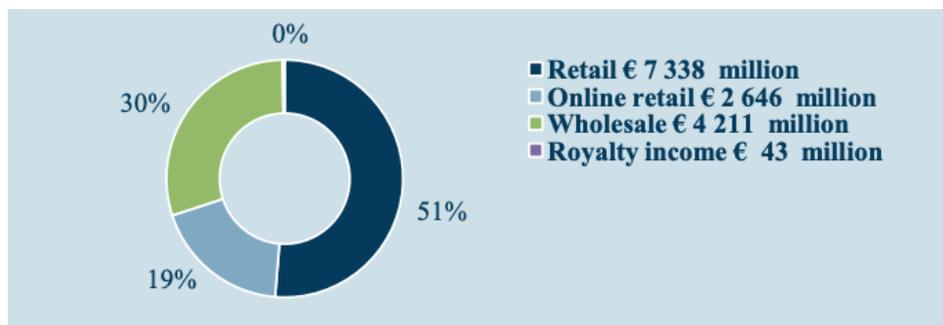


Grafico 5.8: Revenues by Segment (Financial Report 2020)

	Asia	Europe	Americas	Japan	Middle East and Africa	Total
Year to 31 March 2020	€m	€m	€m	€m	€m	€m
Jewellery Maisons	2 881	1 671	1 293	771	601	7 217
Specialist Watchmakers	1 392	820	304	210	133	2 859
Online Distributors	294	1 239	700	84	110	2 427
Other	432	589	529	150	88	1 788
	4 999	4 319	2 826	1 215	932	14 291
Intersegment eliminations	(7)	(21)	(20)	(3)	(2)	(53)
	4 992	4 298	2 806	1 212	930	14 238

	Asia	Europe	Americas	Japan	Middle East and Africa	Total
Year to 31 March 2019	€m	€m	€m	€m	€m	€m
Jewellery Maisons	2 974	1 573	1 221	723	592	7 083
Specialist Watchmakers	1 508	829	302	185	156	2 980
Online Distributors	264	1 106	563	85	87	2 105
Other	507	633	488	157	96	1 881
	5 253	4 141	2 574	1 150	931	14 049
Intersegment eliminations	(10)	(23)	(23)	(2)	(2)	(60)
	5 243	4 118	2 551	1 148	929	13 989

Grafico 5.9: Revenues by Business Lines (Financial Report 2020)

Il bilancio della distribuzione online riporta una buona crescita in termini di vendite, con un +15% complessivo sull'anno precedente, ed un aumento percentuale in doppia cifra su YNAP di tutte le business lines del gruppo. Tuttavia, i 241 milioni di € di perdite operative, dovute alla competizione sul prezzo a cui è soggetta YNAP, ai continui investimenti in espansione tecnologica e all'impatto del Covid-19 sul 4Q che ha causato la chiusura temporanea di alcuni poli logistici, portano i margini operativi delle vendite digitali a -9,9%.

Online Distributors

in €m	2020	2019 re-presented*	Change
Sales	2 427	2 105	+15%
Operating results	(241)	(99)	-143%
Operating margin	-9.9%	-4.7%	-520 bps

Grafico 5.10: Consolidated financial statements (Financial Report 2020)

7.9 Conclusione

Nello svolgimento dell'elaborato ci si è soffermati in un primo momento a delineare quali siano le caratteristiche di un processo di Fusione e Acquisizione così come la letteratura lo propone e successivamente ad analizzare un caso studio per ricercarne l'evidenza all'interno di un avvenimento reale.

Quello che sicuramente riscontriamo nella decisione da parte del gruppo Richemont di lanciare un OPA sul 100% delle quote di YNAP è proprio la volontà del colosso del lusso francese di affermare la propria posizione in un mercato digitale sempre più in espansione e di anticipare tempi di reazione di altri gruppi. Per fare ciò, Richemont si affida a Yoox Group, leader nel settore e con una esperienza ventennale, che, con il suo posizionamento a livello mondiale, ha il compito di garantire il raggiungimento di un consumatore sempre più lontano e sempre più esigente, con una forte volontà di customizzazione del prodotto e di esperienza d'acquisto come in store.

Già da questi moventi è più facile comprendere come sia gestito il processo di integrazione e di creazione di sinergie tra le due entità: infatti, se quasi nella totalità dei casi ci si possa aspettare un'imposizione di management e di strategia dell'acquirente sull'acquisita, in questo caso notiamo una forte libertà lasciata a YNAP. Lo scopo dell'acquisizione è certamente quello di portare un vantaggio competitivo e monetario nelle casse di Richemont ma con la volontà di lasciare alla società di retail online una forte indipendenza di gestione e di sviluppo. Lo scopo è appunto quello di sostenere finanziariamente l'evoluzione di YNAP, nel suo ampliamento geografico, tecnologico e di rapporti con altri brand; a favore di ciò, il possesso totalitario delle quote consente alle due realtà di poter collaborare e prendere decisioni senza tenere in considerazione azionisti esterni, garantendosi così uno sviluppo di lungo periodo in linea con la propria strategia di business. La gestione neutrale della piattaforma permette anche a YNAP di rendersi attrattiva nei confronti di altri marchi che desiderano sfruttare tutte le competenze ed il know how del retailer digitale, senza però il timore di essere soggetti alle

uniche decisioni del gruppo francese. La scelta di non posizionare più di due membri nel Consiglio di Amministrazione e lasciare Federico Marchetti come amministratore delegato sono la conferma di quanto appena affermato, ed un forte segnale positivo al management ed al mercato.

Operazioni di questo tipo necessitano inevitabilmente di alcuni anni perché si possa affermare il suo successo o insuccesso; sicuramente i presupposti con i quali è stata determinata e conclusa la scelta lasciavano spazio a buoni propositi e vantaggi per entrambe le società coinvolte. L'avvento del Covid-19, che ha tenuto in stand by il mondo per quasi 2 anni, ha mostrato quanto sia importate e rilevante nell'economia di un'azienda l'evoluzione digitale, un canale di retail online solido che permetta di raggiungere sempre più clienti in più zone geografiche anche in momenti come questo.

Bibliografia E Sitografia

Maurizio dall'Occhio, Gianluigi Lucchini, Chiara Pirrone, "Mergers & Acquisition", II Edizione.

CONCA V. (2010), *Le Acquisizioni. Valutare e gestire i processi di crescita*, Egea editore, Milano;

CONCA V., (1993), "La gestione ex-post dei processi di M&A", *Italia Oggi*, n.4

MARANGONI A., (2000), "Acquisizioni e cessioni, due operazioni ordinarie", *PMI*, volume 6, fascicolo 1, pagg. 22-27;

CAPASSO A. (1990), *Economia e finanza delle acquisizioni aziendali*, Cedam Editore, Padova

ROSSI E., (1999), *La finanza della crescita esterna. Creazione e distruzione di valore nelle acquisizioni aziendali*, Egea Editore, Milano

CORTESI A. (2000), *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*, Egea editore, Milano;

CORTESI A. (2008), *La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni*, Pearson Education, Milano

Tedeschi G., Salvadeo S., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*. Ipsoa, 2012.

DePamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: Negotiation and Deal Structuring*. Academic Press, 2010.

DePamphilis D., Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities. Academic Press, 2013.

Bower, Joseph L., (2001), “Not All M&As Are Alike – and That Matters”, in Harvard Business Review, Boston, Harvard Business School Publishing

Damodaran A., Finanza aziendale (edizione 3). Apogeo Editore, 2013

LVMH, “Management Report of the Board of Directors: The Group,” LVMH Financial Documents, 2019, https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/03/document-de-reference-2018_va_interactif.pdf

Financial Document LVMH: Annual Report 2019

LVMH Financial Document: Annual Report 2011

LVMH, “2010: A great vintage for LVMH,” LVMH Financial Documents Press Releases, February 4, 2011, <https://www.lvmh.com/news-documents/press-releases/2010-a-great-vintage-for-lvmh/>

156 Simone Filippetti, “LVMH conquista la griffe Bulgari,” Il Sole 24 Ore, March 8, 2011, <https://st.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2011-03-07/lvmh-conquista-griffe-bulgari-222515.shtml?uuid=AaflIED>

Monica Augusta, Mario Baccharino et al., “Processi di integrazione organizzativa a valle di operazioni di M&A,” Fondazione ISTUD, January, 2016, https://www.freeyourtalent.eu/blog/wp-content/uploads/2016/03/05_tesina_manda.pdf

Kering Financial Document: Annual Report 2019

Maurizio Castello, “Le acquisizioni di investitori esteri nel Fashion & Luxury: Quale valore per i marchi italiani?” KPMG Advisory, 2014.

Kering Houses History, 2020, <https://www.kering.com/en/houses/couture-and-leather-goods/brioni/history/>

Kering, “PPR acquires Italian tailor Brioni,” *Kering Financial Document*, November 8, 2011, <https://www.kering.com/it/news/ppr-acquires-italian-tailor-brioni>

Emanuele Vitali, “Acquisizioni, disinvestimenti e creazione di valore: un’analisi delle recenti IPOs e M&A nel settore del lusso e dell’alta moda,” Tesi di Laurea, 2013-2014.

Paola Bottelli, “Tempi difficili per Brioni, che paga gli errori strategici di Kering,” *Il Sole 24 Ore*, March 14, 2016, <https://st.ilsole24ore.com/art/moda/2016-03-14/tempi-difficili-brioni-che-paga-errori-strategici-kering--130512.shtml?uuid=ACDPjinC>

189 Gianluca Bolelli, “Kering ha confermato che sarà tagliato il personale di Brioni,” *Fashion Network*, March 21, 2016, <https://it.fashionnetwork.com/news/kering-ha-confermato-che-sara-tagliato-il-personale-di-brioni,672286.html>

Financial Document: Compagnie Financière Richemont

Eleonora Micheli, “Ynap vale 5.3 miliardi con l’offerta di Richemont,” *Il Sole 24 Ore*, January 22, 2018

Silvia Scagnelli, “Comunicato Stampa: fusione tra Yoox Group e The Net-A-Porter Group,” *Yoox.com*, March 31, 2015

Report Annuale 2015, *Yoox.com*

Financial Document Richemont Annual Report 2018

Financial Document Richemont Annual Report 2019

Financial Document Richemont Annual Report 2020

Financial Document Richemont Annual Report 2021

31-March-2015_YOOX_NAP-MERGER.pdf

Richemont Documents, Investors Relations-Yoox Net a Porter Tender Offer