



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M.
FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**CREAZIONE DI VALORE TRAMITE LE OPERAZIONI DI M&A:
IL CASO KERING**

RELATORE:

CH.MO PROF. FORNI LORENZO

LAUREANDA: BESSEGATO DORA

MATRICOLA N. 1112985

ANNO ACCADEMICO 2019-2020

INDICE

Introduzione	3
Capitolo I – Mergers and Acquisitions	5
<i>I. M&A: contesto e classificazioni</i>	5
<i>II. Struttura delle operazioni di M&A</i>	8
<i>III. Aspetti critici delle operazioni di acquisizione e fusione</i>	10
<i>IV. Creazione di valore</i>	11
<i>V. Indici di valutazione della value creation</i>	13
<i>VI. M&A nel mercato del lusso</i>	15
Capitolo II – Il caso Kering e l'acquisizione di Gucci	18
<i>I. Il gruppo Kering</i>	18
<i>II. Il marchio Gucci</i>	21
<i>III. La manovra di acquisizione</i>	24
<i>IV. Impatto Covid-19</i>	27
Conclusioni.	30
Bibliografia e Sitografia	33

Introduzione

Il mercato globale delle Mergers and Acquisitions (M&A) ha raggiunto nel corso degli anni volumi immensi, attestandosi a \$3,17 trilioni nel 2020¹.

Una delle principali criticità nel contesto M&A, tuttavia, si conferma essere la valutazione della creazione di valore successiva a tali manovre. Studi precedenti mostrano come il 60-80% delle operazioni di fusione e acquisizione falliscano nell'obiettivo di massimizzazione del valore, e a seguito di tale risultato si sono profusi elevati sforzi per indagare i fattori di successo nell'ambito M&A.

Il seguente elaborato si propone di analizzare il contesto di fusioni e acquisizioni con particolare attenzione al mercato del lusso, ed è articolato in due capitoli dedicati rispettivamente alle teorie relative alle operazioni di M&A e al caso di studio Kering. Tale gruppo, nato nel 1963 come business per il commercio di legname, è riuscito a configurarsi - tramite efficaci strategie e manovre di mercato - come uno dei maggiori attori nel settore del lusso mondiale. Ripercorrendo l'evoluzione del gruppo emerge come le strategie finanziarie, ed in particolare le operazioni di acquisizione, abbiano rappresentato il maggior fattore di creazione di risorse e valore per l'azienda e le sue acquisite.

Il primo capitolo considera le operazioni di mergers and acquisitions nella molteplicità dei loro aspetti caratteristici, indagando le motivazioni che ne giustificano e incentivano l'utilizzo in ogni settore. Si analizzano poi la struttura, i fattori portatori di criticità (ove assumono ruolo centrale la mancanza di *due diligence* efficace ed errori di sopravvalutazione) e le tipologie di acquisizione, nonché la creazione di valore e gli indicatori di valutazione del successo dell'operazione. Si conclude il capitolo con una breve analisi del mercato del lusso, cercando di offrire una panoramica sui principali concorrenti e sulle cause specifiche che inducono le aziende in esso operanti a porre in essere le operazioni di M&A.

Nel secondo capitolo si analizza il gruppo Kering, che nelle operazioni di acquisizione ha trovato la sua strategia di crescita di lungo periodo. Il capitolo si sofferma con attenzione sull'operazione

¹ 2020 Global M&A Report with financial league tables, 2021. *MergerMarket* [online]. Disponibile su: <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables>

di acquisizione del marchio Gucci (1999-2004), operata allo scopo di penetrare il mercato del lusso - in grande espansione e caratterizzato da elevate opportunità di profitto - attraverso l'acquisto di un marchio ad alto potenziale di sviluppo e profittabilità. Dopo una panoramica storica e finanziaria sulle due aziende oggetto di studio, si indagano gli aspetti peculiari del post-operazione in termini di sviluppo delle sinergie e performance finanziarie. Si prosegue con un breve approfondimento circa l'impatto della crisi pandemica sul business delle entità indagate.

Le conclusioni finali sono volte a sintetizzare le valutazioni emerse nel corso dell'elaborato, con approfondimento circa gli effetti dinamici apportati dalla crisi economica e pandemica nel mercato delle mergers & acquisitions e le traiettorie future.

Capitolo 1 - Mergers and Acquisitions, definizioni e contesto

I. M&A: contesto e classificazioni

Le *fusioni* e le *acquisizioni*, note sotto l'acronimo internazionale di *M&A* ("*Mergers and Acquisitions*"), sono una realtà sempre più in voga nel panorama economico internazionale. Emerge come queste due tipologie di operazioni siano considerate complementari dalla letteratura straniera, che le considera come un termine unico e imprescindibile: la letteratura italiana, tuttavia, ritiene che le due operazioni differiscano in molti più aspetti di quanto non appaia a prima vista, tanto da considerarle due operazioni differenti.

Si è di fronte ad un'*acquisizione* quando un'azienda acquirente ambisce a possedere un'altra società, senza però limitarne l'autonomia decisionale, o nel caso in cui non solo vorrebbe acquisirne la proprietà, ma anche cambiarne l'autonomia gestionale. È proprio la seconda casistica ad aver inaugurato la via del binomio *M&A*: quando vi è la volontà di cambiare anche l'autonomia gestionale di un'azienda, infatti, l'acquisizione potrebbe essere seguita da una *fusione*, una tecnica pratica attraverso cui si formalizza l'integrazione tra le parti coinvolte. Le fusioni, inoltre, hanno un impatto sul modo in cui vengono eseguite le acquisizioni.²

Per quanto concerne l'operazione di fusione, essa si presenta con l'accordo di entrambi i soggetti chiamati in causa a procedere con una fusione volontaria. Solitamente si è di fronte ad aziende che sono caratterizzate da una struttura ed una dimensione simili; non è un caso, quindi, che sia stata coniata la fraseologia "fusione tra uguali". Per essere in presenza di una fusione, pertanto, sono necessari due requisiti: entrambe le aziende devono essere favorevoli a dar vita ad una nuova entità e devono anche essere simili per dimensione e potere commerciale. È fondamentale notare come il secondo aspetto possa essere considerato marginale se confrontato con il primo; tuttavia, è doveroso ricordare che se una delle due aziende è nettamente più piccola e commercialmente più debole dell'altra, non si è più di fronte ad un'operazione di fusione, bensì di una vera e propria acquisizione, e ciò contribuisce a spiegare come mai il numero di acquisizioni sia più alto di quello delle fusioni.

² Conca, V., 2001. Le acquisizioni. *EGEA*, p. 25.

La fusione è, perciò, uno strumento strategico che mira ad ottenere vantaggi di natura economico-aziendale da identificarsi con nuove combinazioni produttive e opportunità commerciali. Si possono, pertanto, presentare motivi disparati per cui ricorrere al processo di fusione: risparmio di risorse produttive, sinergia a livello sistemico, economie di scala e dimensionali.

Alcuni autori sostengono che il ricorso alle *M&A* avvenga nel momento in cui si vuole implementare una strategia che possa aiutare le aziende ad accrescere la loro dimensione, in modo particolare in tutti quei settori giunti ad una fase matura o per i quali una crescita interna significherebbe un consumo eccessivo e inefficiente di tempo. La peculiarità di queste operazioni risiede nella loro stessa concezione; sebbene il pensiero comune voglia identificarle come azioni fini a sé stesse, in realtà si tratta di mezzi utili all'azienda per il raggiungimento o il mantenimento di certe condizioni di *economicità*. È proprio in un'ottica di economicità che vengono completate le varie fasi di un'acquisizione: è dapprima presente la valutazione del problema strategico da risolvere, seguita poi dal giudizio e valutazione su quale delle alternative tra crescita interna ed esterna sia meglio seguire; vi sono poi scelte di identificazione di specifiche politiche di acquisizione e i candidati incaricati di portare avanti questa operazione; sono presenti, infine, le fasi di delineamento delle opzioni necessarie a portare a termine l'acquisizione e l'implementazione della stessa, accompagnata dall'integrazione finale.

Se quanto espresso poco sopra rappresenta il disegno elementare delle varie fasi di un'operazione di acquisizione, è opportuno affermare che di tipologie di questa operazione ve ne sono molteplici. La prima è la cosiddetta *acquisizione verticale*, in cui la società incorporante si espande in una fase precedente e/o successiva della sua "supply chain", proponendo nuove competenze per la riduzione di costi di produzione³. Un esempio noto di questa tipologia di acquisizione è quello fornito dal gruppo LVMH, il quale comprò l'azienda francese Les Tanneries Roux per assicurarsi un controllo consolidato delle catene di approvvigionamento principali nelle materie prime di lusso.⁴ Questo tipo di acquisizione richiede un livello medio di integrazione, in quanto l'azienda acquisita viene coinvolta nello svolgimento di una fase precedente, come nell'esempio appena riportato, o

³ Integrazione verticale e orizzontale: la quinta tecnologia abilitante dell'industria 4.0, 2020. *Focus Industria 4.0* [online]. Disponibile su: <https://www.focusindustria40.com/integrazione-verticale-e-orizzontale/>

⁴ Paton, E., 2012. LVMH acquires Les Tanneries Roux. *Financial Times* [online]. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/0c4a61c6-9563-11e1-8faf-00144feab49a>

successiva della catena di fornitura. Uno dei rischi sociali è che i manager dell'azienda acquisita si sentano demotivati nella propria attività, ormai caratterizzata dall'essere subordinata a quella dell'azienda principale.⁵

Il secondo tipo di acquisizione è quello di tipo *orizzontale*: l'azienda acquisita non solo opera nello stesso settore dell'acquirente, ma produce altresì lo stesso prodotto o uno molto affine.⁶ Pertanto, si è prima di fronte ad una competizione fra due aziende rivali, come nel caso di Prada e Church, che nel 2006 è stata acquisita interamente dalla prima, la quale ha potuto godere di notevoli economie di scala e di un maggior potere commerciale. Ciononostante, questa tipologia di acquisizione obbliga l'azienda acquirente a prestare particolare attenzione nell'evitare duplicazioni e conflitti di risorse umane all'interno di entrambi i soggetti; se nell'azienda acquisita il timore è quello di sentirsi privati dei propri valori e delle proprie dinamiche aziendali, nell'azienda acquirente si teme un'eccessiva propensione all'abuso di potere⁷. Sono necessarie, quindi, delle politiche di comunicazione chiare e lineari che possano far coesistere gli interessi di tutti i lavoratori coinvolti; laddove questa mentalità sia assente o pressoché nulla, il rischio è che l'operazione possa essere inutilmente rallentata o perfino destinata a fallire.

L'*acquisizione concentrica*, invece, vede la società acquisita che produce una linea di prodotti appartenenti alla stessa categoria merceologica dell'azienda acquirente e che utilizza tecnologie analoghe nella propria catena di fornitura.⁸ Tutto ciò permette alla società acquirente di entrare in un'attività adiacente, condividendo risorse e raggiungendo un mercato correlato, con il fine ultimo di completare la propria linea di prodotti e migliorare la propria presenza sul mercato. Un ruolo fondamentale è quello ricoperto dal cosiddetto "know-how", vale a dire la competenza, e dalle capacità delle parti coinvolte. L'obiettivo di questa tipologia di acquisizione risiede nella ricerca di creare sinergie in un numero contenuto di processi: ad esempio, se si considera nuovamente il

⁵ Harroch, R., AllBusiness, 2019. Mergers and acquisitions: what management teams want to know from a prospective M&A acquirer. *Forbes* [online]. Disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2019/10/23/mergers-and-acquisitions-management-team-questions/>

⁶ What is a horizontal acquisition?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/horizontal-acquisition/>

⁷ Fubini D., Price C., Zollo M., 2008. Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership. Milano: *Egea*, p. 12.

⁸ Kenton, W., 2020. Congeneric merger. *Investopedia* [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/c/congeneric-merger.asp>

gruppo LVMH, si noterà come questi possega numerose e importanti firme del panorama di lusso italiano, a partire da Fendi fino ad arrivare a Gucci, potendosi permettere di investire in settori adiacenti a quello di partenza.

Infine, vi è l'*acquisizione conglomerata*, mediante la quale vengono combinate attività non correlate tra loro⁹. È un classico esempio di diversificazione, una strategia che, come noto nello studio della finanza, consente di ridurre in parte il rischio, lasciando scoperto soltanto il rischio sistemico¹⁰. Un esempio chiarificatore di questa acquisizione viene offerto da Richemont, gruppo di lusso nel settore di gioielleria ed orologeria che ha acquistato il marchio di abbigliamento Peter Millar, con il fine ultimo di espandersi in attività che differissero dal suo contesto naturale. A differenza delle precedenti tipologie di acquisizione, quella conglomerata si pone come scopo quello di preservare una consistente autonomia aziendale e gestionale attraverso un'implementazione naturale. Tuttavia, vi è la possibilità che la gestione della società acquisita possa essere integrata da un dirigente della società incorporante, portando a potenziali conflitti inter-manageriali.

II. Struttura delle operazioni di M&A

La creazione di una corretta struttura dell'operazione di M&A è fondamentale. Tutte le parti coinvolte devono esprimere la loro posizione sulla negoziazione, gli eventuali rischi latenti osservabili e una loro possibile gestione, quanto rischi sono disposti ad assumersi e, infine, le condizioni per cui le trattative possono essere annullate. Le vie tradizionali per strutturare un accordo di M&A sono molteplici.

La prima è quella dell'*asset acquisition*. In questa prima forma strutturale l'azienda acquirente acquista gli asset dell'altra; è sicuramente la struttura di M&A migliore per la società venditrice se questa preferisce una transazione liquida. È una tipologia particolarmente apprezzata durante le procedure fallimentari, quando diverse società avanzano offerte per le attività della società fallita,

⁹ Teoria del Valore Economico – Dal valore dell'azienda al valore dei pacchetti di controllo, 2009. *Università di Verona, Economia e Management* [online]. Disponibile su: <https://www.economiamanagement.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid124085.pdf>

¹⁰ Cortesi, A., 2008. La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni. *Pearson*, p. 4.

la quale viene liquidata al momento del trasferimento definitivo dei beni alle società acquirenti¹¹. Tra i vantaggi ulteriori di questa forma si possono annoverare le scelte circa gli asset che si intendono acquistare e la continuazione, da parte dell'azienda acquisita, ad esistere come entità aziendale dopo la vendita. Tra gli svantaggi, invece, si possono riscontrare l'impossibilità, da parte dell'azienda acquirente, di acquisire beni che, per loro natura, non possono essere trasferiti, come ad esempio l'avviamento. La società acquisita potrebbe non essere favorevole a vendere a causa degli alti costi che questa operazione comporta non solo per la società acquirente, ma anche per l'acquisita. Inoltre, i tempi per chiudere l'accordo possono protrarsi più a lungo che in altre operazioni e questo la renderebbe una soluzione meno appetibile agli occhi di molti investitori¹².

Vi è poi l'*acquisizione semplice*, in cui la società acquirente ottiene la quota di maggioranza della società acquisita senza cambiarne il nome o alterandone la propria struttura giuridica.

Un'altra transazione che viene fatta ricadere sotto l'ambito M&A è quella di *consolidamento*, mediante cui viene creata una nuova società attraverso la combinazione delle aziende e abbandonandone la loro vecchia struttura corporate. Gli azionisti devono essere ovviamente a favore di tale operazione e, in seguito, ricevere azioni ordinarie dalla società neonata.

L'*OPA* prevede, invece, che una società acquisisca le azioni in circolazione di un'altra società ad un prezzo prestabilito, piuttosto che al prezzo di mercato. La società incorporante ha il compito di comunicare l'offerta direttamente agli azionisti della società incorporata, senza che intervengano il consiglio di amministrazione e la direzione. È importante sottolineare come, di fronte ad un'OPA, la casistica veda la fusione come passo successivo naturale.

Nell'*acquisizione gestionale*, così chiamata in quanto guidata dalla direzione, i dirigenti di un'azienda privatizzano un'altra società mediante l'acquisto di una partecipazione di controllo. Queste operazioni sono prevalentemente finanziate in modo sproporzionato con il debito e devono essere approvate dalla maggioranza degli azionisti.

¹¹ Hayes, A., 2020. What are mergers and acquisitions - M&A?. *Investopedia* [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

¹² What is an M&A deal structure?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/ma-acquisition-deal-structure/>

Infine, vi è la *fusione* propria: in questa operazione i consigli di amministrazione di due società ne approvano la combinazione previa approvazione degli azionisti. Dopo la fusione, la società acquisita cessa di esistere e diviene parte della società incorporante¹³.

A seconda del tipo di accordo raggiunto tra le parti in causa, le M&A possono essere ulteriormente classificate in ulteriori categorie. Da una parte si avranno i “*friendly agreement*”, accordi che possono nascere da una precedente collaborazione o a causa di obiettivi mutualmente vantaggiosi; dall'altra parte si potrebbero avere, invece, delle *operazioni ostili*, nate dall'idea di attaccare eventuali azionisti¹⁴. È ovviamente auspicabile assistere ad un'acquisizione ostile che trasformi in accordi più benevoli in una fase successiva, con l'ottica di ridurre i danni per l'acquisita. I motivi che adducono alle scelte di accordi amichevoli e operazioni ostili potrebbero essere diversi, come ad esempio la condivisione di obiettivi commerciali (ossia trarre vantaggio dalla posizione competitiva dell'azienda acquisita) o obiettivi dimensionali (ovvero espandere affinché l'azienda acquirente ottenga economie di scala e di scopo).

La società acquirente potrebbe voler sfruttare il *kno-how* e le capacità dell'azienda acquisita, in modo particolare quando tali conoscenze sono rare e difficilmente replicabili. La scelta potrebbe altresì essere dettata dall'esigenza di adottare delle strategie di difesa per rispondere alle mosse dei concorrenti o creare barriere all'ingresso nei mercati in cui opera. La società acquirente può anche ambire allo sfruttamento di fattori esterni che potrebbero creare nuove opportunità commerciali. Infine, la società acquirente potrebbe voler ricorrere ad una fusione o ad un'acquisizione per entrare in un nuovo mercato o acquisirne maggiori quote: si è, pertanto, di fronte ad una situazione in cui i mercati sono molto maturi e l'unico modo per migliorarne la portata consiste nell'acquistare una società operante nei mercati rilevanti.

¹³ Hayes, A., 2020. What are mergers and acquisitions - M&A?. *Investopedia* [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>

¹⁴ Mørck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1988. Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. *University of Chicago Press*, p106.

III. Aspetti critici delle operazioni di acquisizione e fusione

Due criticità principali si possono verificare nella fase iniziale delle operazioni di M&A, prima che si completi il processo di fusione o acquisizione dell'altra società. La prima è la cosiddetta "*lack of due diligence*", che può ricorrere nell'acquisto di asset preesistenti: prima dell'operazione, l'azienda acquirente dovrebbe indagare il più possibile sui dati finanziari e gli stakeholders dell'azienda venditrice, così da poterne avere una conoscenza approfondita. Per quanto possa sembrare una fase poco necessaria e quasi facoltativa, permette di avere una chiara comprensione di quali siano gli obblighi che l'azienda acquirente si impegna ad assumere¹⁵.

Il secondo punto critico della fase primordiale delle M&A riguarda l'*overpayment*: è davvero comune in questo ambito, a causa dell'elevata tensione e pressione da parte di molti soggetti in operazioni così critiche. Oltre all'ovvia pressione dovuta all'azienda da acquisire, infatti, potrebbe svolgere un ruolo fondamentale lo stesso team dell'azienda acquirente, costringendola ad un esborso maggiore rispetto al valore effettivo della società venditrice e a rinunciare ad un'eventuale accordo per l'effettiva creazione di valore.

Dopo le operazioni di fusione o acquisizione, invece, le tematiche critiche diventano altre. Si potrebbe, pertanto, giungere ad un *calcolo errato delle sinergie*: ci si troverebbe, dunque, nella situazione in cui le due aziende combinate, anziché avere un valore maggiore alle singole unità considerate singolarmente come da previsioni, avrebbero un valore inferiore. Spesso accade che gli accordi stipulati siano eccessivamente ottimisti sia per quanto riguarda i profitti, sia per quanto riguarda il tempo necessario alla realizzazione di queste sinergie. Questi errori possono condurre a situazioni di "overpayment": possono, infatti, essere considerati nel prezzo di acquisto e l'azienda acquirente potrebbe non ottenerne poi il massimo vantaggio.

Infine, vi è la possibilità concreta di incorrere in significativi *problemi di integrazione* al termine di una fusione o acquisizione, sia dal punto di vista operativo che culturale.

Dal momento che una fusione o acquisizione rappresenta un cambiamento organizzativo radicale che può potenzialmente alterare molti dei processi sottostanti al funzionamento di entrambe le aziende, se un piano di integrazione dettagliato non è presente al momento dell'operazione, le

¹⁵ What is due diligence?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/due-diligence-overview/>

società coinvolte nell'accordo potrebbe perseguire con la propria attività di impresa più a lungo, aumentandone inevitabilmente i costi. Secondo McKinsey, inoltre, il 95% dei dirigenti ritiene che l'appartenenza culturale sia vitale per il successo dell'integrazione. Mentre un'azienda può essere più imprenditoriale e focalizzata sull'innovazione, l'altra può essere più tradizionale e orientata ai risultati. Senza una solida strategia di integrazione che tenga conto dei valori, delle norme e dei presupposti di ciascuna organizzazione, nonché della dignità dei lavoratori, possono insorgere problemi di collaborazione che riducono l'efficienza e ritardano il processo di consolidamento¹⁶.

IV. Creazione di valore

Le operazioni di M&A non terminano con una strategia isolata, poiché necessitano di una *logica finanziaria*, utile a dare credibilità allo stesso disegno strategico. È importante sottolineare come le acquisizioni vadano analizzate sotto due punti di vista: vi deve essere un confronto tra il valore di mercato e il valore intrinseco e le sinergie generate dall'operazione.

È piuttosto comune l'accezione per cui le acquisizioni avvengano laddove un'azienda sia stata sottovalutata: vi sono dei fattori che, per loro natura, non hanno una collocazione precisa nell'ambito dei prezzi. Un esempio chiarificatore può essere fornito dai beni immateriali come brevetti, marchi e know-how della forza lavoro: il valore di quest'ultimo fattore è particolarmente difficile da rilevare e ciò determina opportunità commerciali per quegli acquirenti che, in possesso di informazioni asimmetriche, potrebbero rilevare gli asset ad un valore più basso del loro valore equo¹⁷. Dopo aver confrontato la valutazione di mercato effettiva con i valori intrinseci, è inoltre possibile quantomeno il raddoppio dei rendimenti per gli azionisti se le società acquisiscono asset alla fine di un ciclo e le vendono all'inizio di esso¹⁸.

¹⁶ Gavin, M., 2019. What are mergers and acquisitions? 4 Key Risks. *Harvard Business School* [online]. Disponibile su: <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

¹⁷ Paven, B., Tarasconi, Q., 2017. Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects. *HEC Paris Club Finance* [online]. Disponibile su: https://campus.hec.fr/club_finance/wp-content/uploads/2018/03/Etude-127-Value-creation-in-MA-deals.pdf

¹⁸ Koller, T.M., M. De Heer, M., 2000. *McKinsey Quarterly* [online]. Disponibile su: <https://go.gale.com/ps/anonymous?id=GALE%7CA62799335&sid=googleScholar&v=2.1&it=r&linkaccess=abs&issn=00475394&p=AONE&sw=w>

Tuttavia, poiché in teoria le valutazioni di mercato dovrebbero derivare dal valore intrinseco, non è così semplice rinvenire tali possibilità. In aggiunta dalla teoria economica, è noto che a lungo termine il mercato sia relativamente efficiente. Quando si considerano le acquisizioni, le società dovrebbero concentrarsi soprattutto sulle sinergie e valutare se il valore attuale netto delle sinergie sia superiore o inferiore a quanto pagato. L'obiettivo principale deve essere quello di aumentare il valore attuale netto del flusso di cassa futuro della nuova entità. Le sinergie, oggetto principale della questione, si differenziano in operative e finanziarie.

Le *sinergie operative* permettono di incrementare il reddito operativo e agevolano l'ottenimento di una crescita maggiore. Tra i metodi possibili per realizzare sinergie operative si annoverano: le economie di scala, molto frequenti nelle acquisizioni orizzontali, che permettono all'azienda di incrementare la produttiva, abbattendo il costo unitario come conseguenza naturale dell'incremento dimensionale della società; l'espansione in nuovi o preesistenti mercati, molto frequente quando l'acquisizione è di tipo transnazionale; un maggior potere di determinazione dei prezzi, che deriva dall'acquisizione stessa di un competitor da parte dell'azienda acquirente; infine, dalla combinazione dei vantaggi competitivi posseduti dalle aziende.

Le *sinergie finanziarie*, invece, fanno riferimento all'impatto positivo delle M&A sul costo del capitale dell'acquirente. Il costo medio ponderato del capitale (*WACC*) è un indice che dipende principalmente dal rischio del capitale investito: se i flussi di cassa delle due società coinvolte in un'operazione di M&A non sono perfettamente correlati, si riduce il rischio del capitale impiegato. Alla diminuzione del rischio corrisponde un'avversione maggiore al rischio da parte della società e gli investitori vedranno un rendimento inferiore. La diversificazione potrebbe inoltre ridurre la probabilità di insolvenza e i costi di fallimento, a causa della minore volatilità dei flussi di cassa futuri. Questo effetto è noto come "effetto di coassicurazione"¹⁹.

Merita un'attenta osservazione anche l'analisi dei flussi di reddito risalenti al periodo precedente alla fusione: se i flussi di reddito delle società pre-fusione non sono perfettamente correlati positivamente, vi è la possibilità che una delle società subisca il fallimento in modo autonomo, senza che la stessa sorte accada all'altra. Se le imprese vengono poi separate, i creditori dell'impresa

¹⁹ Paven, B., Tarasconi, Q., 2017. Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects. *HEC Paris Club Finance* [online]. Disponibile su: https://campus.hec.fr/club_finance/wp-content/uploads/2018/03/Etude-127-Value-creation-in-MA-deals.pdf

fallita subiranno una perdita. Se, invece, le due imprese vengono fuse, allora i flussi di cassa dell'impresa solvente che non vengono utilizzati per pagare i suoi interessi sul debito verranno utilizzati per saldare i debiti dell'altra impresa. È una vera e propria forma di coassicurazione aziendale che riduce il rischio di fallimento (e il costo atteso del fallimento) per i creditori dell'impresa risultante dalla fusione. Le sinergie finanziarie sono fondamentali soprattutto nell'acquisizione di “conglomerati” dove non c'è sinergia operativa.

La creazione di valore mediante le sinergie finanziarie deriva da un cambiamento positivo nella struttura del capitale. In letteratura, si afferma che esistano due fonti di sinergie finanziarie: *effetto LL*, definito come "perdita di responsabilità limitata separata", e *effetto leva*. Il primo è sempre negativo mentre l'"effetto leva" può assumere valori positivi o negativi. Il potenziale guadagno derivante dall'effetto leva può essere minato dall'effetto negativo delle passività combinate. Infatti, combinando due attività, se una di esse è in difficoltà, ne risentirà anche la seconda. Leland, inoltre, sostiene che la bassa volatilità dei flussi di cassa di ciascuna società comporterà un “effetto LL” basso e che se le aziende hanno entrambe gli stessi costi di default, oltre che la stessa volatilità, porteranno ad un potenziamento dell'”effetto leva”.

V. Indici di valutazione della value creation

Nel settore bancario, dei mercati e delle aziende, vi sono alcuni indici e metriche che servono a valutare il potenziale di creazione di valore delle operazioni di M&A. Ognuno di questi si concentra sulla duplice creazione di valore per l'azienda e per gli azionisti. Uno dei più utilizzati è sicuramente il *ROE* (*return on equity*) rispetto al costo del capitale: il ROE è utile per valutare la creazione di valore per gli azionisti²⁰:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

²⁰ What is Return on Equity?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-return-on-equity-roe/>

Se lo spread tra ROE e costo del capitale è positivo, viene creato valore e gli azionisti valuteranno positivamente l'azienda.

Vi è poi il cosiddetto *EPS* (utile per azione): l'EPS è il proxy per il valore più diffuso. Le operazioni di accrescimento, tuttavia, non sono sempre considerate come un miglioramento del valore e la maggior parte degli analisti e degli investitori azionari non porterà avanti un accordo con un EPS pro forma diluito²¹:

Earnings Per Share (EPS)

$$\text{EPS} = \frac{\text{Total Earnings}}{\text{Outstanding Shares}}$$

$$\text{Diluted EPS} = \frac{\text{Net Income} - \text{Preferred Dividends}}{\text{Outstanding Shares} + \text{Diluted Shares}}$$

Esiste, poi, un altro strumento rilevante alla valutazione del valore creato ex post: il *TSR* (*Total Shareholder Return*) sottolinea, infatti, la percezione del mercato circa la creazione di valore e indica l'ammontare di denaro guadagnato da ogni investitore in relazione al capitale investito in ogni singolo stock²²:

$$\text{TSR} = (P_1 - P_0) + D$$

- P_1 = ending stock price (period 1)
- P_0 = initial stock price
- D = dividends

VI. M&A nel mercato del lusso

Le operazioni di M&A ricoprono un ruolo fondamentale anche all'interno del mercato del lusso, per quanto non vi sia una rigidità eccessiva nei ruoli di società acquirente e di società acquisita. Vi

²¹ Harper, D., 2021. ESOs: contabilità per opzioni stock option per dipendenti. *TopTipFinance* [online]. Disponibile su: <https://it.toptipfinance.com/esos-accounting-for-employee-stock-options>

²² Total Shareholder Return (TSR). *StudyFinance* [online]. Disponibile su: <https://studyfinance.com/total-shareholder-return/>

sono aziende in procinto di essere acquisite che possono possedere un marchio consolidato o essere altamente specializzate, mentre quelle acquirenti sono solitamente grandi gruppi multimarca che ricorrono alle operazioni di acquisizione e fusione per ampliare specificamente la linea dei loro prodotti. Questa tipologia di gruppi persegue spesso la crescita esterna mediante l'acquisizione di altri marchi, ossia di quegli elementi distintivi che caratterizzano i brand. Lo scopo è quello di creare un portafoglio di marchi il più diversificato possibile, come insegna la finanza, così da poter ridurre il rischio di mercato, lasciando soltanto quello sistematico²³. Quello che accade è che spesso viene esteso il marchio ad altre categorie merceologiche con lo scopo di fornire al consumatore una vasta gamma di prodotti con i quali poter soddisfare le proprie esigenze quotidiane.

Le aziende devono poi diversificare i livelli di prezzo e differenziarsi ulteriormente dalle strategie dei concorrenti. Tutto ciò potrebbe creare un certo grado di confusione, poiché i prezzi imposti dall'azienda per le diverse tipologie di prodotto variano a seconda delle loro caratteristiche: si troveranno, pertanto, prezzi di lusso, prezzi premium oppure prezzi di massa. È necessario che il divario tra questi prezzi non sia netto. Una soluzione ulteriore per differenziare e diversificare ulteriormente i prodotti è quella di introdurre una linea ultra-premium, che permette di rendere la linea di lusso ancora più “accessibile” ad una grande fetta di popolazione benestante. Ciononostante, la società acquirente potrebbe pure non essere una società di lusso: è pertanto necessario che la parte manageriale dell'azienda sia disposta a cambiare le proprie strategie. Il business di lusso, infatti, è composto in modo preponderante da valori che vanno al di là del mero vantaggio qualitativo: ciò che entra in gioco, appunto, è l'aspetto mentale e psicologico della clientela. L'operazione ha successo a patto che la linea di lusso venga considerata come un oggetto unico, caratterizzato da tratti diversi da quelli della linea di prodotti di massa.

Alcune aziende operano in una categoria di merchandise con un singolo marchio: questa strategia viene di sovente adottata dalle imprese di piccola dimensione che operano in un mercato di nicchia; basti pensare a quelle aziende vinicole la cui limitata produzione di vini è considerata un prodotto di lusso ed è ben conosciuto in terra straniera. In generale, quando un'azienda di questa fattura ricorre ad operazioni di acquisizione e fusione, l'altra compagnia bersaglio è a sua volta una azienda

²³ Carcano L., Rovetta B., 5/2009. Strategia multi-brand per i beni simbolici, *Economia & Management*, p. 62

della stessa tipologia. Al termine della fusione, l'azienda vinicola acquirente prosegue con la propria attività, godendo già di una nomea significativa.

Le aziende che invece operano sul mercato in possesso di due o più marchi in una categoria di merchandise, quando avviano operazioni di acquisizione e fusione lo fanno nell'ottica di acquisire altre aziende operanti nella stessa categoria di merchandise della società acquirente che detiene e mantiene il brand, sfruttandolo da un punto di vista commerciale. Un esempio celebre è dato dal gruppo Richemont, il quale opera nel settore della gioielleria e dell'orologeria con molti marchi noti e di lusso, quali Panerai, Cartier e Montblanc²⁴.

Qualora la diversificazione avvenga anche a livello di prodotto, con aziende operanti con due o più marchi collocati in diverse categorie di produzione, si può osservare come questa strategia venga spesso attuata da grandi gruppi multimarca o multiprodotto, che desiderano creare marchi diversificati in settori altrettanto diversificati. Vi possono essere, poi, strategie operative differenti: si può operare con marchi posizionati sullo stesso livello di prezzo, come ad esempio LVMH, oppure su livelli differenti, come Giorgio Armani.

Infine, vi sono possibilità anche per tutti coloro che operano con un unico marchio in diverse categorie di prodotto. È una strategia di estensione del brand volta a diversificare la gamma di prodotti e a diffondere i valori del brand su un piano universale. L'azienda ha un "marchio ombrello", così chiamato in quanto coinvolge un largo numero di prodotti che vengono inseriti all'interno della propria gamma. Il marchio viene ovviamente esteso in quelle situazioni in cui l'azienda percepisce che questo possa generare ulteriore capitale. La notorietà del marchio fa sì che questo superi il prodotto stesso, trasmettendo un messaggio specifico agli acquirenti.

Le estensioni del marchio possono riguardare due aspetti critici della produzione: da un lato si rilevano le estensioni "di categoria", quando il nuovo prodotto immesso nel mercato appartiene ad una categoria merceologica che non è parte integrante del business originario²⁵ (un esempio è Fendi, che ha esteso il suo brand fino a comprendere accessori, interior design, ecc.); dall'altra vi sono le estensioni "di linea", ove il nuovo prodotto appartiene alla stessa categoria di prodotti di

²⁴ What we do (2021). *Richemont* [online]. Disponibile su: <https://www.richemont.com/en/home/about-us/what-we-do/>

²⁵ Harvard Business Review on Brand Management, 1991. *Harvard Business School Press*, p.105ff

riferimento della propria azienda, seppur in nuovo segmento di mercato²⁶ (Dior, per esempio, estese il suo brand grazie all'aggiunta della linea di abbigliamento per bambini).

Un marchio, quindi, può essere esteso per raggiungere molteplici obiettivi²⁷, come ad esempio la volontà di aumentare il fatturato fornendo ai clienti fedeli nuove opportunità per soddisfare le loro esigenze. Inoltre, le aziende possono risparmiare le risorse finanziarie da investire nella creazione o nell'acquisto di un nuovo marchio proprio mediante le estensioni. Vi è poi la naturale mitigazione del rischio, dovuta ad una diversificazione del “portafoglio prodotti”. Un marchio potrebbe anche essere esteso attraverso la concessione di licenze, che favoriscono la crescita del business senza richiedere ulteriori investimenti e competenze.

Non bisogna dimenticare, tuttavia, che anche la brand extension può presentare dei fattori di criticità. Tra le problematiche da vagliare, per esempio, si deve prendere in esame il rischio che il brand venga sovraesposto e la nuova estensione del marchio non sia in linea con i valori originari, disattendendo, quindi, la fiducia dei consumatori. Il rischio di danneggiare l'immagine del brand potrebbe, però, incentivare l'azienda a produrre un oggetto di grande qualità in edizioni limitata, così da testare il mercato in modo tangibile e da aumentare le aspettative. Come affermarono G.S Hardie e Leonard M. Lodish, lo sviluppo delle estensioni di linea sono una vera e propria realtà competitiva: all'evolversi delle categorie di prodotto, un'azienda deve adattare in modo repentino e continuo le proprie linee di prodotto²⁸.

²⁶ Giddens, N., Hofmann, A., 2010. Building your Brand with brand line extensions. *Iowa State University* [online]. Disponibile su: <https://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/html/c5-52.html>

²⁷ Keller, K.L., 2002. Strategic brand management. Building, measuring and managing brand equity. *Pearson College Division*, p.581

²⁸ Hardie, B.G.S., Lodish, L.M., Kilmer J.V., Beatty, D.R., Farris, P., Biel, A.L., Wicke, L.S., Balson, J.B., Aaker, D., 1994. The Logic of Product-Line Extensions. *Harvard Business Review*,

Capitolo 2 - Il caso Kering e l'acquisizione di Gucci

I. Il gruppo KERING

Dopo aver indagato gli elementi distintivi e le peculiarità delle manovre di M&A, ci avviciniamo ad analizzare il case-study di Kering e dell'acquisizione di Gucci avvenuta nel 1999. La società, infatti, non solo si annovera tra i maggiori operatori nel settore del lusso ma è anche tra le più attive aziende nelle operazioni di fusione ed acquisizione.

Kering viene fondata nel 1962 da Francois Pinault sotto il nome di Etablissements Francois Pinault, un business specializzato nel commercio di legname ed in seguito materiali da costruzione. L'abilità manageriale, unita ad una serie di acquisizioni di successo, porta alla quotazione della società presso la borsa di Parigi nel 1988. Nel 1990 la Pinault SA acquista CFAO ed avvia una serie di acquisizioni nel settore retail (Conforama, retail d'arredamento francese; Printemps, department store parigino; FNAC, rivenditore di libri, multimedia ed elettronica; La Redoute, Finaref e Brylance), cambiando il nome dell'azienda in Pinault Printemps-Redoute (PPR). Nel 1999, con l'acquisto di Gucci, PPR fa il suo ingresso nel settore del lusso²⁹.

Negli anni successivi, attraverso Gucci Group, acquisisce il marchio Yves Saint-Laurent, Bottega Veneta, Boucheron e Balenciaga, oltre ad avviare accordi di partnership con Alexander McQueen e Stella McCartney³⁰.

Nel 2013 il gruppo abbandona l'acronimo PPR in favore di Kering, da Pinault contestualizzato nei termini dell'etimologia del nome: "Ker" significa infatti "casa" in bretone, a ricordare le origini Britanniche del gruppo; la pronuncia, inoltre, è assimilabile a quella della parola anglosassone "caring" (cura, attenzione), ad esaltare l'atteggiamento del gruppo in relazione ai propri marchi, ma altresì alla comunità, ai clienti, e all'ambiente. La value proposition di Kering è riassunta nel motto "Empowering Imagination" - un'attenta attività di promozione della libertà

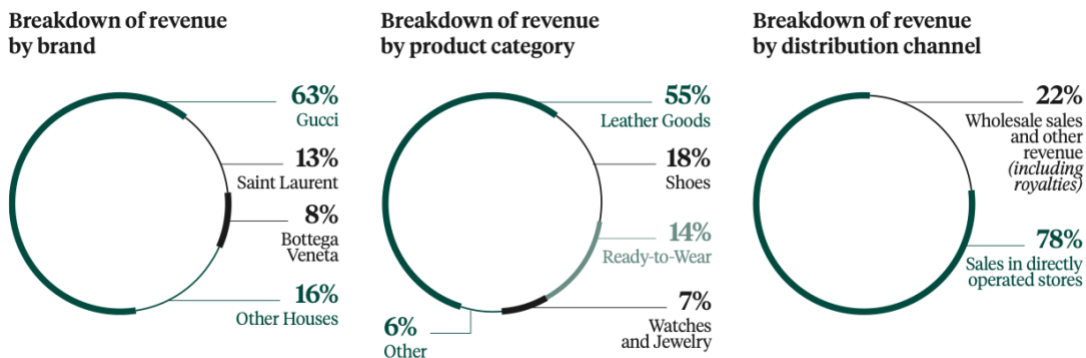
²⁹ Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTELtd*, pgg 62-63

³⁰2020 Financial Document, 2021. *Kering*, pp 8-9 [online]. Disponibile su: https://keringcorporate.dam.kering.com/m/57a7ad2619884844/original/KERING_Document_Financier_2020_Production_UK.pdf

creativa, di integrazione di risorse e capitale umano allo scopo di creare valore nel lungo termine per le proprie Maisons ed i propri clienti, attraverso un lusso etico e sostenibile ³¹.

Ad oggi, il gruppo - che conta oltre 38 mila dipendenti - si attesta al secondo posto globale nella classifica delle aziende di lusso in termini di vendite, battuta unicamente dalla competitor LVMH³².

Il gruppo è correntemente strutturato in tre divisioni: Moda & Pelletteria, Orologi & Gioielli, Eyewear. All'interno questi, l'incidenza maggiore in termini di vendite appartiene al reparto pelletteria, il quale nel 2019 rappresentava il 55% del fatturato Kering, seguito da Calzature (18%), abbigliamento (14%), e gioielleria (7%) ³³.



Source, Kering Annual Report 2019.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, a guidare le vendite è l'area Asiatica (34%): tale dato non sorprende se si tengono in considerazione le proiezioni riportate da Bain & Company nel *Luxury Goods Worldwide Market Study 2018*, secondo cui i consumatori cinesi rappresenteranno il 46% delle vendite di beni di lusso entro il 2025 ³⁴. A seguire nella

³¹ Empowering Imagination, 2021. *Kering* [online]. Disponibile su: <https://www.kering.com/it/il-gruppo/scopri-kering/empowering-imagination/>

³² Deloitte Global report finds the Top 10 luxury goods companies contributed more than half of total luxury sales of Top 100 companies, 2020. *Deloitte* [online]. Disponibile su: <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/consumer-business/articles/pr-global-powers-of-luxury-goods-2020.html>

³³ 2019 Financial Document, 2020. *Kering*, p34 [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/1eee8a6e64959f3/original/2019-Universal-Registration-Document.pdf>

³⁴ D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., Del Fabbro, E., Montgolfier, J., 2019. *Luxury Goods worldwide market study, fall-winter 2018*. *Bain & Company* [online]. Disponibile su: https://www.bain.com/contentassets/8df501b9f8d6442eba00040246c6b4f9/bain_digest__luxury_goods_worldwide_market_study_fall_winter_2018.pdf

distribuzione dei fatturati vi sono i paesi dell'Europa Occidentale (32%), l'America del Nord (19%), ed il Giappone (8%).

Interessante risulta poi l'analisi della suddivisione per brand in termini di vendite: il marchio Gucci ammonta al 63% delle vendite del gruppo Kering, stella indiscussa della conglomerata francese, seguito a distanza da Saint Laurent (13%) e Bottega Veneta (8%).

Relativamente alla performance finanziaria del gruppo, Kering chiude il 2019 con ricavi per €15,9 miliardi, in crescita del 19% rispetto all'anno precedente; l'EBITDA è pari a €6 miliardi, in crescita del 18,3%; il net income ammonta a €2,2 miliardi (-16,1%); mentre l'EPS è pari a €18,40 (-37,2%) - entrambi i dati estremamente positivi, leggermente in calo rispetto alla performance assolutamente eccezionale del 2018³⁵, largamente riconducibile alla crescita straordinaria dei marchi Gucci e Saint Laurent. I dividendi per azione sono pari a €11.50, in aumento rispetto ai €10,50 del 2018, ed anche il Free Cash Flow si attesta a livelli eccezionali, raggiungendo €1,5 miliardi.

Analizzando il Business Model di Kering riportato nel Documento Universale di Registrazione 2019 ³⁶, si evince come esso si fondi su tre pilastri aziendali:

- *agilità*: derivante dalla stabilità della crescita e della visione della proprietà, dalla capacità di sviluppo e trasformazione attraverso l'acquisizione di nuovi marchi e l'individuazione di efficaci growth drivers, nonché dalla chiarezza e dal supporto offerti in qualità di capogruppo alle proprie società acquisite, attraverso una catena del valore integrata ed un approccio che promuove la creatività e la massima espressione dei propri marchi
- *equilibrio organizzativo*: raggiunto tramite un approccio multi-brand che accoglie marchi con posizionamento ed heritage differenti, tra i quali Kering promuove la condivisione di conoscenza offrendo al contempo benefici in termini di network, produzione e distribuzione

³⁵ Kering: an outstanding performance, 2019. *Businesswire* [online]. Disponibile su: <https://www.businesswire.com/news/home/20190211005839/en/Kering-An-Outstanding-2018-Performance>

³⁶ 2019 Financial Document, 2020. *Kering*, p18 [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/1eee8a6e64959f3/original/2019-Universal-Registration-Document.pdf>

- *responsabilità*: implementata attraverso lo sviluppo di un approccio inclusivo e sostenibile a tutti i livelli di governance, nonché attraverso la promozione del potenziale creativo in termini di innovazione etica (per esempio di materiali, tecnologie, processi, e sistemi di contenimento dei costi)

La strategia di Kering si racchiude nell'obiettivo di attestarsi come leader nel settore del lusso, obiettivo che ha portato a profondi cambiamenti organizzativi nell'ultima decade, con disinvestimenti strategici in diversi brand non allineati con il posizionamento del gruppo.

Tale strategia viene implementata attraverso la *promozione di crescita organica*, incoraggiando e innovazioni di prodotto ed i sistemi di vendita efficienti (grazie ai canali di vendita direttamente controllati dai marchi del gruppo, che permettono lo sviluppo di iniziative all'avanguardia), nonché un approccio omni-channel e l'utilizzo di efficienti sistemi di CRM, Information Technology e Artificial Intelligence per supportare l'affinamento della client experience.

Altro elemento peculiare della strategia aziendale è l'orientamento allo *sviluppo di sinergie* e di *piattaforme di crescita* attraverso la condivisione di risorse utili a funzioni strategiche come logistica, approvvigionamento, uffici legali, proprietà, contabilità, media relations, IT e sviluppo di sistemi.

Kering, come la competitor LVMH, è integrata verticalmente e l'attitudine all'acquisizione è caratterizzata dalla volontà di promuovere e coltivare le specificità delle acquisite ed in particolare il loro sviluppo creativo, fornendo loro le risorse necessarie a favorirne l'ottimizzazione organizzativa.

II. Il marchio Gucci

Stella del gruppo Kering, Gucci viene fondata a Firenze nel 1921 da Guccio Gucci come marchio di articoli di pelletteria. Egli aveva sviluppato un accentuato gusto per l'eleganza e lo stile inglese lavorando come lift presso l'hotel Savoy di Londra, elementi integranti del successivo heritage di Gucci. Incentivato dall'enorme successo conquistato con le sue prime collezioni, Guccio espande la produzione anche a borse e calzature, realizzate nel caratteristico stile equestre del marchio. Da quel momento la crescita è costante: Gucci si allarga sul territorio nazionale, in particolare grazie all'iniziativa del figlio Aldo, al quale si devono le aperture dei flagship store di Via Condotti a Roma (1938) e di Via Montenapoleone a Milano (1951).

Negli anni '60 il marchio avvia l'espansione internazionale, partendo da Londra, Parigi e New York³⁷ e, grazie all'abilità manageriale di Aldo Gucci, si appresta a conquistare il titolo di impero del lusso mediante una strategia di marketing internazionale molto competitiva e grazie alla ricercata associazione con personaggi celebri (tra i quali Elizabeth Taylor e Jackie Kennedy). Questi anni si caratterizzano, oltre che per un'attenta strategia di espansione, per sviluppo stilistico che porta all'introduzione del celebre logo riconoscibile, nonché di numerosi prodotti iconici.

Azienda di famiglia fino alla terza generazione, nel 1982 Gucci diventa società per azioni, approcciandosi ad una acuta fase di crisi stilistica e manageriale, dovuta ad una forte espansione internazionale e di prodotto con conseguente danno reputazionale e dissidi all'interno del gruppo manageriale (ancora nelle mani della famiglia Gucci).

Nel 1993 l'azienda di investimenti InvestCorp acquista una quota di maggioranza in Gucci ed arruola Domenico De Sole e Tom Ford per risollevare le sorti aziendali - rispettivamente nell'area manageriale e creativa. La coppia ottiene in breve tempo successi straordinari, ripristinando l'immagine di esclusività e prestigio attraverso un approccio stilistico innovativo.

Nel 1999 il gruppo PPR (Kering), dopo una lunga battaglia legale con il competitor LVMH, avvia un processo di acquisizione graduale che verrà ultimato nel 2004 col raggiungimento della quota di 99,4% sulla proprietà³⁸.

La coppia De Sole - Ford lascia il brand nel 2004, succeduta da Frida Giannini e Patrizio di Marco. Ad avviare la straordinaria crescita globale di Gucci sono, però, il CEO Marco Bizzarri ed il direttore creativo Alessandro Michele, subentrati alla fine del 2014: negli ultimi 6 anni, grazie ad un approccio rivoluzionario al mercato del lusso, Gucci ha conquistato una posizione di leadership nel settore, grazie alla riuscita introduzione di una nuova estetica combinata con una visione strategica che prioritizza la cultura aziendale come catalizzatore delle manovre di business. La nuova struttura aziendale promuove l'empowerment ad ogni livello organizzativo, incentivando il risk-taking ed un approccio progressista alla responsabilità d'impresa.

Ad oggi, Gucci rappresenta il pinnacolo dell'artigianalità e del savoir-faire italiano, con incontrastata attenzione alla qualità ed alla creatività.

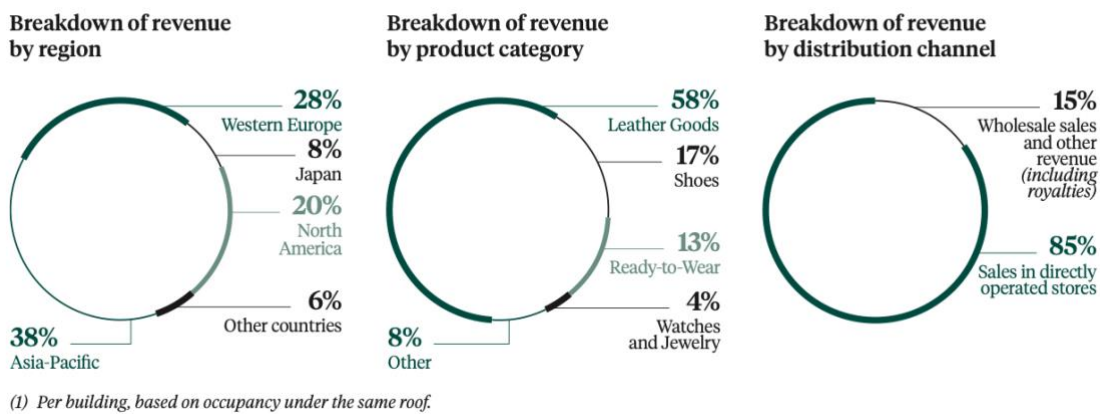
³⁷ Moore, C.M., Birtwistle, G., 2005. The nature of parenting advantage in luxury fashion retailing – the case of Gucci Group NV. *International Journal of Retail & Distribution management*, Vol. 33, p. 261

³⁸ Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTE Ltd*, pgg 68

Ad oggi Gucci conta più di 17 mila dipendenti e oltre 400 negozi di gestione in tutto il mondo (responsabili dell'85% del fatturato aziendale), e rappresenta il 63% delle vendite della capogruppo Kering.

Le divisioni a maggiore incidenza sulle vendite per il marchio sono, rispettivamente: pelletteria (58%), calzature (17%), abbigliamento (13%) e gioielleria (4%)

Per quanto riguarda la distribuzione geografica, a guidare le vendite è l'area Asiatica (38%), seguita dai paesi dell'Europa Occidentale (28%), l'America del Nord (20%), ed il Giappone (8%).



Source, Kering Annual Report 2019.

Relativamente alla performance finanziaria del brand, Gucci chiude il 2019 con ricavi per €9,6 miliardi, in crescita del 16,2% rispetto all'anno precedente; l'EBITDA è pari a €4,46 miliardi, in crescita del 17,7%; una più approfondita analisi dell'evoluzione delle performance sarà valutata nel sotto-capitolo a seguire.

Alla soglia del centenario dalla sua fondazione, la strategia di Gucci si basa prevalentemente nei growth-drivers riconfermati in occasione del Capital Markets Day 2018 ³⁹:

- costante impegno a migliorare i KPI di vendita (traffico, conversione, ritenzione e scontrino medio)

³⁹ 2019 Financial Document, 2020. *Kering*, p37 [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/1ecc8a6c64959f3/original/2019-Universal-Registration-Document.pdf>

- l'espansione del più recente store-concept nei punti vendita nel territorio internazionale⁴⁰, con integrazione dell'esperienza di acquisto con interfacce e piattaforme digitali, per attestarsi come leader d'innovazione ed altresì continuare a conquistare la clientela Millennials e Gen Z soddisfacendone i bisogni di marketing esperienziale e tecnologico⁴¹
- continuo sviluppo dell'e-commerce e delle piattaforme digitali
- implementazione costante di ogni categoria di prodotto al fine di massimizzare il potenziale creativo, supportato dalla chiara visione di Alessandro Michele di integrazione di pezzi iconici e novità esclusive
- realizzazione di strategie sostenibili volte a ridurre l'impatto ambientale delle operazioni del marchio, in osservanza del piano Kering "Culture of Purpose" (2018) e del Fashion Pact promosso dal presidente francese Emmanuel Macron (2019)⁴²
- creazione di un crescente legame emotivo con la clientela attraverso la molteplicità dei punti di contatto - digitali e non - con la stessa
- mantenimento del vantaggio competitivo attraverso l'enfasi sulla creatività e l'innovazione nel rispetto dei core values e del DNA del brand

III. La manovra di acquisizione

Anzitutto, è bene indagare le motivazioni che hanno portato a tale decisione strategico-finanziaria: PPR Group aspirava ad attestarsi nel mercato del lusso che presentava (e tutt'ora presenta) grande potenziale di crescita, e ciò richiedeva l'attuazione di strategie operative e di riposizionamento mirate al mercato target.

L'obiettivo era di apportare una trasformazione che permettesse al gruppo di rafforzare il proprio potenziale sfruttando l'espansione - in termini di profittabilità ed internazionalità - del Gucci, trasformando il marchio nel fulcro di tale sviluppo e supportandolo nel percorso verso la

⁴⁰ Danziger, P.N., 2017. Gucci's Cracked the Luxury Code with Millennials, Thanks To Its Dream Team Of Bizzarri And Michele. *Forbes* [online]. Disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/pamdanziger/2017/11/16/guccis-cracked-the-luxury-code-with-millennials-thanks-to-its-dream-team-of-bizzarri-and-michele/?sh=32e54da01523>

⁴¹ LCA Consulting, 2021. *Luxury Goods Market Trends*. Conferenza presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Master in Luxury Goods Management

⁴² Amed, I., Berg, A., Balchandani, A., Hedrich, S., Rölkens, F., Young, R., Poojara, S., 2021. The State of Fashion 2021. *McKinsey in collaboration with BoF Journal*, p53 [online]. Disponibile su: <https://www.mckinsey.com/~/media/McKinsey/Industries/Retail/Our%20Insights/The%20state%20of%20fashion%202020%20Navigating%20uncertainty/The-State-of-Fashion-2020-final.ashx>

leadership di settore come attore multi-brand. Prima di procedere in questa direzione, PPR Group si dovette adoperare per raccogliere il sostegno finanziario di investitori e istituzioni finanziarie. Per conseguire la liquidità necessaria all'operazione, il gruppo decise di disinvestire le acquisite in possesso fino a quel momento, operazione che richiese ingenti opere di ristrutturazione interna e manageriale.

Il presidente del Consiglio di Sorveglianza René de La Serre afferma nell'Annual Report di PPR del 1999 che "la distribuzione è alla base del business del lusso; amministrati adeguatamente, brand in questo settore combinano crescita robusta e profittabilità". Dunque, l'obiettivo strategico era di posizionarsi in un mercato dei brand e sfruttare il know-how di PPR per la distribuzione.⁴³

Ancora, a confermare tale posizione è, nell'Annual Report 1999, il presidente del Consiglio di Amministrazione Serge Weinberg che, alla domanda sulle ragioni per l'operazione di acquisizione di Gucci, risponde: "Per diversi motivi che si sposano bene con il nostro know-how e i nostri obiettivi strategici. Il settore del lusso è abbastanza vicino al nostro settore attuale, dato che fatturiamo già il 22% di turnover nell'abbigliamento. Inoltre, la distribuzione è un fattore essenziale nel mercato del lusso. Gucci genera circa due terzi delle sue vendite tramite i negozi direttamente gestiti. In qualità di brand globale, uno dei maggiori nel settore, Gucci rispecchia le mire di internazionalizzazione della PPR. Inoltre, il settore del lusso offre interessanti opportunità di sviluppo - è un mercato ad alto potenziale con un tasso di crescita tre volte superiore a quello dell'economia globale. Infine, Gucci è uno dei brand più profittevoli in circolazione".

Come sottolineato da entrambe le figure, il principio di acquisizione di Gucci era incentrato sulla sua qualità di brand e non sulla qualità di semplice attore specializzato nel settore del lusso, in quanto i marchi presentano elevato potenziale di espansione e redditività.

A questo punto dell'analisi è utile compendiare la linea temporale dell'acquisizione:

- nel 1999 PPR acquista il 42% delle azioni di Gucci Group, e concomitaneamente di Yves Saint Laurent, YSL Beauté e Sergio Rossi

⁴³ Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTE Ltd*, pgg 68

- nel 2001 il gruppo francese aumenta la proprietà al 53,2%, dopo aver portato a conclusione un'intensa battaglia legale con LVMH per l'acquisto di azioni di Gucci Group, attraverso la firma del Settlement and Stock Purchase Agreement il 9 settembre 2001 - con il quale il gruppo guidato da Bernard Arnault vendeva l'8,4% del capitale di Gucci Group all'avversaria per € 900 milioni (più dividendi per € 90 milioni) ⁴⁴
- ulteriori operazioni di acquisto portano PPR a detenere il 67,58% della società target al termine del 2003
- nel 2004 PPR completa la fase di acquisizione con un'offerta di acquisto a scadenza 29 aprile dell'anno, poi prolungata fino al 20 maggio per ottenere la massima percentuale di holding possibile. Seguirà una operazione di *squeeze-out* presso i tribunali olandesi per le azioni ordinarie non detenute al termine dell'offerta d'acquisto (*squeeze-out* a scadenza 2006): al 31 dicembre 2004, PPR possiede il 99,41% della proprietà di Gucci Group

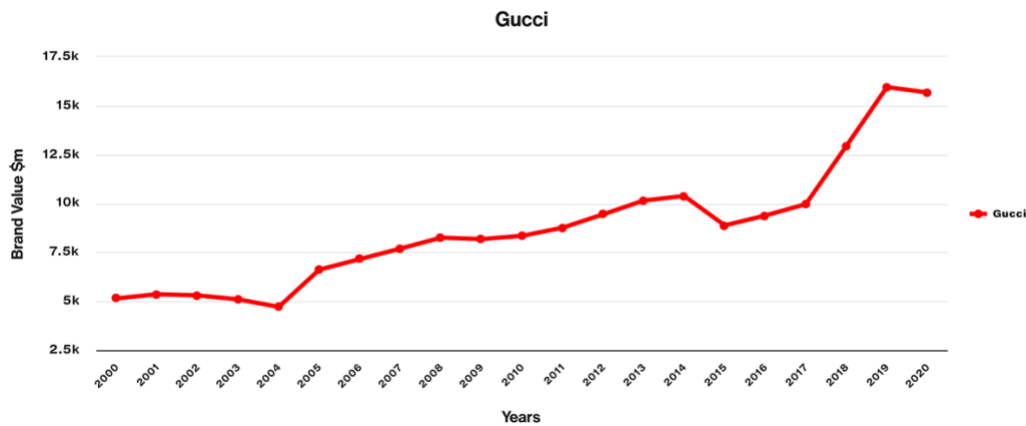
La manovra risulta in un investimento complessivo pari a €7,2 miliardi.

Per quanto riguarda le valutazioni contabili sul valore del gruppo acquisito, le immobilizzazioni immateriali legate a "loghi, marchi e quote di mercato" sono state valutate per € 6,104.2 milioni nel 2003 e per € 7,348.7 milioni nel 2004. Ulteriori stime e giudizi sulla valutazione dei marchi acquisiti, come specificato negli Annual Report di PPR, sono stati affidati a periti esterni per precisa decisione aziendale, e suddivisi per settore anziché per marchio, rendendo de facto l'informazione pubblica non sufficiente a stimare il valore dei marchi individuali e impedendo un approccio comparativo in relazione al mercato di riferimento ed alla concorrenza⁴⁵

I risultati dell'acquisizione sono immediati e strabilianti: PPR Group raddoppia turnover tra il 1999 ed il 2001, e nel 2004 si attesta come terzo luxury group al mondo con € 321 milioni di fatturato. Gucci si conferma come brand leader nel settore già nel 2001, e da allora prosegue la sua ascesa nel mercato del lusso realizzando straordinari incrementi di valore (vedi tabella).

⁴⁴ Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTE Ltd*, pgg 74

⁴⁵ Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTE Ltd*, pgg 89



Source: Interbrand, Gucci (2021) ⁴⁶.

Come menzionato, a partire dal 1999, la strategia di gestione del Gruppo Gucci da parte di Pinault-Printemps-Redoute è stata mirata allo sviluppo ed alla promozione dei marchi attraverso strategie creative e retail ad hoc, volte ad assicurare la crescita dei brand acquisiti: tra il 2002 ed il 2004 sono stati investiti €785 milioni nello sviluppo dei marchi, risultanti in una crescita robusta di Yves Saint Laurent, Boucheron and Bottega Veneta.

Questo sviluppo trasversale basato sui marchi ha rappresentato una svolta strategica per il gruppo PPR consentendogli di trarre vantaggio dalla crescita del settore del lusso, che ancora oggi è in forte espansione. Internazionalizzazione, e-commerce e fidelizzazione della clientela hanno permesso al gruppo di assumere una guida strategica nel mercato di riferimento sin dal 1999, ove garantire lo sviluppo del business attraverso investimenti dedicati ai marchi ha amplificato tale processo.

I dati sulle performance aziendali continuano, ad oggi, a riconfermare lo strabiliante successo della manovra di acquisizione da parte del gruppo Kering (vedi grafico): si osserva, infatti, come le prestazioni del gruppo francese riflettano nel tempo quelle del marchio Gucci.

⁴⁶ Gucci, 2021. *Interbrand* [online]. Disponibile su: <https://interbrand.com/best-global-brands/gucci/>



Organic growth YoY. Source: BoF Journal, *Blockbuster Gucci Continues to Boost Kering* (2018).

Considerata la solida posizione finanziaria di Kering, nonchè il *debt to equity* ratio inferiore ad 1, tali risultati possono servire come eque premesse per avviare una nuova fase aggressiva di manovre di mergers & acquisitions da parte del gruppo francese ⁴⁷.

IV. Impatto Covid-19 sulla coppia Gucci-Kering

Dopo aver analizzato la manovra di acquisizione di Gucci e l'evoluzione della stessa nel corso degli anni, è interessante indagare gli effetti, sulle due entità, della pandemia di Covid-19 e la conseguente crisi economica a livello internazionale. A minare le performance aziendali hanno concorso diversi fattori tra i quali la chiusura dei negozi e delle strutture aziendali (con conseguente limitazione delle attività di design, produzione e distribuzione), i lock-down imposti a livello governativo, l'incertezza dei mercati e la diminuzione del potere d'acquisto dei consumatori, e la drastica diminuzione del cosiddetto *shopping tourism*.

Nel 2020, come rilevato dal relativo Documento Annuale pubblicato da Kering⁴⁸, il gruppo registra vendite per 13,1€ miliardi, in calo del 17.5% rispetto al 2019 (-29,6% solo nel primo

⁴⁷ Berezna, V., 2018. Chart of the Week | Blockbuster Gucci Continues to Boost Kering. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/articles/luxury/chart-of-the-week-guccis-explosive-growth-continues-to-buoy-kering>

⁴⁸ 2020 Full-year results, 2021. *Kering* [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/6afdbdc25e6daf6b/original/PowerPoint-Presentation.pdf>

semestre); il *recurring operating income* è di 3,1€ miliardi, in diminuzione del 34,4% - mantenendo tuttavia un EBIT margin resiliente al 23.9%. L'esposizione al rischio di credito rimane limitata e Kering ha prontamente agito per liberare liquidità per fronteggiare la crisi, realizzando un FCF di 2,8€ miliardi (+38,96%)⁴⁹.

L'impatto della pandemia è stato più imponente in Europa Occidentale (-41%) e Giappone (-28%), mentre l'area Asiatica, soprattutto grazie al contributo della Cina continentale, ha registrato un lieve decremento del 2% (con notevole crescita del 17.5% nel secondo semestre). Rilevante il boom dell'e-commerce, che - grazie ad una strabiliante espansione del 67% - conquista il 13% del fatturato globale.

Relativamente a Gucci, la compagnia rileva vendite per 7,4€ miliardi, in calo del 22,7% rispetto all'anno precedente (le ingenti perdite registrate nel primo semestre a causa della marcata esposizione al mercato cinese non sono state riassorbite prontamente nel corso del secondo, nonostante una grande ripresa che ha portato il mercato asiatico a rappresentare il 44% delle vendite complessive); il *recurring operating income* è pari a 2.6€ miliardi (-33,8% rispetto all'anno precedente).

A livello di strategia adottata per far fronte alla crisi, facendo leva sui trend di mercato (ripresi dallo studio Altagamma-Bain "Worldwide Market Monitor 2020") accelerati dalla pandemia, Gucci ed il gruppo Kering hanno diretto sforzi e risorse in:

- implementazione delle piattaforme omni-channel (ci si aspetta che le vendite online raggiungano il 30% entro il 2025⁵⁰)
- focalizzazione del targeting nei Millennials e nella Gen Z, nonché nei consumatori cinesi
- sviluppo di approcci di mercato innovativi, per far fronte alle restrizioni poste dalla pandemia, in termini di produzione, eventi, digitalizzazione, client experience, brand engagement
- crescente impegno in termini di sostenibilità, trasparenza, diversità ed inclusione, etica
- investimenti in piattaforme di sviluppo tramite la realizzazione di una catena di distribuzione demand-driven grazie all'utilizzo di Artificial Intelligence e Information Systems
- crescente controllo sulla distribuzione con diminuzione del retail fisico

⁴⁹ Kering, 2021. *MarketWatch* [online]. Disponibile su: <https://www.marketwatch.com/investing/stock/ppruf/financials/cash-flow>

⁵⁰ Altagamma, 2021. *Luxury Goods Market Trends*. Conferenza presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Master in Luxury Goods Management

- immutate priorità finanziarie: crescita organica, profittabilità sostenuta, elevata generazione di liquidità, allocazione di capitali bilanciata, ritenzione strategica dei costi operativi

Come osservato, dunque, Gucci e Kering stanno prevenendo su tutti i fronti operativi e finanziari l'impatto negativo della crisi pandemica ed economica corrente, e nell'anno a venire sarà possibile osservare gli effetti della gestione sulle performance aziendali.

Conclusioni

Nel corso del presente elaborato si sono percorsi i tratti caratteristici delle operazioni di Mergers and Acquisitions, descrivendone contesto, classificazioni, struttura e aspetti critici, per poi delineare una breve analisi delle operazioni di M&A nel contesto del mercato del lusso. Da tale analisi del settore di riferimento appare chiaro che l'elevata competitività in esso rinvenuta, e i fattori che ne condizionano lo sviluppo, impongono alle aziende conglomerate come LVMH, Kering, Swatch e Richemont di puntare sulle manovre strategiche di M&A per aumentare le possibilità di successo nella contesa della *leadership* di mercato.

Ci si è poi soffermati sul caso di studio di Kering: una volta descritti la nascita e lo sviluppo del gruppo francese e del marchio Gucci, abbiamo analizzato la manovra di acquisizione posta in essere dal gruppo francese nei confronti del marchio fiorentino tra il 1999 ed il 2004. La visione manageriale del gruppo ha portato all'individuazione di un'opportunità e ad un'eccezionale rifocalizzazione strategica effettuata in un settore in crescita come quello del lusso. Partendo da un assetto di azienda di distribuzione, Kering è riuscita a creare un gruppo del lusso multi-brand e ad accrescerne il valore focalizzandosi sui marchi acquisiti nel settore di riferimento. Questa strategia di espansione è stata guidata dal desiderio di sviluppare il potenziale del gruppo, la crescita del business e la redditività in un contesto internazionale. Il passaggio dell'azienda familiare dalle attività di distribuzione alle attività di lusso rappresenta una transizione di successo da una relazione B-to-B a una relazione B-to-C, successo dovuto soprattutto alla strategia di sviluppo dei marchi del lusso. Tale sviluppo è stato condotto intorno a un concetto semplice: il valore del marchio e il posizionamento nel mercato.

Nell'indagine sul presente caso di studio, si è poi descritta la reazione a livello operativo di Gucci e Kering in relazione alla corrente crisi pandemica ed economica causata dalla diffusione del virus Covid-19; da tale analisi si è rilevato un elevato impegno strategico volto a sfruttare le nuove opportunità presenti nel mercato creando innovative fonti di vantaggio competitivo in risposta ai neo-evoluti trend di mercato (dal boom della digitalizzazione, dell'Artificial Intelligence e dell'Information Technology, alle necessità espresse dalle nuove generazioni target in termini di sostenibilità, inclusione ed eticità, infine alle dinamiche del mercato derivanti

dall'avvento di nuovi stili di vita e abitudini di consumo, nonché dalla mutata situazione economica dei consumatori).

Approcciandosi alla conclusione del presente elaborato, risulta interessante indagare le traiettorie future previste per il mercato delle M&A, con particolare riferimento al settore del lusso. A tale proposito, l'industria del lusso si sta preparando ad una fase aggressiva di operazioni di acquisizione e fusione nella quale i business in difficoltà verranno verosimilmente rilevati dai big players del settore e dalle aziende di private equity.

Va evidenziato che già prima dell'era Covid-19 il divario tra i leader di mercato ed il resto degli attori andava estendendosi; in tal senso, la diffusione della pandemia si è limitata ad acuire questo processo di polarizzazione che ha indotto in difficoltà piccoli e medi business, creando invece opportunità di consolidamento per i leader di successo, come avvenne, precedentemente, durante la crisi finanziaria del 2008.

Le aziende in possesso delle risorse strategiche e finanziarie necessarie saranno incentivate ad implementare operazioni di acquisizione durante la recessione in quanto, come riportato da uno studio del Boston Consulting Group del 2019 che analizzava 51.600 accordi firmati dalle aziende negli ultimi 40 anni, i deals avviati in fasi caratterizzate da economia debole risultano in ROI più elevati rispetto a quelli legati ad economie solide.⁵¹

Al contempo non è saggio aspettarsi una precipitosa corsa in direzione di nuove acquisizioni: se da un lato alle aziende in difficoltà conviene attendere la realizzazione di risultati più positivi prima di stilare accordi con le acquirenti, queste ultime stanno ancora affrontando sfide imponenti come la rinegoziazione degli affitti, l'organizzazione della forza lavoro e l'implementazione della strategia digitale, rendendo poco conveniente apporre nuovi elementi di costo e complessità⁵².

⁵¹ Chen, C., 2020. 5 Fashion M&A Predictions. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/articles/retail/retail-mergers-and-acquisitions-ma-coronavirus>

⁵² Kansara, V.A., 2020. Fashion Is Set for an M&A Frenzy in 2021. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/briefings/finance/fashion-is-set-for-an-ma-frenzy-in-2021>

Per quanto concerne le manovre di acquisizione attese nel vicino futuro, gli analisti di McKinsey⁵³ convengono che concorreranno alla prolificità delle operazioni di M&A tre grandi fattori: il consolidamento della quota di mercato attraverso l'espansione in nuove aree geografiche (specialmente nel caso delle leader di settore, con particolare riferimento allo sviluppo del mercato asiatico), potenziamento di alcune posizioni strategiche (soprattutto per quanto riguarda i buyers opportunistici che intendono implementare l'e-commerce) e acquisizione di nuove capacità tecnologiche, di vendita, produzione, artigianalità e supply-chain (tale driver sarà particolarmente rilevante nel mercato del lusso).

Alla luce della presente analisi, le aziende dovrebbero riflettere attentamente su come intendono integrare e incorporare nuove risorse nella loro struttura organizzativa, in quanto tale processo rappresenta spesso il fattore determinante nella creazione di valore post-transazione. Tuttavia, anche gli acquirenti dovrebbero restare vigili: è improbabile che le aziende in difficoltà senza una chiara strategia di crescita o un valore intrinseco possano essere salvate, nonostante gli investimenti e le ristrutturazioni apportate. Ad ogni modo, si prevede che la concorrenza si acuirà non appena la crisi accennerà a diminuire, perciò le aziende dovranno essere pronte ad agire tempestivamente per cogliere le migliori opportunità di M&A e di crescita nel mercato.

⁵³ Amed, I., Berg, A., Balchandani, A., Hedrich, S., Rölken, F., Young, R., Poojara, S., 2021. The State of Fashion 2021. *McKinsey in collaboration with BoF Journal*, pp67-69 [online]. Disponibile su: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Retail/Our%20Insights/The%20state%20of%20fashion%202020%20Navigating%20uncertainty/The-State-of-Fashion-2020-final.ashx>

Bibliografia & Sitografia

- 2019 Financial Document, 2020. *Kering* (p 8-9, 18, 34, 37) [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/1eee8a6e64959f3/original/2019-Universal-Registration-Document.pdf>
- 2020 Full-year results, 2021. *Kering* [online]. Disponibile su: <https://keringcorporate.dam.kering.com/m/6afdbdc25e6daf6b/original/PowerPoint-Presentation.pdf>
- 2020 Global M&A Report with financial league tables, 2021. *MergerMarket* [online]. Disponibile su: <https://www.mergermarket.com/info/2020-global-ma-report-financial-league-tables>
- Ach, Y-A., Rmadi-Saïd, S., 2020. Financial Information and Brand Value: Reflections, Challenges and Limitations. *ISTE Ltd* (pgg 62-63, 68, 74, 89)
- Altgamma, 2021. *Luxury Goods Market Trends*. Conferenza presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Master in Luxury Goods Management
- Amed, I., Berg, A., Balchandani, A., Hedrich, S., Rölkens, F., Young, R., Poojara, S., 2021. The State of Fashion 2021. *McKinsey in collaboration with BoF Journal* (p53, 67-69) [online]. Disponibile su: <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Retail/Our%20Insights/The%20state%20of%20fashion%202020%20Navigating%20uncertainty/The-State-of-Fashion-2020-final.ashx>
- Berezhna, V., 2018. Chart of the Week | Blockbuster Gucci Continues to Boost Kering. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/articles/luxury/chart-of-the-week-guccis-explosive-growth-continues-to-buoy-kering>
- Carcano L., Rovetta B., 5/2009. Strategia multi-brand per i beni simbolici, *Economia & Management*, p. 62
- Chen, C., 2020. 5 Fashion M&A Predictions. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/articles/retail/retail-mergers-and-acquisitions-ma-coronavirus>
- Conca, V., 2001. Le acquisizioni. *EGEA*, p. 25.
- Cortesi, A., 2008. La gestione del processo d'integrazione nelle fusioni e nelle acquisizioni. *Pearson*, p. 4.
- D'Arpizio, C., Levato, F., Prete, F., Del Fabbro, E., Montgolfier, J., 2019. Luxury Goods worldwide market study, fall-winter 2018. *Bain & Company* [online]. Disponibile su: https://www.bain.com/contentassets/8df501b9f8d6442eba00040246c6b4f9/bain_digest__luxury_goods_worldwide_market_study_fall_winter_2018.pdf
- Danziger, P.N., 2017. Gucci's Cracked the Luxury Code with Millennials, Thanks To Its Dream Team of Bizzarri And Michele. *Forbes* [online]. Disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/pamdanziger/2017/11/16/guccis-cracked-the-luxury-code-with-millennials-thanks-to-its-dream-team-of-bizzarri-and-michele/?sh=32e54da01523>
- Deloitte Global report finds the Top 10 luxury goods companies contributed more than half of total luxury sales of Top 100 companies, 2020. *Deloitte* [online]. Disponibile su: <https://www2.deloitte.com/cn/en/pages/consumer-business/articles/pr-global-powers-of-luxury-goods-2020.html>
- Empowering Imagination, 2021. *Kering* [online]. Disponibile su: <https://www.kering.com/it/il-gruppo/scopri-kering/empowering-imagination/>

- Fubini D., Price C., Zollo M., 2008. Fusioni e acquisizioni. Il ruolo della leadership. Milano: *Egea*, p. 12.
- Gavin, M., 2019. What are mergers and acquisitions? 4 Key Risks. *Harvard Business School* [online]. Disponibile su: <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>
- Giddens, N., Hofmann, A., 2010. Building your Brand with brand line extensions. *Iowa State University* [online]. Disponibile su: <https://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/html/c5-52.html>
- Gucci, 2021. *Interbrand* [online]. Disponibile su: <https://interbrand.com/best-global-brands/gucci/>
- Hardie, B.G.S., Lodish, L.M., Kilmer J.V., Beatty, D.R., Farris, P., Biel, A.L., Wicke, L.S., Balson, J.B., Aeker, D., 1994. The Logic of Product-Line Extensions. *Harvard Business Review*.
- Harper, D., 2021. ESOs: contabilità per opzioni stock option per dipendenti. *TopTipFinance* [online]. Disponibile su: <https://it.toptipfinance.com/esos-accounting-for-employee-stock-options>
- Harroch, R., AllBusiness, 2019. Mergers and acquisitions: what management teams want to know from a prospective M&A acquirer. *Forbes* [online]. Disponibile su: <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2019/10/23/mergers-and-acquisitions-management-team-questions/>
- Harvard Business Review on Brand Management, 1991. Harvard Business School Press, p.105ff
- Hayes, A., 2020. What are mergers and acquisitions - M&A?. *Investopedia* [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/m/mergersandacquisitions.asp>
- Integrazione verticale e orizzontale: la quinta tecnologia abilitante dell'industria 4.0, 2020. *Focus Industria 4.0* [online]. Disponibile su: <https://www.focusindustria40.com/integrazione-verticale-e-orizzontale/>
- Kansara, V.A., 2020. Fashion Is Set for an M&A Frenzy in 2021. *BoF Journal* [online]. Disponibile su: <https://www.businessoffashion.com/briefings/finance/fashion-is-set-for-an-ma-frenzy-in-2021>
- Keller, K.L., 2002. Strategic brand management. Building, measuring and managing brand equity. *Pearson College Division*, p.581
- Kenton, W., 2020. Congeneric merger. *Investopedia* [online]. Disponibile su: <https://www.investopedia.com/terms/c/congeneric-merger.asp>
- Kering, 2021. *MarketWatch* [online]. Disponibile su: <https://www.marketwatch.com/investing/stock/ppruf/financials/cash-flow>
- Kering: an outstanding performance, 2019. *Businesswire* [online]. Disponibile su: <https://www.businesswire.com/news/home/20190211005839/en/Kering-An-Outstanding-2018-Performance>
- LCA Consulting, 2021. *Luxury Goods Market Trends*. Conferenza presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore, Master in Luxury Goods Management
- Moore, C.M., Birtwistle, G., 2005. The nature of parenting advantage in luxury fashion retailing – the case of Gucci Group NV. *International Journal of Retail & Distribution management*, Vol. 33, p. 261
- Mørck, R., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1988. Characteristics of targets of hostile and friendly takeovers. *University of Chicago Press*, p106.
- Paton, E., 2012. LVMH acquires Les Tanneries Roux. *Financial Times* [online]. Disponibile su: <https://www.ft.com/content/0c4a61c6-9563-11e1-8faf-00144feab49a>

- Paven, B., Tarasconi, Q., 2017. Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects. *HEC Paris Club Finance* [online]. Disponibile su: https://campus.hec.fr/club_finance/wp-content/uploads/2018/03/Etude-127-Value-creation-in-MA-deals.pdf
- Koller, T.M., M. De Heer, M., 2000. *McKinsey Quarterly* [online]. Disponibile su: <https://go.gale.com/ps/anonymous?id=GALE%7CA62799335&sid=googleScholar&v=2.1&it=r&linkacces=abs&issn=00475394&p=AONE&sw=w>
- Teoria del Valore Economico – Dal valore dell’azienda al valore dei pacchetti di controllo, 2009. *Università di Verona, Economia e Management* [online]. Disponibile su: <https://www.economiamanagement.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid124085.pdf>
- Total Shareholder Return (TSR). *StudyFinance* [online]. Disponibile su: <https://studyfinance.com/total-shareholder-return/>
- What is a horizontal acquisition?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/horizontal-acquisition/>
- What is an M&A deal structure?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/ma-acquisition-deal-structure/>
- What is due diligence?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/due-diligence-overview/>
- What is Return on Equity?. *Corporate Finance Institute* [online]. Disponibile su: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/what-is-return-on-equity-roe/>