



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di Laurea magistrale
in Amministrazione Finanza e Controllo
(LM-77 R)**

Tesi di Laurea

**Acquirenti industriali o finanziari:
impatto sulle performance della target
nel settore dei Personal Luxury Goods.**

Relatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Candidata

Giulia Fabris
Matricola: 886543

Anno Accademico

2024/2025

Sommario

<i>Introduzione</i>	1
<i>Capitolo 1: Le business combinations</i>	3
1.1 Introduzione alle operazioni straordinarie: le diverse tipologie	3
1.2 I driver delle operazioni di M&A	8
<i>I driver endogeni</i>	8
<i>I driver esogeni</i>	12
<i>Gli ostacoli al successo delle business combinations</i>	13
1.3 Le sinergie	14
1.3.1 Le diverse tipologie di sinergie	14
1.3.2 Il modello della stratificazione del valore	16
1.4 Panoramica ed evoluzione storica: le merger waves	20
1.4.1 Le merger waves a livello globale	21
1.4.2 L'attività di M&A in Italia negli ultimi anni	24
1.5 I soggetti coinvolti nelle operazioni: buyer strategici e buyer finanziari	27
1.6 Le fasi del processo di M&A	31
1.7 Il risk management nell'ambito dell'esecuzione delle operazioni di M&A (PMI)	38
<i>Conclusione</i>	45
<i>Secondo capitolo: Il settore dei Personal Luxury Goods</i>	46
2.1 Introduzione al settore dei Personal Luxury Goods (PLG)	47
2.1.2 Definizione di lusso	49
2.1.3 Attributi e piramide del lusso	50
2.2 L'evoluzione dei personal luxury goods: da haute couture sartoriale a prêt-à-porter per le masse	53
2.3 I player del settore e i trend strutturali emergenti	55
<i>Società brand owners</i>	56
<i>Grandi conglomerati del lusso</i>	57
<i>Terzisti indipendenti</i>	59
<i>Hub artigiani</i>	59
<i>Distributori</i>	60
<i>Player finanziari</i>	61
<i>Gruppi di brand management</i>	63
<i>Player corollario</i>	64
2.4 Andamento economico dei diversi segmenti del fashion luxury dal 2018 al 2023	65
2.5 Le turbolenze del settore dei PLG	69
2.5.2 Finestra sul 2024	71

2.6 Driver e trend strategici	73
2.7 Le attività di M&A nel settore PLG negli ultimi anni.....	81
Conclusione	85
Terzo capitolo: impatto della tipologia di bidder sulle performance post-acquisizione delle società target.	88
Introduzione	88
3.1 Analisi di operatività di player bidder-side	89
3.1.1 Gruppo Prada	89
<i>Evoluzione storica</i>	90
<i>Analisi di bilancio</i>	93
3.1.2 Gruppo Pattern	101
<i>Evoluzione storica</i>	102
<i>Analisi di bilancio</i>	105
3.1.3 Style Capital SGR	115
<i>Strategia d'investimento</i>	115
<i>Panoramica sui progetti d'investimento</i>	116
3.2 Analisi comparativa di business cases	122
3.2.1 Business case: Blumarine (Blufin)	124
<i>Analisi delle performance pre-acquisizione</i>	128
<i>Analisi delle performance post-acquisizione: parte qualitativa</i>	131
<i>Analisi delle performance post-acquisizione: parte quantitativa</i>	137
3.2.2 Business case: Forte_Forte	145
<i>Analisi delle performance pre-acquisizione</i>	146
<i>Analisi delle performance post-acquisizione: parte qualitativa</i>	151
<i>Analisi delle performance post-acquisizione: parte quantitativa</i>	163
3.3 Analisi comparativa	174
Conclusioni	181
Bibliografia	185
Sitografia	188

Abstract

La presente tesi analizza il ruolo della tipologia di acquirente nelle operazioni di M&A nel settore dei Personal Luxury Goods, con l'obiettivo di comprendere se la natura dell'investitore -industriale o finanziario- possa influenzare le traiettorie evolutive delle imprese acquisite nel periodo successivo all'operazione.

In un contesto caratterizzato da forti discontinuità macroeconomiche e da profondi cambiamenti nei modelli di consumo e nelle dinamiche competitive del lusso, le operazioni di crescita per linee esterne rappresentano uno strumento strategico centrale per il riposizionamento e lo sviluppo delle imprese. Su tali basi, la tesi sviluppa un'analisi di natura esplorativa e qualitativa volta a esaminare le strategie di business e le leve economico-finanziarie adottate da acquirenti industriali e finanziari nell'ambito di operazioni di acquisizione, con particolare attenzione alle modalità di creazione di valore e alla gestione della struttura del capitale. A tal fine, l'elaborato sarà così articolato: nel primo capitolo si presenteranno le diverse tipologie di operazioni straordinarie, i soggetti coinvolti, le motivazioni alla base delle attività di M&A e le principali teorie relative la creazione di valore nell'ambito delle operazioni straordinarie; nel secondo capitolo si introdurrà il settore oggetto di studio, ovvero quello dei Personal Luxury Goods, analizzando il trend di crescita nell'ultimo quinquennio in modo da individuare opportunità e minacce comuni alle aziende del settore e comprendere in modo approfondito come questi fattori abbiano influito sulle performance delle aziende target prima e dopo le operazioni straordinarie. Nel terzo capitolo l'attenzione si concentra su un confronto tra diversi profili di investitore, analizzandone orientamento strategico, modalità di intervento e risultati conseguiti nel medesimo scenario macroeconomico. Il fulcro dell'elaborato è rappresentato dall'analisi comparativa di casi di imprese target osservate in una prospettiva pre e post acquisizione, con l'intento di evidenziare come la diversa natura dell'investitore possa riflettersi sulle scelte strategiche, organizzative e, ove possibile, sulle dinamiche economico-finanziarie. L'obiettivo non è fornire risultati generalizzabili, bensì offrire chiavi interpretative utili a comprendere le relazioni tra struttura proprietaria, approccio gestionale e meccanismi di creazione di valore nel settore del lusso personale. La tesi contribuisce così al dibattito sul ruolo degli investitori nelle operazioni di M&A, applicando le basi teoriche a un contesto settoriale ad alta intensità di marca e di asset intangibili, e propone spunti per futuri approfondimenti su campioni più ampi e con metodologie di tipo quantitativo.

Introduzione

Negli ultimi decenni le operazioni di fusione e acquisizione hanno assunto un ruolo centrale nei processi di crescita e trasformazione delle imprese, configurandosi non soltanto come strumenti di espansione dimensionale, ma come vere e proprie leve strategiche attraverso cui ridefinire assetti competitivi, modelli organizzativi e strutture proprietarie. In settori ad alta intensità di marca e di capitale intangibile, quali quello dei Personal Luxury Goods, tali operazioni assumono una valenza ancora più significativa: la creazione di valore non dipende esclusivamente dall'integrazione di asset tangibili o dall'ottimizzazione finanziaria, ma dalla capacità di preservare e valorizzare identità, heritage, creatività e reputazione.

Parallelamente, la crescente finanziarizzazione dell'economia ha modificato profondamente la natura dei soggetti coinvolti nelle operazioni straordinarie. Accanto ai tradizionali acquirenti industriali, mossi da logiche di integrazione verticale, ampliamento di portafoglio o consolidamento competitivo, si sono affermati investitori finanziari – fondi di private equity, family office e altri operatori istituzionali – caratterizzati da modelli di governance, orizzonti temporali e obiettivi di rendimento differenti. Tale evoluzione introduce una questione di particolare interesse teorico e applicativo: comprendere se e in che misura la diversa natura dell'acquirente possa incidere sulle traiettorie evolutive e sui risultati conseguiti dalle imprese nel periodo successivo all'acquisizione.

Il settore dei Personal Luxury Goods offre un contesto particolarmente idoneo per indagare tale interrogativo. Si tratta di un'industria in cui la creazione di valore è strettamente legata alla gestione della brand equity, alla coerenza stilistica, al controllo della filiera e alla capacità di intercettare segmenti di domanda altamente selettivi. In un ambiente così caratterizzato, le modalità con cui un acquirente interviene sulla strategia, sulla struttura organizzativa e sulla disciplina finanziaria possono produrre effetti rilevanti, talvolta divergenti, nel periodo successivo all'acquisizione.

Muovendo da queste considerazioni, la presente tesi si propone di indagare il seguente quesito: la natura del bidder -industriale o finanziario- può influenzare le performance post-acquisizione nel settore dei Personal Luxury Goods?

L'interesse verso tale interrogativo non nasce esclusivamente da una riflessione teorica, ma anche da una prospettiva applicativa e professionale. Ponendosi nella posizione di un imprenditore chiamato a decidere se e come aprire il capitale della propria società -per sostenere un percorso di espansione, affrontare un passaggio generazionale o superare una fase di difficoltà- emerge con forza la necessità di comprendere quale tipologia di investitore possa garantire maggiore coerenza strategica e sostenibilità nel lungo termine. In questo senso, la domanda di ricerca assume una rilevanza concreta, poiché tocca direttamente le scelte che determinano il futuro e la continuità dell'impresa. L'obiettivo del presente elaborato non è individuare una risposta univoca o generalizzabile, bensì esplorare le modalità attraverso cui differenti configurazioni proprietarie e gestionali possano tradursi in scelte strategiche eterogenee e in differenti dinamiche di creazione di valore.

Per affrontare tale interrogativo, l'elaborato integra strumenti teorici propri della finanza aziendale e della strategia d'impresa con un'analisi qualitativa di casi studio, osservati in una prospettiva comparativa pre e post-acquisizione. L'approccio adottato consente di coniugare la riflessione concettuale sulle logiche di M&A con l'osservazione empirica delle traiettorie evolutive delle imprese target, in un settore in cui la dimensione economico-finanziaria si intreccia in modo inscindibile con quella creativa e simbolica. In tal modo, la ricerca intende contribuire alla comprensione del rapporto tra struttura proprietaria e performance, offrendo una chiave interpretativa applicata a un contesto settoriale complesso, nel quale la tensione tra disciplina finanziaria e preservazione dell'identità di marca rappresenta una delle principali sfide strategiche contemporanee.

Capitolo 1: Le business combinations

A partire dalla seconda metà del secolo scorso, il contesto economico globale iniziò a caratterizzarsi per livelli di velocità e complessità crescenti. Dagli anni '80 in poi, con l'avvento della globalizzazione, gli attori economici hanno sperimentato una graduale dissoluzione delle barriere geografiche, economiche e legali che separavano loro, talvolta fisicamente e altre volte simbolicamente. Le imprese, in particolar modo, cominciarono a confrontarsi con altre realtà provenienti da tutti i continenti e, nonostante la presenza di grandi differenze economiche, politiche, culturali e organizzative, tutte condividevano il desiderio di emergere ed espandersi.

Queste dinamiche portarono ad un aumento nella pressione competitiva: ogni impresa tentava di sviluppare nuove tecnologie, prodotti, processi, in modo da emergere come first mover e imporre le proprie regole del gioco, e in questo contesto la rapidità con cui vengono svolte le attività è diventata fondamentale.

Gli attori economici compresero che perseguire le logiche di crescita intraprese sino a quel momento non era più efficace, bensì era necessario sviluppare nuovi sentieri di crescita più adatti al suddetto contesto esterno.

Fu proprio in questo scenario che le strategie di crescita esterna, quali partnership strategiche, joint venture e, in particolare, operazioni straordinarie o business combination -di cui a breve verrà proposta un'analisi approfondita- vennero riconosciute come un valido strumento di sviluppo, in grado di ottimizzare l'impiego delle risorse aziendali e di amplificare i vantaggi competitivi di diverse imprese proprio tramite la loro combinazione strategica.

Da allora, gli studiosi hanno notato un aumento significativo nel numero di società di dimensioni contenute che scelgono come strategia di crescita le operazioni straordinarie, che gradualmente, agli occhi di sempre più imprenditori, stanno perdendo la connotazione di eccezionalità per essere percepite come una leva gestionale integrata nei piani di sviluppo aziendale.

1.1 Introduzione alle operazioni straordinarie: le diverse tipologie

Quando si parla di M&A in gergo si indicano genericamente le operazioni di fusione (Mergers) e acquisizione (Acquisition), che rientrano nella più ampia categoria di operazioni straordinarie. Con questo termine si fa riferimento ad una serie di operazioni

di natura economica, finanziaria e giuridica che portano ad un profondo cambiamento nell'assetto proprietario e operativo delle società coinvolte e che si configurano come strategie di crescita esterna o inorganica (Ricci, Crescita esterna: struttura e tendenze delle operazioni di M&A, 2021).

Queste operazioni permettono alla società acquirente (*bidder*) di acquisire il controllo della società *target* o comunque di dare inizio ad un processo che porterà all'acquisizione del controllo; non solo, infatti rappresentano anche degli strumenti di riorganizzazione aziendale dei gruppi societari.

Ed è proprio in questo aspetto che risiede la differenza tra le operazioni straordinarie e le *business combinations*, come definite dai principi contabili internazionali (IFRS). Infatti, contrariamente a quello che è l'uso abituale, questi termini non sono sinonimi: si è di fronte ad una *business combination* nel momento in cui l'operazione trasferisce effettivamente il controllo della società *target* dai suoi azionisti alla società acquirente. Questo implica che, mentre tutte le *business combination* sono anche operazioni straordinarie, non è sempre vero il contrario; ad esempio, se una società capogruppo acquista il 100% di una società *target* e in un secondo momento decide di incorporarla, questa fusione non si configura come una *business combination* dato che l'effettivo trasferimento del controllo era avvenuto tramite l'acquisizione della quota originale. Questa delucidazione è resa necessaria dalla ricerca empirica che verrà presentata in questo elaborato, dove verranno considerate solo le operazioni dove si è verificato l'effettivo trasferimento del controllo.

Le diverse tipologie di operazioni straordinarie possono essere distinte in base alla loro natura giuridica, oppure in base a quella strategica (il *purpose*), ma dal momento che le motivazioni di tali operazioni verranno approfondite in un paragrafo successivo, in questo frangente si fornisce una presentazione basata sulle forme giuridiche.

Le operazioni straordinarie, talvolta *business combination*, possono essere effettuate sottoforma di:

- Fusioni: possono avvenire per incorporazione, in tal caso la società acquirente incorpora la *target*, che cessa di esistere; oppure per unione, così facendo entrambe le società cessano di esistere e si fondono in una società di nuova costituzione. Le fusioni, perciò, si caratterizzano per il fatto che la società fusa/incorporata cessa sempre di esistere (anche se potrebbe fondersi con più di una società), mentre la società incorporante/risultante dalla fusione, deve aumentare il proprio capitale

sociale- in funzione del valore economico della porzione di società target incorporata- e assegnare tali nuove azioni (o quote) ai soci della società fusa. Questo implica che il corrispettivo per l'incorporazione della target è rappresentato da quote di capitale sociale¹ che vengono assegnate ai soci della target cessata. Le fusioni sono, secondo il Testo Unico sulle Imposte sui Redditi (TUIR) delle operazioni fiscalmente neutre.

- Acquisizioni: possono essere share deals o asset deals. Nel primo caso, la bidder acquista una frazione (quota di minoranza o di maggioranza) o la totalità (acquisizione totalitaria) del patrimonio netto della società target. Nel secondo caso, la società target acquisisce uno o più rami aziendali della società target, potendo perciò decidere quali componenti specifici della target portare con sé. L'operazione così configurata non prevede necessariamente che le società coinvolte rimangano in contatto dopo il closing. In aggiunta a quanto stabilito sinora, l'asset deal può essere molto costoso e complesso dal punto di vista amministrativo, perché richiede il trasferimento di proprietà dei beni compresi nel ramo d'azienda ceduto, nonché la possibile rinegoziazione dei contratti in essere con terzi. Al contrario, gli share deal prevedono e assicurano la continuità nei rapporti, infatti tutte le risorse della società target (comprese le risorse umane) rimangono in capo ad essa; inoltre, se rispettano determinati requisiti possono assegnare alla società controllante dei vantaggi fiscali interessanti (regime di participation exemption o regime PEX). Nonostante questi vantaggi, la società acquirente si assume tutte le obbligazioni esistenti in capo alla target. La scelta tra le due tipologie di operazioni dipende dalle necessità e dagli obiettivi strategici della società target (che ad esempio, potrebbe voler cedere un ramo aziendale poco proficuo per concentrarsi unicamente sul core business) e della bidder. Il corrispettivo delle acquisizioni può essere rappresentato da denaro, o da titoli partecipativi della bidder o da una combinazione dei due.
- Leveraged-buy-out (LBO): si tratta di un'operazioni di acquisizione particolare, dove la società target è oggetto di una acquisizione totalitaria finanziata in gran parte da debito, dove la garanzia fornita ai finanziatori è rappresentata dalla stessa

¹ Nel caso in cui il calcolo del concambio dia luogo a resti, una piccola parte del corrispettivo potrebbe essere rappresentata anche da un conguaglio in denaro (al massimo pari al 10% del valore nominale delle azioni di nuova emissione assegnate ai soci della target cessata).

società target. Spesso la società acquirente non è altro che una società veicolo (*special purpose vehicle o SPV*) controllata al 100% da una holding. Nel caso in cui i promotori dell'operazione siano i manager della società target si parla di management buy-out; se invece i promotori sono manager di altre società si parla di management buy-in.

- Scissione: permette alla società scissa di assegnare una parte (scissione parziale) o la totalità (scissione totale) del proprio patrimonio ad una o più società dette beneficiarie preesistenti o di nuova costituzione. In questo modo, le società coinvolte possono negoziare quali asset trasferire e quali invece lasciare in capo alla società scissa che rimane "in vita". Nel caso di scissione totale, necessariamente a beneficio di più di una società, la società scissa cessa di esistere. Come per la fusione, il corrispettivo è rappresentato da azioni o quote di capitale sociale di nuova emissione, che vengono assegnate ai soci della società scissa; inoltre è un'operazione fiscalmente neutra. Per le caratteristiche enunciate pressappoco, la scissione si configura come un'operazione più flessibile rispetto alla fusione.
- Conferimento: consiste nell'aumento del capitale sociale di una società al fine di aumentare la quota di partecipazione di uno o più soci o di accogliere un nuovo socio nella compagine sociale. Il conferimento può avvenire in denaro o in natura; è possibile conferire anche un'azienda o un ramo di essa, nonché partecipazioni in società terze. Come fusioni e scissioni, si tratta di un'operazione fiscalmente neutra.

Alle operazioni di conferimento più "tradizionali" si aggiunge *l'equity carve-out*, che consiste nel conferimento di un ramo aziendale in uno SPV destinato alla quotazione tramite un'*Initial Public Offering (IPO)* per la raccolta di capitale di rischio presso il mercato.

Effettuare un conferimento di un'azienda (ottenendo azioni di nuova emissione della conferitaria) o effettuare una cessione d'azienda (dove il corrispettivo è rappresentato dalle azioni proprie della bidder) ha un risultato simile: in entrambi i casi le società rimangono vincolate da un legame partecipativo, dove è la società conferente/venditrice ad entrare nella compagine della conferitaria/acquirente. Nonostante questo, le due operazioni presentano differenze importanti in termini strategici, giuridici e fiscali.

- **Initial Public Offering:** consiste nella quotazione della società sui mercati regolamentati, tramite l'aumento di capitale sociale con l'emissione di nuove azioni destinate agli investitori istituzionali e retail, a seconda di com'è strutturato il deal. Perché una società rimanga quotata è necessario che almeno il 25% delle azioni emesse sia in circolazione sulla borsa valori (anche detto flottante); se ciò non avviene la società è ammessa alla procedura di *delisting*, con la quale torna ad essere una società privata. Se i mercati finanziari sono efficienti, il delisting non avviene casualmente, bensì si tratta di un'operazione straordinaria volta ad invertire la rotta nei casi in cui la quotazione non sia più una soluzione ottimale di reperimento del capitale. La quotazione può aiutare le aziende a finanziare la propria crescita, diversificare le fonti di finanziamento, aumentare la competitività e attrarre liquidità e risorse qualificate, inclusa la facilitazione del passaggio generazionale.
- **Ristrutturazioni (turnaround aziendali):** vengono effettuate quando una società versa in condizioni di squilibrio economico, finanziario o patrimoniale. Possono essere considerate operazioni straordinarie non solo perché per essere realizzate spesso si adottano misure elencate precedentemente (acquisizioni/cessioni, scissioni, ricapitalizzazione, ecc.), ma anche perché comportano importanti modifiche nella struttura organizzativa, giuridica o patrimoniale dell'azienda.

Le operazioni straordinarie possono avvenire tra società residenti nel medesimo paese, in tal caso prendono il nome di operazioni domestiche; o tra società residenti in paesi diversi, anche dette operazioni cross-border. Il driver fondamentale che giustifica l'attuazione di un'operazione così complessa -soprattutto da un punto di vista legale e di integrazione culturale- è l'espansione geografica. Più in generale le motivazioni che spingono le società a effettuare operazioni transnazionali sono:

- l'entrata in nuovi mercati geografici e la diversificazione dei mercati di sbocco;
- il perseguimento di strategie di riduzione dei costi, tramite il reperimento di manodopera a basso costo nei paesi emergenti;
- l'accesso o il controllo di risorse chiave;
- la combinazione con il know how, le tecnologie, gli asset intangibili (come brand e brevetti) di una specifica società.

Come accennato precedentemente, l'attività di M&A ha visto un forte aumento con l'affermarsi della globalizzazione, della deregolamentazione dei mercati e della

conseguente apertura del nostro mercato a, dapprima, l'Europa, e in un secondo momento, al resto del mondo. Basti pensare che, nel report annuale di EY sull'attività di M&A in Italia nel 2024 (EY M&A Barometer – Review 2024 and Preview 2025, 2024), è riscontrabile che su 1365 operazioni totali, 663 (44% del totale) riguardano operazioni cross border – di cui il 42% realizzate da bidder italiane su target estere. Nonostante dal punto di vista del volume, le operazioni cross border rappresentino il 49%, osservando il controvalore delle stesse è possibile notare come esse costituiscano ben l'86% del mercato M&A italiano, con 62.8 miliardi di euro. Questi dati confermano l'interesse degli investitori esteri per il made in Italy, ma anche l'intraprendenza degli imprenditori italiani nell'allargare le proprie attività oltre i confini nazionali.

1.2 I driver delle operazioni di M&A

Nell'ambito degli studi sulle fusioni e acquisizioni (M&A), il concetto di driver endogeni designa l'insieme dei fattori interni alle dinamiche organizzative ed economiche delle imprese che, per ragioni di natura strutturale, strategica o comportamentale, contribuiscono a determinare la propensione verso processi di integrazione societaria. I driver esogeni, invece, individuano l'insieme delle forze esterne che, agendo sull'ambiente competitivo e istituzionale, condizionano indirettamente le decisioni strategiche delle imprese in materia di integrazione. Essi operano al di fuori della sfera di controllo aziendale, ma ne influenzano in modo sostanziale le traiettorie evolutive e le opportunità di posizionamento.

I driver endogeni

I principali driver endogeni sono rappresentati da:

- **Espansione, crescita e consolidamento competitivo:** le società utilizzano le operazioni per riuscire a soddisfare una quota maggiore di domanda, riuscendo di conseguenza, ad aumentare dimensione, quota di mercato, potere negoziale e presenza territoriale. Nonostante la crescita organica abbia maggiori probabilità di generare successo nel lungo termine, a causa della rapidità con cui evolve il mercato odierno le operazioni straordinarie si configurano come delle ottime strategie di crescita, sfruttando le infrastrutture (in termini di strutture, tecnologia, personale, know how e brevetti) già esistenti. A tal fine, tramite le operazioni straordinarie si individuano società target che detengano asset strategici tangibili ed intangibili, come tecnologie, know how, brevetti e licenze, brand, ecc.

- Riduzione del rischio operativo e finanziario: le società puntano a diversificare attività, costi e ricavi e flussi di cassa per stabilizzare i risultati aziendali. Grazie alla combinazione della strutture finanziarie di più società, il rischio finanziario dell'entità finale può risultare inferiore a quello originale delle società stand alone. Di conseguenza, essendo rischio e rendimento due facce della stessa medaglia, ad un minor rischio corrisponde una minore remunerazione attesa dagli investitori (minor costo medio ponderato del capitale). In altre parole, grazie alla diversificazione, dunque, l'entità risultante dall'operazione può migliorare il proprio rating di affidabilità creditizia ed indebitarsi ad un costo minore.
- Ottimizzazione delle risorse e riduzione dei costi operativi: grazie alle business combinations, le società riescono ad ottimizzare l'utilizzo delle risorse produttive, logistiche, finanziarie e organizzative. Nel caso delle risorse produttive, un'acquisizione, ad esempio, può permettere alle società di saturare la capacità produttiva di impianti e macchinari precedentemente sottoutilizzati. Così facendo, le società sono in grado di distribuire i costi fissi su un numero maggiore di unità prodotte riducendo il costo medio unitario e, ceteris paribus, aumentando il margine di contribuzione. Per quanto riguarda le risorse logistiche, l'integrazione di un'altra società permette di sfruttare al meglio la rete di distribuzione, rendendo più efficaci i trasporti e riducendone tempi e costi, migliorando la qualità del servizio e potendo eventualmente aumentarne il prezzo. Anche i magazzini potrebbero essere riuniti in pochi punti di stoccaggio, contribuendo ad una gestione più lean della catena del valore. Dal punto di vista delle risorse finanziarie, l'integrazione tra società può migliorare il profilo creditizio della nuova entità; ad esempio, se una società ha "sfruttato" la propria leva finanziaria sino al limite (cioè sino al punto in cui i costi del distress finanziario cominciano ad aumentare), integrarsi con una società che ha un debito molto contenuto le consente di avere nuovamente margine di indebitamento. Come si è già detto pressappoco, il miglioramento del merito creditizio dell'entità ne facilita il reperimento di risorse a condizioni favorevoli. Inoltre, tramite una gestione accentrata della tesoreria e l'impiego di strumenti di cash pooling, è possibile produrre effettivi positivi in termini di liquidità e costi del capitale. Per di più, se la società presenta un eccesso di liquidità non utilizzata nella teoria la scelta migliore per gli azionisti è distribuirla sottoforma di dividendi o impiegarla in progetti che rendano almeno

quanto il costo del capitale. È chiaro che questa non può essere l'unica motivazione per effettuare un'operazione di business combination, ma può essere un ulteriore fattore che ne motiva il perseguimento. Infine, in merito alle risorse organizzative, le business combinations permettono di ristrutturare i processi gestionali, eliminando ridondanze funzionali e favorendo l'accentramento delle funzioni strategiche. Inoltre, la semplificazione della struttura organizzativa può generare benefici a livello di coordinamento, rapidità decisionale e costi amministrativi.

- Benefici privati dei manager: rappresentano motivazioni interne legate a incentivi personali e dinamiche di governance. Questo driver rientra nelle dinamiche del problema d'agenzia, dove l'agente non sempre opera nei migliori interessi dei suoi *principals*. Nel caso delle operazioni straordinarie, il problema d'agenzia è alimentato, oltre che dalla brama di potere, ricchezza e fama dei manager, anche dalla predisposizioni da parte dell'impresa stessa di incentivi economici per la realizzazione di deal. Come già accennato, spesso i manager mostrano atteggiamenti di mimicking, essenzialmente concludendo operazioni per non apparire da meno rispetto ad altri manager. Questo problema si fa particolarmente sentito nei periodi di espansione, quando la pressione competitiva per l'acquisto di determinate società target è più intensa.

Dopo la distinzione giuridica delle operazioni effettuata nel precedente paragrafo, si propone una distinzione di natura strategica, volta a individuare le logiche attraverso cui un'operazione straordinaria può concretizzare i diversi driver di crescita e sviluppo aziendale. In questo ambito assumono particolare rilievo la diversificazione e l'integrazione, intese come modalità strategiche attraverso cui le imprese danno attuazione a obiettivi di espansione, efficienza, riduzione del rischio o consolidamento competitivo.

- La diversificazione correlata: può riguardare l'entrata in nuovi mercati geografici, oppure l'espansione in uni segmenti di clientela, o ancora, l'ampliamento della gamma di prodotti e servizi offerti. Tramite le operazioni straordinarie è possibile sfruttare la presenza della società target nel mercato di destinazione e, di particolare rilevanza per il settore di lusso, utilizzare a proprio vantaggio la sua brand awareness.

- La diversificazione non correlata (trasversale): consiste nell'ingresso in settori non collegati al core business. Come si è già evidenziato, fu particolarmente diffusa negli anni '60, ma è una strategia che più difficilmente genera rendimenti per gli azionisti nel lungo termine ed è più indicata come strategia di investimento del proprio capitale (al di fuori del perimetro di una holding).
- L'integrazione verticale: controllo della filiera produttiva e acquisizione di competitor diretti. L'integrazione verticale può svilupparsi a monte, acquisendo i propri fornitori; oppure a valle, andando ad integrare le società che si occupano della distribuzione dei prodotti e servizi. Quest'operazione consente alla società capogruppo di concentrare tutte le proprie forze sullo svolgimento di quelle attività che creano valore, particolarmente apprezzate dai clienti, lasciando che le altre attività vengano svolte essenzialmente da società con maggiori competenze in quegli specifici campi. Inoltre, tramite l'integrazione di questi soggetti è possibile contenere i costi produttivi e distributivi, mantenendo comunque un controllo effettivo molto stringente sulla filiera.
- L'integrazione orizzontale: tramite la quale si acquisisce un competitor diretto o indiretto, ottenendo così il controllo della quota di mercato, facendo leva sulla brand awareness, sviluppando strategie commerciali di cross-selling, sfruttando il suo know how e altri asset o attività che possono incrementare il vantaggio competitivo nel mercato di sbocco (come, ad esempio, le attività di R&D o quelle di marketing).

Nonostante sinora si sia parlato di buyer e meno di società target, c'è un'importante driver che riguarda principalmente queste ultime: il passaggio generazionale. Molte società nascono come aziende familiari e faticano a sopravvivere dopo che il fondatore arriva alla fine della propria carriera lavorativa a causa dell'assenza o del mancato coinvolgimento degli eredi "naturali". Per questa ragione, vista l'importanza economica e sociale delle imprese, gli imprenditori cercano delle società interessate all'espansione tramite acquisizioni o fusioni.

In paesi come l'Italia, caratterizzati da un tessuto industriale composto da piccole e medie imprese a conduzione prevalentemente familiare, con problemi di successione e di accesso al credito, il *Private Equity* è diventato uno strumento di trasformazione e sviluppo. Aprire il capitale ai fondi di Private Equity permette alle PMI di bilanciare meglio

le fonti di finanziamento, sostituendo le linee di indebitamento a breve termine con capitale a medio-lungo termine (equity), il che porta maggiore visibilità sui mercati internazionali, maggiore propensione agli investimenti e una migliore competitività.

I driver esogeni

I fattori esogeni che influenzano l'andamento delle attività di M&A possono essere suddivisi in due categorie: gli shock esterni e la dinamica dei mercati azionari. Gli shock esterni possono afferire al settore di operatività della società o riguardare un contesto più ampio; possono essere rappresentati dall'introduzione di tecnologie disruptive o di nuovi canali di distribuzione, dal lancio di prodotti sostitutivi, dall'impatto di riforme legislative, dall'aumento dei costi delle materie prime, dall'instabilità geopolitica, dall'oscillazione dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio.

Per quando concerne i mercati azionari, periodi di espansione economica comportano valutazioni di borsa maggiori, talvolta non pienamente giustificate dalle effettive capacità della società di generare redditi futuri, quanto piuttosto da un sentiment generale di ottimismo ed euforia. Questa dinamica rappresenta un driver delle operazioni di M&A perché spesso le società acquirenti utilizzano il proprio stock come mezzo di pagamento della target, beneficiando della propria sopravvalutazione.

Altre motivazioni che possono spingere una società ad effettuare un deal sono rappresentate:

- dalle mire espansionistiche dei manager, che perseguono operazioni per poter allargare il proprio "impero" a discapito degli interessi degli azionisti;
- dalla tendenza alla creazione di monopoli o oligopoli collusivi.
- dal managerial mimicking (Moretto, 2016), che si verifica quando i manager replicano decisioni strategiche e finanziarie adottate da altri manager per evitare di diffondere segnali di debolezza o rischi reputazionali. In periodi di alta intensità di operazioni, ovvero durante le ondate, questo comportamento tende a peggiorare a causa della crescente pressione competitiva;

Relativamente all'ultimo punto, nel 2012 Duchin e Schmidt studiarono un campione di 9854 fusioni avvenute tra il 1980 e il 2009, grazie al quale dimostrarono che le operazioni avvenute durante le ondate sono inefficienti (Duchin & Schmidt, 2012). In particolare, proposero tre ragioni per giustificare la conclusione di tali deal:

- l'asset di governance degli acquirenti, che nei periodi di espansione è più debole rispetto a quello di acquirenti in periodi economici meno floridi;

- bassa qualità delle previsioni degli analisti a causa del gran numero di operazioni avviate;
- in periodi di espansione economica gli incentivi ai manager per concludere operazioni aumentano e favoriscono il verificarsi di comportamenti opportunistici.

Gli ostacoli al successo delle business combinations

Nonostante le motivazioni che spingono le società verso la crescita esterna siano molte, è evidente che non si tratta di operazioni di semplice (né economica) esecuzione. La società acquirente si espone a molti rischi sia durante il processo di M&A che durante la fase di integrazione aziendale e, nonostante esista una moltitudine di strumenti e di soggetti in grado di ridurre tali rischi, nulla può garantire il raggiungimento del successo di lungo termine dell'operazione. I principali ostacoli da considerare nella scelta delle strategie di crescita esterna sono:

- asimmetria informativa: la società target può tentare di nascondere informazioni negative, che potrebbero rappresentare *deal-breakers*, nella speranza di portare l'operazione a conclusione;
- sovradimensionamento strutturale: si verifica quando, a seguito di un'operazione di fusione o acquisizione, la società risultante ha una struttura organizzativa eccessivamente complessa o grande rispetto alle reali esigenze operative. Questo potrebbe portare ad un aumento dei costi fissi e della leva operativa, ad un rallentamento decisionale e una riduzione di agilità della struttura operativa e in generale a inefficienze interne;
- difficoltà nella fase di integrazione operativa, che potrebbe causare anche danni reputazionali;
- scontri culturali e opposizione al cambiamento, che potrebbero portare anche alla perdita di talenti chiave;
- perdita di clienti o, nel peggiore dei casi, di *key-accounts* (ovvero clienti strategici che contribuiscono in modo significativo al fatturato), a causa di incertezze legate al cambiamento organizzativo, mancata comunicazione efficace, modifiche nei rapporti commerciali e contrattuali o tensioni preesistenti tra *key-accounts* e acquirente o società target;
- over confidence degli amministratori, che a seguito di un periodo caratterizzato da performance brillanti o a seguito della realizzazione di operazioni straordinarie di

successo, concludono ulteriori deal senza effettuate attività di due diligence, valutazione e previsioni di scenari adeguate.

1.3 Le sinergie

Dopo aver analizzato i driver strategici che motivano le business combinations e le principali modalità attraverso cui tali operazioni si concretizzano, si rende ora necessario approfondire il tema delle sinergie, intese come i benefici economici e operativi che derivano dalla combinazione tra due o più entità aziendali. Sebbene implicitamente richiamate nei paragrafi precedenti – ad esempio in riferimento all’ottimizzazione delle risorse o al consolidamento competitivo – le sinergie rappresentano una dimensione autonoma e centrale nell’analisi delle business combinations, in quanto costituiscono l’effettiva misura della creazione di valore derivante dall’operazione. Il presente paragrafo si propone quindi di presentare le principali tipologie di sinergie (operative, finanziarie, fiscali, ecc.) e di illustrare i metodi attraverso cui esse possono essere quantificate e incorporate nei processi valutativi, offrendo così un quadro più completo della logica economica sottostante le operazioni di M&A.

1.3.1 Le diverse tipologie di sinergie

In generale si possono distinguere tre macrocategorie di sinergie: operative, finanziarie e fiscali. Le sinergie operative scaturiscono essenzialmente dall’aumento complessivo dei flussi di cassa prospettici futuri; mentre le sinergie finanziarie si sviluppano grazie alla maggiore capacità di indebitamento, al miglior rating creditizio e ai benefici fiscali legati alla deducibilità degli oneri finanziari (tax shield). Infine, le sinergie fiscali derivano dalla possibilità di beneficiare di eventuali perdite pregresse della società acquisita, oppure di far emergere maggiori valori correnti che permettono di aumentare l’ammontare degli ammortamenti e perciò di diminuire il carico fiscale complessivo. In particolare, le sinergie operative possono emergere in operazioni di integrazione verticale, orizzontale e di diversificazione correlata da:

- economie di scala: l’aumento dei volumi di produzione porta ad una diminuzione del costo medio unitario e ad una migliore copertura dei costi fissi;

- economie di scopo: si realizzano tramite la condivisione di risorse, competenze, tecnologie e reti commerciali e logistiche, che ne permette l'impiego ottimale e la riduzione del costo medio unitario;
- maggiore potere negoziale e di mercato: il primo fa riferimento a fornitori e clienti con cui si è direttamente in affari e vedono aumentare la propria dipendenza nei confronti dell'entità risultante dall'operazione grazie alla sua crescita; il secondo fa riferimento al mercato finale, ed è dovuto al fatto che un'operazione di successo può portare all'aumento della quota di mercato, che permette all'entità finale di riscrivere le regole del gioco;
- razionalizzazione della struttura organizzativa: consiste nell'eliminazione di unità o funzioni doppie, rappresentate dalle unità staff (HR, contabilità, legal, IT, ecc..), ma anche dall'unità di marketing o ancora dai magazzini dediti allo stockaggio e spedizione.

Le sinergie operative possono essere suddivise in sinergie di fatturato e sinergie di costo. Nel primo caso la combinazione di risorse, conoscenze e competenze permette alla società risultante dall'operazione di aumentare il fatturato tramite l'aumento dei volumi venduti o l'aumento dei prezzi grazie al maggiore controllo delle condizioni di mercato. Le sinergie di costo, d'altra parte, vengono generate tramite il risparmio derivante dalla combinazione aziendale. Tendenzialmente, nella pianificazione del deal, sono queste ultime ad essere più enfatizzate perché più facilmente quantificabili e raggiungibili rispetto alle sinergie di fatturato, le quali risultano più difficili da quantificare e possono generare maggiore volatilità nella valutazione complessiva del deal e renderlo meno appetibile agli occhi degli investitori.

Le sinergie finanziarie invece possono essere sviluppate tramite:

- il miglioramento del rating creditizio (affrontato nel paragrafo precedente);
- l'aumento della capacità di indebitamento (affrontato nel paragrafo precedente);
- l'aumento della capacità di investimento: derivante dalla combinazione tra società dove un soggetto ha molta liquidità disponibile, ma non è in grado di ottenere rendimenti elevati sui progetti d'investimento; mentre l'altro versa nella situazione opposta.

Gli studiosi hanno sempre indagato sull'impatto che diverse tipologie di sinergie hanno sulla creazione di valore. In particolare, nel 1991 Harrison, Hitt, Hoskisson e Ireland (Harrison, Hitt, Hoskisson, & Ireland, 1991), condussero una ricerca volta a comprendere se la differenza delle risorse presenti nelle società coinvolte in una business combination generi maggiore valore rispetto allo scenario in cui le società condividano più risorse simili. Ad ogni modo, è bene specificare che le operazioni oggetto di indagine non furono rappresentate dalle diversificazioni non correlate (dove il grado di differenza tra le risorse è massimo); bensì dalle operazioni di diversificazione correlata e di integrazione verticale e orizzontale, dov'è possibile spaziare dalle acquisizioni di società competitor che svolgono le stesse attività dell'acquirente, alle acquisizioni di società a valle della supply chain che svolgono attività diverse rispetto alla bidder ma con lo scopo di offrire al consumatore finale il medesimo prodotto. Contrariamente a quanto stabilito da questa ricerca, Hoberg e Phillips nel 2010 (Hoberg & Phillips, 2010) svolsero una ricerca dalla quale emerse che le società simili coinvolte in una fusione o acquisizione hanno una crescita del cash flow post-operazione superiore ad altre società e maggiore introduzione di nuovi prodotti. Evidentemente, in letteratura non esistono risultati univoci, anche se alcune posizioni sono prevalenti rispetto ad altre. Quest'assenza di coerenza può essere dovuta alla vasta gamma di soggetti coinvolti, obiettivi delle operazioni, settori merceologici e geografici e normative che entrano in gioco nelle attività di M&A. Dato che il prezzo della società bidder dipende anche dalle sinergie che si prevede di generare, gli autori ipotizzarono che in presenza di una rilevante differenza tra le risorse della target e della bidder, le sinergie generabili siano più difficili da individuare ma, proprio per questa ragione, più uniche ed inimitabili e di conseguenza più preziose. Al contempo però, il prezzo della target dipende anche dalla numerosità dei bidder interessati al suo acquisto; dal momento che le operazioni tra società con risorse similari sono sempre state percepite come creatrici di maggior valore, il fatto che la somiglianza venga meno (o quasi) comporta che ci siano meno società interessate al deal e che, di conseguenza, vi sia una minore pressione a rialzo sul prezzo. I risultati della ricerca dimostrarono come la differenza delle risorse delle società coinvolte in una business combination rappresenta un driver di valore e non un ostacolo al successo dell'operazione; in particolare, emerse che le risorse che più contribuiscono alla creazione di valore sono quelle amministrative e afferenti al R&D.

1.3.2 Il modello della stratificazione del valore

Il modello della stratificazione del valore, sviluppato da Massari (Massari, Valutazione. Finanza aziendale, 1998) e (Massari & Zanetti, 2008), rappresenta un modello strutturato per la valutazione delle sinergie e del valore di acquisizione della società target. Il nome stesso lascia intendere come tale valore venga calcolato e successivamente generato: si tratta della sovrapposizione di più “strati” di valore rappresentati dai valori stand alone delle società coinvolte nell’operazione e dai valori delle sinergie generabili dalla combinazione.

Un’operazione di acquisizione è economicamente conveniente quando genera un valore aggiunto, ovvero quando il valore delle due realtà aziendali unite è superiore alla somma del valore delle due entità separate ($W_{A+B} > W_A + W_B$). Perché ciò accada è necessario effettuare una valutazione oggettiva del capitale economico della società target e delle sinergie ottenibili dalla business combination.

Il valore economico della società target non coincide mai con il prezzo effettivamente pagato dalla società acquirente: esso risulta da una valutazione più ampia, comprensiva di suddette sinergie, e dal processo di negoziazione intrapreso dalle parti. In linea di principio, il prezzo al quale la società target viene acquisita dovrebbe rientrare nel range compreso tra il valore economico della target stand alone e la somma tra tale valore e quello delle sinergie. Per essere più corretti, il prezzo potrebbe subire una maggiorazione o un discount, a seconda del fatto che la quota acquisita rappresenti la quota di maggioranza o la minoranza. Infatti, nell’istante in cui una società acquisisce una quota di maggioranza del patrimonio della società target, nonostante tale percentuale sia inferiore alla totalità del capitale, essenzialmente ne acquisisce il completo controllo strategico, accedendo a tutte le sue risorse², pagando un premio di maggioranza. Quest’ultimo è giustificato anche dalla presenza di sinergie indivisibili, ovvero afferenti solamente alla società bidder, a differenza delle sinergie divisibili, che devono essere distribuite tra la bidder e i soci di minoranza della target (se presenti). Viceversa, nel caso in cui la società bidder acquisisca una partecipazione di minoranza nella target, il prezzo per tale quota sarà ridotto di uno sconto di minoranza, dovuto al fatto che tale investitore “subisce” le decisioni altrui e al fatto che tale quota, proprio perché non di controllo, è

² Per questa ragione, nella redazione del bilancio consolidato secondo gli IFRS 3 in base all’approccio del *Purchased Goodwill*, la società controllante consolida integralmente i valori di bilancio e i maggiori o minori valori correnti della società target (ad esclusione dell’avviamento che deve consolidato parzialmente), proprio in ragione del controllo che detiene sull’intera entità nonostante la quota acquisita non corrisponda alla totalità del capitale.

meno attraente agli occhi di altri investitori in vista di una potenziale exit. Il modello presuppone l'applicazione del metodo di valutazione del DCF ma con l'approccio del Valore Attuale Modificato (VAM) in steady state, ovvero assumendo che la società abbia un tasso di crescita nullo. Il metodo del VAM calcola il valore delle sinergie e del valore aziendale sulla base dei *Free Cash Flow from Operations* (FCFO), utilizzando come tasso di attualizzazione il costo del capitale *unlevered*- ovvero assumendo che la società si finanzi solo tramite equity- e calcolando separatamente l'impatto del debito rappresentato dallo scudo fiscale. Per semplicità di calcolo si assume che i flussi siano rendite perpetue e, per lo stesso motivo, si assume che la struttura finanziaria non cambi nel tempo. In primis, è necessario calcolare i valori stand alone delle società coinvolte nell'operazione. In generale, la valutazione dei valori stand alone può essere effettuata adottando più metodi, tra i quali il più utilizzato nella pratica per via della sua accuratezza è il DCF, con approccio asset side o equity side. Ad ogni modo, per essere matematicamente coerenti e corretti, è necessario procedere con l'applicazione del DCF con l'approccio del VAM.

I due valori stand alone così ottenuti vengono successivamente sommati per ottenere il valore della società risultante dalla combinazione aziendale, che però non tiene ancora in considerazione le potenziali sinergie. A questo punto, inoltre, è possibile calcolare il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa della nuova entità ($r_0, A+B$), come media ponderata dei tassi relativi all'acquirente e alla target, pesata in relazione ai valori attuali dei flussi generati da ciascuna società. Il tasso risultante da tale operazione dovrà poi essere corretto in base all'attenuazione (o peggioramento) del rischio della nuova impresa.

Con riferimento alla determinazione del prezzo pagato per acquisire la società target (o una frazione di essa), una ricerca condotta da BCG in collaborazione con l'Università Tecnica di Monaco ha dimostrato che nelle acquisizioni di successo la società acquirente non incorpora nel prezzo della target più di un terzo delle sinergie previste dalla combinazione aziendale, riuscendo così a conservare un buon margine di creazione di valore nella fase di integrazione post-acquisizione (BCG & Monaco, Conquer and split, 2013). Tale distribuzione del potenziale valore sinergico è giustificata dai rischi assunti dalla società acquirente, che di fatto, potrà godere dei benefici sinergici nel medio e lungo termine. La ricerca, inoltre, dimostra che gli investitori accolgono positivamente le comunicazioni relative alle potenziali sinergie che giustificano le operazioni straordinarie

e che la trasparenza della società acquirente è premiata dal mercato con un aumento del valore della sua quotazione nell'intorno dell'annuncio.

In secondo luogo, le sinergie vengono calcolate in base all'effetto che ciascuna di esse ha sul valore finale:

- effetto finanziario: consiste nella variazione della struttura finanziaria, rappresentata dalla variazione dello scudo fiscale (*tax shield*), calcolato come valore del debito incrementale moltiplicato per l'aliquota fiscale prevista.
- effetto qualità: consiste nella variazione del rischio finanziario ottenibile tramite il deal. Viene calcolato come differenza tra l'enterprise value della società risultante (calcolato come somma dei FCFO della target e della bidder attualizzata al costo del capitale unlevered della società risultante dall'operazione) e la somma degli enterprise value unlevered stand alone della bidder e della target.
- effetto quantità: consiste nella variazione dei flussi di cassa incrementali attesi grazie alla realizzazione del deal. Questo effetto afferisce alla sfera operativa delle sinergie, infatti, si calcola come somma tra i valori attuali dei FCFO incrementali della bidder e il FCFO incrementale della target entrambi attualizzati al costo del capitale unlevered della società risultante dall'operazione.

La somma di questi effetti restituisce il valore complessivo delle sinergie attese. Così facendo si ottengono i valori di tutti gli strati rilevanti ed è possibile calcolare il valore di acquisizione della società target come somma del valore stand alone della stessa e dei valori delle sinergie. Nonostante il modello si basi su assumptions rilevanti, è comunque un ottimo strumento per stimare il prezzo massimo della società target, verificando al contempo che ci sia un'effettiva creazione di valore comprendendone le fonti e potendo successivamente redigere un piano di azione per realizzare tali sinergie.

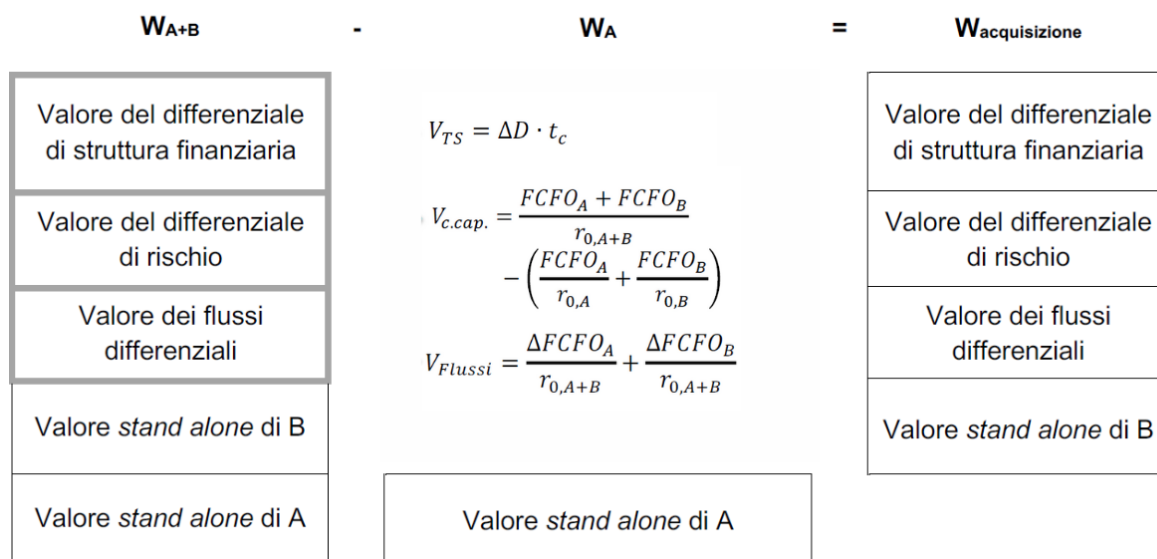


Grafico 1: calcolo del valore di acquisizione della società target con il modello della stratificazione del valore (rielaborazione personale tratta da Massari, 1998).

1.4 Panoramica ed evoluzione storica: le merger waves

Un aspetto dell'attività di M&A molto studiato in letteratura è il suo andamento ciclico; infatti, tali attività nel tempo non si sono caratterizzate per uno sviluppo lineare, ma hanno bensì alternato periodi di intensa attività di aggregazioni aziendali a periodi di raffreddamento delle transazioni. Questo fatto, oggettivamente, non è sorprendente dal momento che il contesto macroeconomico è esso stesso caratterizzato da un susseguirsi di cicli economici composti da 4 fasi- espansione, picco, contrazione e ripresa- influenzati dalle politiche monetarie intraprese dalle nazioni dominanti, dalle politiche fiscali, dai rapporti internazionali e dagli shock sistemici (come la pandemia avvenuta nel 2020), con una durata media compresa tra i 7 e 10 anni. A favore di questa tesi, numerose ricerche scientifiche hanno dimostrato la relazione positiva tra il volume delle operazioni di M&A e alcuni indici azionari, come l'MSCI World Index (include circa 1500 società a grande e media capitalizzazione residenti in 23 diversi paesi sviluppati) e il DAX (include le 40 principali società quotate in Germania). Perciò, partendo dal presupposto che i mercati finanziari osservati siano efficienti e riconoscendo che comunque gli indici azionari riflettono le aspettative sul futuro (e non le performance attuali delle società quotate), quando i cicli economici entrano nella fase di espansione o di contrazione, le società quotate ne risentono, subendo un miglioramento o un peggioramento della quotazione e, di conseguenza, tali indici riescono a catturare l'andamento del ciclo economico con sufficiente precisione. Nonostante questo, è bene sottolineare che gli indici sono

influenzati anche da fattori esogeni, dalla composizione settoriale e dalle aspettative di mercato.

Ad ogni modo, studiare l'andamento delle merger waves e la loro relazione con il contesto macroeconomico è importante per comprendere se il successo di un deal possa essere influenzato dal momento in cui esso avviene rispetto alle ondate di M&A. Nel 2014 Eisenbarth e Meckl hanno condotto una ricerca sull'impatto del timing delle operazioni straordinarie, analizzando l'andamento dell'indice di borsa DAX. Da tale studio è emerso che i deal conclusi nella fase di contrazione del ciclo economico (anche detti transazioni anticiclici), riscontrabile dalla svalutazione dell'indice, hanno registrato rendimenti di lungo termine maggiori rispetto alle operazioni concluse nei periodi di espansione economica (Eisenbarth & Meckl, 2014). Un precedente studio effettuato dal Boston Consulting Group (BCG) nel 2003 su 277 operazioni di M&A concluse negli USA tra il 1985 e il 2000, conferma quanto stabilito pressappoco: le operazioni effettuate in periodi di crescita economica inferiore alla media hanno maggiore probabilità di successo nel lungo termine (BCG, *Winning through Mergers in Lean Times: The Hidden Power of Mergers and Acquisitions in Periods of Below-Average Economic Growth.*, 2003). Nei periodi di contrazione economica tendenzialmente i tassi d'interesse sui capitali di debito sono elevati, portando a minore capacità di indebitamento delle imprese (e quindi sui loro progetti di investimento) e a valutazioni inferiori del valore aziendale. Quest'ultimo, infatti, in base al metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF), è calcolato come la somma dei valori attuali dei *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) che l'azienda è in grado di generare in futuro scontati al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Poiché quest'ultimo consiste nella media ponderata dei costi del capitale di rischio e del capitale di indebitamento, un aumento dei tassi d'interesse comporta generalmente un aumento del WACC e, di conseguenza, una valutazione aziendale inferiore rispetto a quella che si potrebbe ottenere in periodi di espansione economica con tassi d'interesse inferiori. Questa valutazione tende a rispecchiare in modo più fedele il valore fondamentale dell'azienda, evitando perciò sopravvalutazioni che comportano investimenti elevati non giustificati dai successivi rendimenti.

1.4.1 Le merger waves a livello globale

Chiariti i fattori che accompagnano e condizionano le ondate è possibile procedere ad un esame più dettagliato delle merger waves. La prima ondata avvenne tra il 1895 e il 1904,

e fu mossa alla seconda rivoluzione industriale. Si caratterizzò per la creazione dei primi colossi industriali attraverso le fusioni orizzontali, motivate dall'intenzione di generare monopoli industriali, non a caso in questo periodo negli USA fu emanato lo Sherman Antitrust Act, nel tentativo di contrastare gli accordi anticoncorrenziali e di tutelare consumatori e imprese. La seconda ondata ebbe inizio nel 1916, nel primo dopoguerra, e terminò a causa del crollo del mercato borsistico americano nel 1929. Quest'ondata vide il predominio di aggregazioni verticali, volte a consolidare le operazioni precedenti e a formare strutture industriali oligopolistiche. Nel 1965 ebbe inizio la terza ondata, che si sviluppò in un periodo di boom economico e forte crescita di Wall Street. Le normative introdotte dopo le crisi precedenti ponevano ostacoli alle operazioni di concentrazione industriale, portando ad un ingente ricorso a operazioni conglomerali. Fu proprio in quest'ondata, conclusasi nel 1969, che avvennero le prime operazioni in Europa, prevalentemente di tipo orizzontale. La quarta ondata, compresa tra il 1980 il 1989, si distinse per la diffusione del Operazioni Pubbliche di Acquisto (OPA) ostili, promosse da società contro la volontà del Consiglio di amministrazione (CdA) ed effettuate tramite il rastrellamento presso gli altri azionisti delle suddette quote. Lo scopo delle acquisizioni era quello di comprare conglomerati sottovalutati e rivenderli ottenendo rendimenti molto elevati. Per portare a termine questi progetti si fece ricorso massiccio all'indebitamento tramite l'emissione di *junk bond*, ovvero obbligazioni ad alto rischio e rendimento. La causa della fine di quest'ondata fu proprio il crollo di molte banche, dovuto alla concessione di finanziamenti scarsamente controllati (lezione, ahimè, che non venne appresa). La quinta ondata ebbe inizio dopo la recessione dei primi anni '90 e si contrappose alla precedente per la natura strategica, piuttosto che finanziaria, delle motivazioni alla base dei deal. La globalizzazione portò ad un aumento delle operazioni cross-border come strumento di espansione geografica e generazione di sinergie operative. Inoltre, quest'ondata si caratterizzò per la realizzazione di *mega mergers*, volte a creare organizzazioni competitive a livello globale grazie anche alle economie di scala. In Europa fu caratterizzata anche dalla costituzione di nuove borse valori, dall'innovazione finanziaria e dal boom economico (Cardinali & Wikren, 2012). L'ondata terminò nel 2001 con lo scoppio della bolla Internet e di scandali societari (come Enron). La sesta ondata, avvenuta tra il 2003 e il 2007, coincise con un periodo di forte espansione economica promossa dalle politiche monetarie espansive dei paesi occidentali. Durante questo arco temporale avvennero molte operazioni cross-border in Europa e Asia,

specialmente nei settori delle telecomunicazioni, energetico e farmaceutico; in aggiunta, i fondi di Private Equity e gli operatori provenienti dai paesi in via di sviluppo furono due grandi protagonisti di quest'ondata. Nel 2007 il mercato M&A globale raggiunse un picco in termini di volume di operazioni che venne superato solamente nel 2018. L'ondata terminò con lo scoppio della bolla immobiliare e l'inizio della crisi dei mutui subprime, che provocò un'ondata di insolvenze e una crisi dei titoli garantiti da mutui (come le Collateralized Debt Obligations e le Mortgage-Backed Securities), che erano detenuti da banche centrali e istituzioni finanziarie pubbliche in tutto il mondo. La settima, e ultima ondata, ebbe inizio nel 2016 e si caratterizzò per volumi di operazioni molto elevati, da una forte spinta tecnologica, dalla presenza di molta liquidità nelle aziende e dalla crescente incidenza delle operazioni cross-border e orizzontali. Uno dei principali driver strategici dell'attività di M&A fu rappresentato dalla transizione digitale; inoltre, si iniziò a notare un crescente interesse da parte degli investitori per la sostenibilità, valutata in base ai criteri ESG (*Environmental, Social and Governance*). Nel 2019 i fondi di Private Equity superarono i buyer strategici in termini di valore delle transazioni concluse e fu in questo stesso anno che le valutazioni raggiunsero livelli molto elevati e difficilmente sostenibili, così giunse ad una fine. Nel 2020 la pandemia impose un periodo di rallentamento forzato, in cui le attività di M&A proseguirono ma in modo estremamente limitato. Fu in questo momento storico che la correlazione tra le merger waves e l'MSCI World Index si interruppe e, mentre l'indice azionario tornò gradualmente a crescere, la stagnazione delle attività di M&A si protrasse fino a fine anno. Il 2021 si caratterizzò per una forte ripresa delle attività sia dal punto di vista dei volume- che dei valore delle transazioni- e questo fece pensare che potesse aver inizio una nuova ondata di M&A, ma gli anni che seguirono furono segnati da forte incertezza.

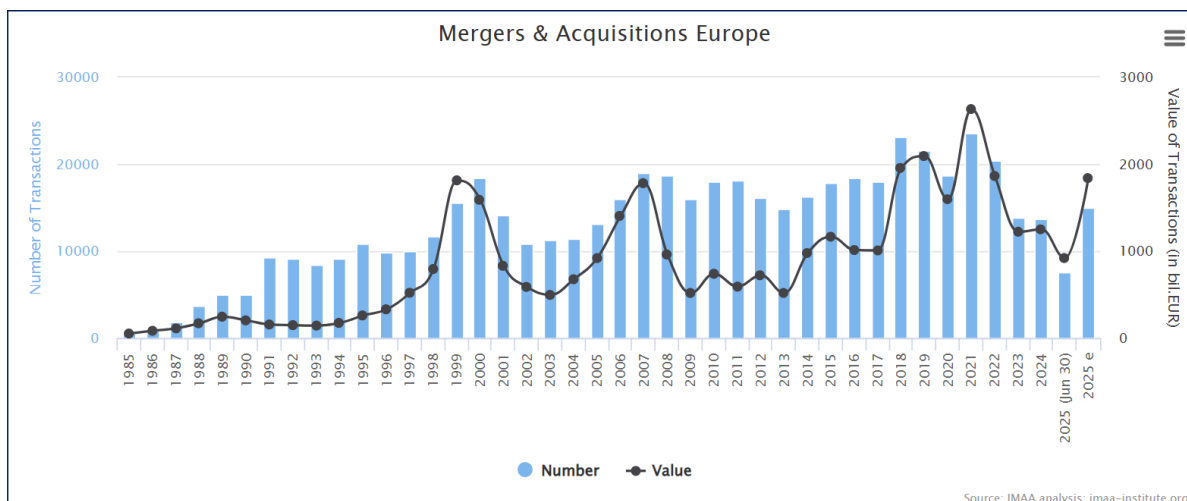


Grafico 2: IMAA analysis – Fusioni e Acquisizioni in Europa dal 1985 al primo semestre del 2025.

1.4.2 L'attività di M&A in Italia negli ultimi anni

Per trasparenza e per evitare ripetizioni, si chiarisce sin da subito che questo paragrafo è stato sviluppato sulla base dei minuziosi report annuali “Rapporto Mergers & Acquisitions” pubblicati da KPMG per gli anni 2021,2022,2023 e 2024. Come la stessa società di consulenza afferma, il 2021 è stato un anno di record e di ripresa post pandemia, dove le attività di M&A in Italia hanno sfiorato il record storico raggiunto nel 2007. In Italia si sono registrate 1214 operazioni completate, per un controvalore di 100,4 miliardi di euro. I private equity hanno giocato un ruolo fondamentale, realizzando 200 acquisizioni (con controvalore poco superiore al 10% del totale), e si è assistito al ritorno dei mega deal e dei deal transnazionali, che hanno impattato fortemente sul risultato finale. I fattori che hanno favorito queste dinamiche sono da cercarsi nelle politiche intraprese dai governi per dare un boost all'economia dopo la pandemia, sia a livello monetario (bassi tassi d'interesse e inflazione contenuta) e fiscale (vedi il PNRR), sia a livello di piani vaccinali per permettere la ripresa delle attività ordinarie. Le elevate valutazioni e riserve di capitale hanno alimentato le attività d'investimento, soprattutto da parte dei fondi. Nel 2022 il contesto esterno ha subito forti cambiamenti che hanno portato ad un calo dell'attività di M&A a livello globale, ma nonostante questo, il mercato italiano ha mostrato una notevole resilienza nei volumi (che sono aumentati del 5% rispetto all'anno precedente). Malgrado questo dato incoraggiante, i controvalori delle operazioni sono diminuiti del 14%. Le operazioni cross-border promosse da acquirenti stranieri in Italia sono aumentate in modo costante, mentre le operazioni out-bound hanno registrato un forte calo di valore. Infine, i Private Equity hanno completato 189 transazioni, per un

controvalore complessivo pari a circa 20 miliardi di euro, in aumento del 64% rispetto al 2021.

Alcuni dei fattori che hanno contribuito a inasprire il contesto esterno sono le crisi geopolitiche- come il conflitto russo-ucraino- che hanno avuto conseguenze sulla distribuzione e sul costo di gas e petrolio (tra le altre cose); nonché, le tensioni internazionali soprattutto nel Mar Rosso e sullo stretto di Bab el Mandeb, dove gli attacchi Houthi a navi commerciali hanno comportato ritardi nei trasporti, aumento dei costi di spedizione e carenza di componenti e beni destinati all'Europa. Un altro grande esportatore che, a causa del Covid, ha causato ritardi nella produzione e distribuzione di beni è rappresentato dalla Cina. Nel tentativo di contenere tempi di consegna, costi di trasporto e rischi legati al contesto geopolitico, molte aziende hanno perseguito politiche produttive di reshoring o di diversificazione della supply chain, auspicando di poter riprendere il controllo della situazione. Tutte queste dinamiche hanno portato ad un aumento generalizzato dei prezzi e in Italia l'inflazione ha raggiunto un +8,1%. In risposta a tali eventi, le Banche Centrali hanno dato inizio a politiche monetarie restrittive; la Federal Reserve ha avviato una serie di rialzi aggressivi di tassi d'interesse, seguita dalla BCE, che in aggiunta ha messo fine ai programmi di acquisto titoli (utili a infondere denaro nel sistema e quindi controproducenti in quell'istante temporale).

Il rallentamento del mercato delle M&A prosegue anche nel 2023; in Italia questo trend è osservabile dal calo del controvalore complessivo delle transazioni (-56% rispetto al 2022), nonostante il volume delle operazioni completate sia rimasto invariato. A subire questo rallentamento sono sia i mega deal, che le operazioni cross border; per quanto riguarda investitori finanziari e fondi di Private Equity, pur avendo assunto un atteggiamento più cauto nel corso dell'anno e ridotto la dimensione media dei loro investimenti, hanno in ogni caso consolidato la loro presenza sul mercato italiano. Nel corso del 2023 si rileva un aumento del gap tra le aspettative di prezzo dei venditori e la willingness to pay degli acquirenti. Anche per questa ragione, l'interesse degli acquirenti si è focalizzato prevalentemente su aziende appartenenti al *middle market*³ dei vari comparti manifatturieri italiani.

³ Le middle-market companies sono definite come imprese con ricavi annui tra 50 milioni e 1 miliardo USD (alcune fonti estendono la fascia da 10 milioni a 1 miliardo). In Europa pur essendo solo l'2% delle imprese, generano circa un terzo del fatturato e dell'occupazione del settore privato.

Dopo un inizio anno sottotono per numero di operazioni, gli ultimi mesi del 2024 hanno visto una forte accelerazione, specialmente per i volumi transati. I mega deal sono tornati a crescere e hanno visto come protagonisti gli investitori internazionali; congiuntamente, sono aumentati anche gli investimenti nelle aziende middle market. Anche le operazioni cross border registrano un trend positivo di crescita YoY. I fondi di private equity e infrastrutturali hanno acquisito un'importanza ancora maggiore, realizzando il 44% delle operazioni effettuate in Italia; malgrado ciò, il controvalore totale è inferiore rispetto a quello del 2023 a causa di uno shift dell'interesse verso, appunto, il middle market, e verso trend di consolidamento. Il 2024 è stato un anno complesso, con numerose operazioni interrotte o posticipate, e diversi fattori esterni hanno contribuito a questa complessità, influenzando le scelte di investimento. Tra questi si riscontrano, in generale, l'incertezza che il contesto economico sta trascinando con sé dal post Covid, nonché i tassi d'interesse elevati. A questo riguardo, la BCE ha cominciato un programma di tagli dei tassi d'interesse a giugno dello stesso anno, giungendo a dicembre 2024 ad un tasso sui depositi pari al 3%. Nonostante una sostanziale debolezza dell'economia italiana, caratterizzata anche da un settore industriale in difficoltà, si è evidenziata la diffusione di un moderato ottimismo basato sull'aspettativa di una crescita dell'economia statunitense (per effetto delle politiche espansive annunciate dal Presidente Trump) e sulla capacità dell'Europa di trovare una visione comune su temi di politica industriale e difesa. Nel 2024, grazie alla diffusione dell'Intelligenza Artificiale, si rafforza ulteriormente la necessità delle aziende di innovare i propri modelli di business e di operations, il che rende necessari ingenti investimenti.

Infine, con riferimento al 2025 (EY M&A Barometer – Review 2024 and Preview 2025), dopo il cauto ottimismo e la ripresa delle attività a inizio anno, l'incertezza generale e il timore di ulteriori turbolenze di mercato hanno reso i mercati finanziari instabili, contenendo le valutazioni e l'attività di M&A. Il contesto è reso particolarmente incerto dall'introduzione dei dazi commerciali in America, dall'intensificarsi dei conflitti e dal protarsi di elevati tassi d'interesse. Quest'incertezza in merito agli investimenti è visibile anche dalle attività dei Private Equity, molti dei quali detengono in portafoglio investimenti ormai arrivati a maturità che però ancora attendono di essere ceduti. Per evitare di bloccare gli investitori in progetti "in stallo" i fondi di Private Equity hanno sviluppato uno strumento innovativo: i continuation funds. Questi strumenti consentono ad alcuni investitori di liquidare la propria posizione, offrendo al contempo ad altri la

possibilità di mantenere l'investimento e beneficiare di potenziali rialzi futuri. Parallelamente, si registra un crescente interesse verso il private debt, con l'avvio di nuovi fondi dedicati al finanziamento diretto delle imprese⁴.

Un fattore che tutti gli anni analizzati hanno in comune è rappresentato dal continuo interesse degli investitore nei riguardi settore Retail & Consumer, che si conferma dei principali per volumi di operazioni concluse.

1.5 I soggetti coinvolti nelle operazioni: buyer strategici e buyer finanziari

Giunti a questo punto, si propone una presentazione dei diversi attori economici coinvolti nelle attività di M&A, con particolare attenzione alle tipologie di acquirenti che muovono il mercato delle operazioni straordinarie, ricordando lo scopo di questo elaborato: comprendere se la tipologia di acquirente/investitore abbia delle conseguenze sulle performance delle società target.

I grandi protagonisti dell'attività di M&A, nonché di questo elaborato, sono le società che ricoprono il ruolo di acquirente. In tal senso è possibile distinguere due grandi categorie di acquirenti, ognuna con obiettivi, tempistiche e limitazioni diverse: i buyer strategici e i buyer finanziari.

I buyer strategici sono rappresentati da società, o gruppi aziendali, operativamente attivi nello svolgimento di attività imprenditoriali. Spesso, si tratta di società familiari che negli anni hanno espanso i confini geografici e i business svolti grazie proprio ad una strategia di crescita esterna, dove la società capogruppo, oltre alle attività operative caratteristiche, esercita l'attività di direzione e coordinamento di tutte le società appartenenti al gruppo. I buyer finanziari, d'altro canto, sono rappresentati da fondi di Private Equity (PE), di *Venture Capital* (VC), gli *Hedge Funds*, i *Family Office*, i fondi sovrani, le *Special Purpose Acquisition Companies* (SPAC) e gli investitori istituzionali (quali fondi pensione, assicurazioni e fondi comuni). Si tratta di soggetti che partecipano alle attività di M&A per ragioni finanziarie, ovvero per valorizzare le aziende acquisite e rivenderle ad un prezzo maggiore rispetto al costo d'acquisto per generare un guadagno (capital gain). Un attore che ancora non è stato nominato sono le banche: anch'esse possono agire come acquirenti finanziari se possiedono fondi di PE o venture capital, come Banca Intesa San Paolo, Unicredit e Banca Finint. Ad ogni modo, in questi casi, le operazioni avvengono

⁴ PwC, primo semestre 2025: l'M&A si avvicina ai minimi storici: <https://financecommunity.it/pwc-primo-semestre-2025-lma-si-avvicina-ai-minimi-storici/>.

esclusivamente tramite suddetti fondi, perciò, le banche si configurano come acquirenti in modo indiretto.

La distinzione tra buyer finanziari e strategici può essere approfondita considerando una serie di elementi chiave, quali la durata prevista dell'investimento, le modalità di impiego delle risorse, l'eventuale presenza di vincoli operativi e finanziari e gli obiettivi specifici dell'operazione.

In primis, le due tipologie di acquirenti perseguono obiettivi profondamente diversi, che si riflettono sull'orizzonte temporale degli investimenti effettuati. Sebbene entrambi realizzino il progetto di investimento solo nel caso in cui ci sia creazione di valore, cioè se il valore dell'entità finale è superiore alla somma dei valori delle due entità stand alone, la fonte e le modalità di creazione di tale valore sono molto diverse. I buyer strategici ricorrono alle operazioni straordinarie come strumenti per crescere in modo rapido ed efficace, facendo leva sullo sviluppo di sinergie. La realizzazione del deal richiede la formulazione di previsioni relative alle attività e ai tempi necessari per lo sviluppo delle sinergie; nonché la stima del valore delle sinergie stesse. Infatti, ricordiamo che il prezzo pagato dall'acquirente per l'acquisizione della società target è dato dalla somma del valore economico della target e dalle sinergie che possono essere generate; nonostante la valutazione di queste ultime sia piuttosto ardua e non fornisce alcuna garanzia in merito al successo dell'operazione. La durata dell'investimento tende al lungo termine: a seconda delle dimensioni e della strategia corporate dell'acquirente, la società acquisita rimane definitivamente all'interno del gruppo, a meno che l'operazione si riveli poco remunerativa e richieda perciò il disinvestimento (parziale o totale).

Al contrario, i buyer finanziari (che d'ora in poi verranno indicati come PE) investono in società tendenzialmente sottovalutate e/o con ampie potenzialità di crescita, con lo scopo di fornirgli il giusto boost di risorse – finanziarie ma anche in termini di management- per farle crescere rapidamente, con il fine ultimo di rivenderle ottenendo un capital gain grazie ad una exit strategy studiata sin dalla fase di negoziazione. A differenza dei buyer strategici, nella maggior parte dei casi i buyer finanziari considerano ciascuna società target come un progetto a sé stante; di conseguenza, le sinergie principalmente perseguibili sono quelle finanziarie, ottenibili tramite la combinazione delle strutture finanziarie- e perciò del costo del capitale- della target e dell'acquirente. Spesso i PE apportano importanti modifiche alle società acquisite, ad esempio, effettuandone il delisting, cedendo rami d'azienda poco redditizi o realizzando ristrutturazioni. Questo

perché l'arco temporale d'investimento è compreso tra i 5 e i 7 anni; perciò, è necessario effettuare sin da subito le modifiche necessarie per massimizzare i rendimenti, che tra l'altro sono più elevati rispetto a quelli richiesti dagli azionisti dei buyer strategici. Al fine di raggiungere questi obiettivi, oltre a prendere le misure accennate pressappoco, i PE cercano di effettuare l'investimento con un market timing, architettando l'intera operazione per sfruttare multipli di valutazione più elevati al momento dell'exit (Ayash, Bartlett, & Poulsen, 2017). Alcune ricerche affermano (Flor & Sorensen, 2019) che spesso, per i buyer strategici, il motore che spinge alla realizzazione di deals sia rappresentato dall'ottenimento di benefici privati ricercati soprattutto dai manager (come maggiori quote di mercato, miglioramento reputazionale, ecc.). Secondo queste ricerche (Doidge, Karolyi, Lins, Miller, & Stulz, 2009), considerando gli elevati rendimenti richiesti dagli azionisti dei PE e l'arco temporale contenuto, i PE non ricercano benefici privati e si focalizzano unicamente sulla massimizzazione del valore della target, risultando più disciplinati.

Come ultima osservazione prima di chiudere questo tema, si evidenzia che i buyer strategici sono disposti a pagare un price premium maggiore rispetto ai PE proprio in virtù delle sinergie che potranno emergere dalla combinazione aziendale (Bargeron, Schlingemann, Stulz, & Zutter, 2008). Al contrario i PE hanno meno tempo per realizzare i ritorni richiesti dagli investitori, di conseguenza, sono più riluttanti a pagare un price premium elevato per paura di erodere il capital gain che intendono di estrarre dall'operazione.

In secondo luogo, le due tipologie di acquirenti presentano vincoli finanziari differenti. In generale, i PE realizzano operazioni sfruttando una leva finanziaria molto elevata, ragione per cui sono considerati più rischiosi e per cui, per poter attirare investitori, devono ottenere rendimenti maggiori rispetto ai buyer strategici (ergo, maggiore costo medio ponderato del capitale). Inoltre, non essendo i PE quotati, i maggiori rendimenti vanno a remunerare gli investitori per il costo opportunità legato all'impiego di capitale in strumenti non quotati e perciò difficilmente liquidabili. Guo et al. (Guo, Hotchkiss, & Song, 2011) e successivamente Axelson et al. (Axelson, Jenkinson, Stromberg, & Weisbach, 2013) dimostrarono che nei LBO realizzati dai buyer finanziari, il 70% del valore della target è finanziato con il debito, mentre il restante 30% è finanziato usando equity. I buyer strategici tendono ad essere più conservativi, adottando una struttura finanziaria che prevede il 60% di equity e il 40% di debito. Con riferimento alle merger waves, si è

notato come la distribuzione delle operazioni di M&A tra i buyer strategici e quelli finanziari non sia equa, né si mantenga costante nel tempo. La predominanza di un operatore sull'altro dipende proprio dai vincoli finanziari che gravano sui buyer. Nel paragrafo 1.4 si è detto che nei periodi storici caratterizzati dalla sopravvalutazione del debito- ovvero dalla presenza di tassi d'interesse bassi- vi è un aumento del volume e del valore delle operazioni concluse. Approfondendo quest'affermazione, in tali periodi, gli studiosi hanno evidenziato una crescita importante di operazioni eseguite da buyer finanziari a scapito dei buyer strategici. Martos-Vila, Rhodes-Kropf e Harford (Martos-Vila, Rhodes-Kropf, & Harford, 2012) eseguirono uno studio sull'impatto dell'errata valutazione del debito finanziario sulle attività di M&A. Secondo gli autori, i buyer finanziari e quelli strategici affrontano differenti livelli di rischio finanziario nell'utilizzo dell'indebitamento per realizzare un'operazione straordinaria, e ciò incide sulla loro disponibilità a pagare per l'acquisizione di una società target. La teoria (supportata anche da dati empirici), suggerisce che i buyer finanziari prevalgano su quelli strategici nei periodi in cui il debito è sopravvalutato a causa dell'impatto di quest'ultimo sul bilancio e sul rating delle due tipologie di acquirenti. Gli acquirenti finanziari, tendenzialmente, effettuano acquisizioni sottoforma di LBO, nei quali il debito contratto per l'acquisizione viene generalmente allocato sulla società target (che rappresenta il collaterale del prestito). In base al D. Lgs. 127/1991 e agli IFRS, a livello contabile tale debito deve essere incluso nel bilancio consolidato della capogruppo (se l'acquirente detiene il controllo). Tuttavia, a livello economico e strategico, il rischio finanziario rimane concentrato nella target, i cui flussi operativi sono destinati al rimborso del debito. Inoltre, dal punto di vista della percezione di rischio di mercato, i fondi PE evitano effetti di bilancio negativi sul proprio profilo, perché la struttura è compartimentata: il debito resta isolato nella target e, grazie agli SPV utilizzati nei LBO, esistono più livelli societari.

Infine, le due tipologie di buyer sfruttano diversi metodi di pagamento: i buyer strategici possono utilizzare le azioni proprie, da sole o in combinazione con il denaro, per acquistare una società target. Questo strumento diventa particolarmente diffuso in periodi di ottimismo e fiducia generalizzata, per cui le quotazioni sono particolarmente elevate; e, come già descritto in precedenza, in periodi di sopravvalutazione del debito in cui i tassi d'interesse sono contenuti (Chiarella & Ostinelli, 2020). Questo significa che, sebbene in tali periodi i buyer strategici possano reperire capitali di debito più difficilmente, lo stesso non si può dire per i capitali di rischio. Secondo Hansen (Hansen,

1987) gli acquirenti strategici ricorrono alle azioni proprie come metodo di pagamento in particolar modo in tempi di incertezza, per bilanciare il rischio di sopravvalutazione della società target.

Prima di procedere con il prossimo paragrafo è bene aprire una piccola parentesi dedicata ad un'altra categoria di attori che svolge un ruolo molto importante nell'attività di M&A: i consulenti. Si è detto sin dall'inizio che le operazioni straordinarie sono particolarmente complesse e comportano cambiamenti profondi nell'assetto proprietario e operativo delle società coinvolte; non solo, ma sono anche operazioni molto costose e che richiedono competenze tecniche piuttosto avanzate che esulano dalle normali competenze degli imprenditori. Di conseguenza, al fine di individuare la controparte corretta e di aumentare le probabilità di successo dell'operazione, le società coinvolte in attività di M&A devono essere accompagnate da esperti capaci di fornire competenze specifiche alle diverse esigenze poste nelle fasi del processo. I primi a intervenire sono i consulenti finanziari, che offrono supporto all'azienda nell'individuazione della tipologia di operazione migliore in base alle necessità aziendali e alle caratteristiche del settore in cui le società operano, e nelle attività di scouting, screening e negoziazione della società target. A seconda delle dimensioni del deal, questo ruolo può essere interpretato da banche d'investimento, da boutique di consulenza e, nel caso di imprese minori, da singoli professionisti (tendenzialmente commercialisti o avvocati). In tutte le fasi del processo di M&A è fondamentale che le società coinvolte siano assistite da un consulente legale, che garantisca la tutela degli interessi del proprio cliente e la compatibilità delle proposte con le disposizioni di legge; nonché che si assicuri che non vengano assunti impegni vincolanti in maniera inconsapevole. L'advisor legale è particolarmente importante in fase negoziale per inserire nei contratti clausole che tutelino il cliente dai rischi individuati e che prevedano la necessità di modificare il prezzo della target nel caso in cui si verificano variazioni di suddetti rischi.

Da ultimo, ma non per importanza, le società dovrebbero avvalersi di un consulente fiscale, per poter valutare gli impatti fiscali delle diverse operazioni perseguibili, della struttura finanziaria adottata per realizzare il deal, degli impegni fiscali preesistenti e degli eventuali vantaggi fiscali che potrebbero emergere dalla combinazione delle società.

1.6 Le fasi del processo di M&A

Il processo può essere promosso sia dalla società target, alla ricerca di nuovi investitori o di nuovi proprietari, sia dalla società bidder, interessata ad acquisire un'azienda per le motivazioni analizzate precedentemente. Come accennato nel paragrafo precedente, è fondamentale che le società coinvolte nel processo di M&A siano seguite da professionisti in grado di tutelarle e di offrire assistenza per quelle attività squisitamente tecniche. Chiaramente, prima di dare inizio a tutte le attività necessarie per acquisire una società, l'acquirente svolge delle analisi della struttura interna e del contesto esterno, per comprendere quale strategia di crescita sia più adatta ai propri obiettivi strategici, alle proprie risorse sia in termini produttivi che finanziari e al contesto esterno nel quale l'azienda vuole svilupparsi, sia esso domestico o internazionale. Se si ritiene che la crescita per vie esterne sia la più opportuna, allora si avvia il processo che si conclude con la chiusura del deal e che si compone di 4 fasi principali: l'attività di scouting e screening delle potenziali società target, la due diligence, la valutazione e la negoziazione e la chiusura del deal. Dopo quest'ultima segue una fase altrettanto importante, rappresentata dall'integrazione post acquisizione, alla quale è dedicato un paragrafo a parte.

Durante la prima fase, la società acquirente può incaricare un consulente esterno o occuparsi internamente tramite un'unità dedicata alle operazioni di M&A, per svolgere le attività di scouting delle potenziali società target. In questo primo momento la ricerca viene condotta impiegando diverse risorse, è possibile ad esempio utilizzare database, oppure far leva sulle proprie conoscenze e sulla rete aziendale che la società si è creata nel tempo, fatta anche di professionisti – come commercialisti, notai, avvocati, consulenti finanziari- che quotidianamente lavorano con e per le aziende e che quindi possono facilitare l'incontro di domanda e offerta. Lo scouting presuppone l'adozione di una serie di requisiti attraverso i quali selezionare un campione di potenziali target; è perciò necessario aver definito uno o più settori di appartenenza, l'area geografica, le dimensioni della società in termini di dipendenti, fatturato e sedi geografiche, e in base all'obiettivo dell'acquisizione (e soprattutto se si utilizza un database) è possibile filtrare ulteriormente le società in base ad una marginalità obiettivo. Quando si avrà a disposizione una lista di società che rispettano i requisiti prefissati, si potrà passare al loro screening. Durante la fase di screening, l'analisi delle informazioni disponibili (come bilanci, comunicati, sito web) viene condotta in maniera mirata e selettiva, focalizzandosi su indicatori chiave e dati rilevanti rispetto ai criteri strategici e finanziari predefiniti, al fine di ottimizzare tempi e risorse. Quando si sarà individuato un numero ristretto di

possibili target, si potrà procedere ad un confronto diretto previa firma di un accordo di riservatezza (*Non Disclosure Agreement* o NDA).

A questo punto ha inizio l'attività di due diligence preliminare (ovvero prima della sottoscrizione della *non binding offer* o NBO), nella quale la società acquirente richiede ulteriori documenti privati attraverso i quali effettuare valutazioni più affidabili di costi e benefici dell'operazione, nonché del valore economico della target e delle sinergie generabili. L'acquirente generalmente richiede rendiconti finanziari interni, business plan e master budget, prospetto delle commesse firmate e in fase di negoziazione; inoltre può effettuare colloqui con dipendenti chiave e studiare i progetti di ricerca e sviluppo avviati. In generale, l'attività di due diligence può essere "suddivisa" per le diverse macro-tematiche che si va ad analizzare, ovvero:

- due diligence contabile: si concentra sull'analisi della situazione contabile e finanziaria della target. Verifica l'accuratezza dei bilanci e analizza l'andamento di voci come l'EBITDA e l'EBITDA margin, il CCNC, le CAPEX, la PFN e altri indicatori economici rilevanti per comprendere lo stato di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale della società. Inoltre, in questa fase si verifica l'esistenza o la possibilità di riconoscere degli asset intangibili, come il brand, o l'eventualità di una sopravvalutazione di questi ultimi. È utile per dare una base di valutazione del capitale economico da sviluppare successivamente;
- due diligence fiscale: include la revisione delle dichiarazioni fiscali, dei contenziosi in corso, di crediti e deduzioni fiscali e in generale la verifica della compliance con la normativa tributaria;
- due diligence legale: analizza gli aspetti legali e contrattuali della target, come lo statuto, la governance, i contenziosi legali, la proprietà intellettuale, le licenze e nuovamente, la compliance alla normativa;
- business due diligence: consiste in un'analisi di tutti gli aspetti che condizionano la capacità della gestione caratteristica di produrre cassa nel tempo, prendendo in considerazione anche il mercato di sbocco. Si concentra sulle attività e risorse distributive e commerciali, produttive e organizzative.

- Sustainability due diligence: verifica il rispetto delle normative ambientali e la potenziale esposizione a rischi ambientali⁵, nonché l'esposizione a rischi sociali e di governance all'interno della struttura e potenzialmente lungo la supply chain.

In aggiunta, queste attività possono portare al riconoscimento di *Material Adverse Events* (MAE), ovvero eventi rilevanti che potrebbero impattare negativamente l'operazione di combinazione aziendale, permettendo all'acquirente di tutelarsi con clausole che prevedono il recesso dal contratto in caso di manifestazione di tali eventi dannosi. La fase di due diligence è assolutamente fondamentale nel processo di M&A che per natura, coinvolgendo soggetti esterni alla sola società acquirente, la espone ad un'elevata asimmetria informativa, rendendola più vulnerabile a comportamenti opportunistici e valutazioni troppo soggettive. D'altro canto, le attività di due diligence sono molto onerose in termini di denaro e di tempo, perciò è necessario trovare il giusto equilibrio tra l'analisi e la raccolta di informazioni preziose e la necessità di svolgere l'attività in modo efficiente e in tempistiche che evitino di lasciare ai competitor il tempo di intromettersi nella negoziazione o di replicare l'operazione con società target diverse (Thompson & Kim, 2020). Uno studio pubblicato dall'Università del Wisconsin-Madison nel 2018 (Wangerin, 2018) indagò gli impatti dell'attività di due diligence sulle performance post-acquisizione delle società coinvolte. I risultati della ricerca rilevarono che alcuni fattori, quali la pressione competitiva, gli incentivi ai manager, il reporting finanziario di breve termine e i problemi d'agenzia, sono associati a minore attività di due diligence nell'ambito della realizzazione di un'operazione straordinaria. A questo seguirono performance post-acquisizione caratterizzate da rendimenti negativi, svalutazione di immobilizzazioni intangibili e dell'avviamento, e sostenimento di maggiori costi volti a sostenere le attività di integrazione aziendale. Infine, è bene evidenziare come, vista l'importanza della due diligence, queste attività dovrebbero essere affidate a soggetti dotati di adeguata indipendenza, siano essi consulenti esterni o unità interne dedicate, purché in grado di operare in autonomia rispetto al management operativo e al processo decisionale, al fine di garantire un'analisi oggettiva e priva di condizionamenti. In

⁵ Nel 2022 l'UE ha emanato la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che va a sostituire e ampliare la direttiva in tema di sostenibilità del 2014: introduce standard europei e audit obbligatori relativi alla rendicontazione non finanziaria e allarga la platea di società che gradualmente saranno tenute a redigere il report di sostenibilità.

un'analisi del 2024, Baumer e Friesl (Bauer & Friesl, 2024), applicano la teoria dell'attenzione d'impresa allo svolgimento delle attività di M&A. La teoria dell'attenzione d'impresa (in inglese *Attention-Based View of the Firm*, o ABV) è una prospettiva teorica che cerca di spiegare come e perché le imprese prendono determinate decisioni strategiche sulla base di dove i loro manager concentrano l'attenzione (capacità cognitive limitate). Secondo gli autori, quando le modalità con cui i manager si concentrano nelle operazioni di M&A coincidono con le pratiche di valutazione che danno maggiore importanza alle sinergie operative -in quanto impattano direttamente sui flussi di cassa e sono più facilmente quantificabili e raggiungibili- l'attenzione viene assorbita da questi aspetti (*crowd-out effect*), a scapito della valutazione di elementi più strategici, come l'integrazione dei modelli di business o le opportunità di crescita futura. La raccomandazione che viene data dagli autori è che, in virtù della straordinarietà delle operazioni di business combination, le società coinvolte dovrebbero riformare le strutture dell'attenzione aziendali (struttura organizzativa, sociale e culturale) che vengono adottate ordinariamente ed adattare alle differenti necessità del contesto.

Giunti a questo punto del processo, la società acquirente dispone di sufficienti informazioni per poter effettuare una valutazione del valore d'acquisizione della target, considerando, come stabilito precedentemente, anche le sinergie ottenibili dalla business combination. Sebbene si sia già menzionato, anche se senza entrare nei dettagli tecnici, il DCF come metodo di valutazione del valore economico, un altro metodo ampiamente utilizzato nella pratica come strumento di controllo e confronto è rappresentato dal metodo dei multipli di mercato. La ragione per cui si dedica una breve presentazione del metodo è legata al fatto che il settore oggetto di studio di questo elaborato -il personal luxury goods- rappresenta uno dei settori con i più alti multipli di mercato. Questo metodo di valutazione non si fonda su formule valutative razionalmente costruite, ma deduce il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi praticati nelle negoziazioni nel settore di appartenenza dell'azienda target. Esso presuppone la definizione della relazione che intercorre tra il valore di aziende comparabili e determinate variabili aziendali espressive delle performance economico- patrimoniale dell'impresa (come l'EBITDA o il fatturato generato dalla gestione caratteristica). Così come il DCF, anche i multipli possono portare a valutazioni asset side, come i multipli Enterprise Value/EBITDA o Enterprise Value/Sales, oppure equity side, come i multipli

Price/Bookvalue (ovvero capitalizzazione di mercato/valori contabili del patrimonio netto) o Price/Utile netto rettificato.

Le società coinvolte nell'operazione entrano nella fase di e ogni confronto strutturato conduce alla redazione di una *letter of intent* (o LOI) da parte della società acquirente. La società target deve prendere visione e sottoscrivere la LOI prima di procedere nelle trattative; tendenzialmente la LOI prevede un periodo di esclusiva durante il quale la società target non può prendere in considerazione eventuali ulteriori offerte da parte di altri potenziali acquirenti. La LOI è il documento che formalizza i principali elementi emersi dalla fase iniziale di due diligence; infatti, in esso sono riportati il prezzo della target ritenuto congruo dalle parte durante le trattative, le tempistiche entro le quali l'operazione deve concludersi ed eventuali condizioni sospensive o ostantive per il completamento dell'operazione (come il riconoscimento dei *material adverse events*). Successivamente alla sottoscrizione della LOI, le parti proseguono le trattative definendo sempre più dettagli del deal:

- si esplicitano i soggetti giuridici che prenderanno parte all'operazione; ad esempio, la società bidder potrebbe avvalersi di un SPV per effettuare l'acquisizione in modo indiretto oppure l'acquisizione potrebbe essere effettuata in consorzio con altri investitori;
- si definiscono le modalità di pagamento della quota di partecipazione o dei rami aziendali acquisiti. Come affermato in precedenza, l'acquisizione può essere effettuata con denaro, con azioni proprie dell'acquirente, oppure con un mix delle precedenti. Inoltre, il pagamento può avvenire in un'unica soluzione, può essere dilazionato in più tranches predeterminate oppure potrebbe prevedere una clausola di earn-out. Inserendo questa clausola l'acquirente prevede un pagamento dilazionato dove una quota fissa viene versata al momento del closing e una o più quote variabili vengono versate successivamente, al raggiungimento da parte della target di obiettivi economici e finanziari stabiliti contrattualmente. Le società acquirenti considerano favorevolmente le clausole di earn-out, in quanto consentono di calibrare il prezzo di acquisto in funzione dei risultati effettivamente conseguiti dalla target, favorendo un allineamento degli interessi tra le parti e contribuendo a mitigare il rischio di una sopravvalutazione iniziale. Inoltre, questa

modalità di pagamento è adottata di frequente quando gli azionisti della target conservano delle quote di capitale sociale, ricoprendo anche cariche manageriale;

- infine, vengono definite le condizioni minime per il raggiungimento dell'accordo, quali l'esito positivo delle attività di due diligence e l'ottenimento di garanzie su specifici fattori di rischio.

Queste trattative si concludono con la formalizzazione di un nuovo documento: la *Non Binding Offer* (NBO). Come stabilisce il nome stesso, si tratta di un'offerta non vincolante di acquisizione in quanto la società acquirente deve prima portare a termine l'attività di due diligence per poter ufficializzare l'offerta. Dopo la sottoscrizione del NBO, la società acquirente prosegue con le attività di due diligence con il fine di approfondire la conoscenza e comprensione del business che va ad acquisire e di verificare che non ci siano stati eventi dannosi per il valore della target. In questa fase le attività di indagine diventano più minuziose: si verificano crediti e debiti, si controlla e valuta l'inventario, si identificano gli asset intangibili e si ricercano passività sommerse.

Se tutto va a buon fine, le parti possono procedere con la stipulazione del contratto di compravendita, detto anche *Sales Purchase Agreement* (o SPA). A differenza dei precedenti, lo SPA è un atto vincolante e di conseguenza, se non rispettato comporta il pagamento di un risarcimento del danno. Lo SPA è il risultato conclusivo della fase negoziale e disciplina gli impegni reciproci delle parti nel periodo compreso tra la firma del contratto (*signing*) e il completamento dell'operazione (*closing*). Oltre a stabilire il corrispettivo e le relative modalità di pagamento, il documento definisce come acquirente e venditore si ripartiranno l'esposizione a eventuali perdite economiche che possano insorgere successivamente alla firma, sia nella fase intermedia che dopo il closing.

Il processo spiegato sinora avviene nel caso in cui le società coinvolte nell'operazione svolgano una negoziazione privata, ma questa non è l'unica modalità attraverso la quale è possibile concludere un'acquisizione. Infatti, un approccio estremamente diffuso soprattutto tra le società quotate è quello dell'asta pubblica. L'asta pubblica è tipicamente un processo sell-side dove è la società target a promuovere il processo di M&A, mettendo a disposizione sul mercato, in modo aperto e trasparente, una parte o la totalità delle proprie azioni o quote, così da attrarre nuovi investitori o potenziali acquirenti. Il meccanismo prevede che più soggetti interessati presentino le proprie offerte, spesso migliorandole in base alle mosse dei concorrenti, fino a individuare il prezzo e le

condizioni più favorevoli. Questo approccio massimizza il valore ottenibile e garantisce pari opportunità di partecipazione, riducendo il rischio di trattative poco trasparenti.

In un certo senso, possiamo affermare che l'OPA, l'Operazione Pubblica d'Acquisto, è il processo opposto rispetto all'asta pubblica, in quanto si caratterizza come iniziativa buy side, avviata da uno o più azionisti che intendono aumentare la propria partecipazione nella target (fino al controllo) acquistando azioni da altri azionisti, spesso direttamente sul mercato. In questo caso non c'è competizione organizzata dal venditore: l'offerente è uno solo e detta le condizioni iniziali. Un'OPA può assumere carattere amichevole o ostile, a seconda della posizione assunta dagli organi societari della società target. L'OPA è definita amichevole quando il CdA della target ne approva preventivamente i termini, collaborando con l'offerente per facilitarne l'esito. Al contrario, si parla di OPA ostile quando l'offerta viene lanciata senza il consenso del management, o addirittura in presenza di un'esplicita opposizione, circostanza che spesso comporta strategie difensive da parte della società oggetto dell'operazione.

1.7 Il risk management nell'ambito dell'esecuzione delle operazioni di M&A (PMI)

La *Post-Merger Integration* (PMI) rappresenta una fase cruciale nel processo di fusione tra due realtà aziendali, in cui si concretizzano le sinergie pianificate e si definiscono le nuove dinamiche organizzative. Tale fase, tuttavia, può essere caratterizzata da significative complessità, derivanti sia da differenze culturali e strutturali, sia da possibili resistenze interne al cambiamento. La gestione efficace di queste criticità risulta determinante per garantire il successo duraturo dell'operazione e il raggiungimento degli obiettivi strategici prefissati. Molti studiosi hanno sviluppato dei framework strutturati per potere guidare le società nella fase integrativa che possono essere riassunti nei successivi passaggi. La società acquirente deve passare necessariamente per una fase di pianificazione che non si limiti a individuare gli obiettivi dell'operazione o le sinergie che la rendono economicamente conveniente, ma che si concentri anche sui potenziali ostacoli al successo della combinazione, preparando anticipatamente la società stessa- soprattutto dal punto di vista culturale- ad affrontare il cambiamento.

Il primo vero e proprio punto della progettazione di una strategia di integrazione "su misura" è rappresentato dalla creazione di una sorta di gerarchia di fonti di creazione del valore, così da poter studiare un approccio coerente con le necessità e gli obiettivi

dell'operazione. Tale approccio dovrà poi essere adattato alle caratteristiche della società acquisita, quali dimensione, grado di somiglianza o sovrapposizione delle risorse e qualità delle competenze. Da ultimo, l'acquirente dovrà analizzare le competenze e le caratteristiche culturali della propria struttura organizzativa, per valutare la fattibilità dell'approccio e al contempo, prevedere opportunità di sviluppo di nuove competenze e di processi di supporto al cambiamento (Di Mase & Zollo, 2008).

Infine, nessun framework sarebbe mai completo senza la previsione di una fase di monitoraggio delle attività, a maggior ragione nel caso in cui il processo osservato sia pervasivo e intenso quanto quello delle business combinations. In particolare, Adams e Neely svilupparono uno strumento di individuazione degli obiettivi e misurazione delle performance specificamente pensato per la gestione delle complessità delle business combinations (Adams & Neely, 2000), chiamato prisma delle performance. Gli autori ritennero che esistesse già uno strumento di misurazione delle performance generalmente completo, ovvero la *Balance Scorecard* (BSC) sviluppata da Kaplan, che però presentava alcuni limiti. Così la modificarono, giungendo ad un modello che rappresentasse tutti i fattori critici sui quali si basa un'integrazione di successo. A differenza della BSC, che riporta le prospettive e i bisogni di clienti e azionisti, il prisma coinvolge anche i dipendenti, i fornitori, gli intermediari, lo Stato e la comunità. Inoltre, prevede l'esplicitazione delle aspettative reciproche delle parti, ponendo enfasi sull'importanza della comunicazione e favorendo un confronto chiaro, metodico e costruttivo. Il prisma è costituito da 5 colonne, che portano le società alla definizione di un piano d'azione e di monitoraggio:

- Strategie;
- Processi;
- Capacità necessarie/non più necessarie/trasferibili.
- Soddisfazione dei portatori d'interesse;
- Contributo dei portatori d'interesse.

Ognuna di queste variabili si articola in una serie di sub-variabili, in modo da analizzare ogni aspetto del business, considerando la gerarchia delle fonti di valore elaborata dalla società. La complessità e la conoscenza richieste per il suo sviluppo implicano il coinvolgimento di diversi livelli della gerarchia organizzativa, favorendo l'assegnazione di

responsabilità, la definizione di un modus operandi strutturato e la fissazione di obiettivi progressivi, ambiziosi ma realistici, in grado di motivare il personale.

Un fattore molto importante per aumentare le probabilità di successo dell'operazione è il coinvolgimento del top management nella fase di integrazione post-merger, d'altronde, la PMI è una fase strategica estremamente delicata, per questa ragione è necessaria la guida di coloro che hanno potere decisionale e visione di lungo termine e che sono in grado di infondere fiducia nel personale, andando gradualmente a ridurre l'opposizione al cambiamento. Inoltre, come stabilito da uno studio effettuato sulle business combinations cross-border (Conca & Colombo, 2001), un altro fattore che ha un impatto positivo sulle performance è rappresentato dalla creazione di un team che si occupi di coordinare le attività post-acquisizione, ricoprendo un ruolo di intermediatore tra i diversi soggetti coinvolti. Chiaramente, dedicare un team allo svolgimento di queste attività, sia esso composto da dipendenti neoassunti, o da dipendenti precedentemente operanti in altre funzioni, è costoso e non tutte le società che realizzano un'acquisizione possono permetterselo.

Dal punto di vista della struttura finanziaria, per il successo di un'operazione straordinaria, è fondamentale considerare la durata dell'integrazione post-fusione (o *Post-Merger Integration Duration*, PMID). Le raccomandazioni indicano che, nel caso in cui si preveda una PMID maggiore, la società acquirente dovrebbe optare per una leva finanziaria inferiore sia prima che al momento della fusione o acquisizione. Questa strategia conservativa permette di mantenere flessibilità finanziaria (o *financial slack*), contenendo i costi iniziali di integrazione, che possono temporaneamente ridurre i flussi di cassa e aumentare il rischio di default. Si osserva, di conseguenza, che le acquisizioni con periodi di integrazione più lunghi sono generalmente finanziate con una maggiore quota di equity. Successivamente, man mano che il processo di integrazione avanza e i costi diminuiscono, è ottimale aumentare gradualmente la leva finanziaria della nuova entità verso il suo livello target (Huang, Pierce, & Tsyplakov, 2015). In aggiunta a ciò, secondo gli studiosi (Agliardi, Amel-Zadeh, & Koussis, 2016), aumentare la leva finanziaria -e di conseguenza incorrere potenzialmente in maggiori costi di distress finanziario e probabilità di default- rappresenta una buona strategia solo nel caso in cui le growth options del progetto siano solide e altamente profittevoli.

Sebbene i quadri generali di riferimento per l'integrazione offrano un utile orientamento concettuale, l'approccio basato sulle risorse (*Resource-Based View*, RBV) e la prospettiva delle capacità dinamiche forniscono indicazioni più mirate su come le risorse e le competenze acquisite possano essere efficacemente combinate per generare valore. In base a questo modello, il vantaggio competitivo delle imprese può essere sostenibile e profittevole solo se le risorse impiegate sono rare, inimitabili e non sostituibili. Nel contesto delle acquisizioni questo principio implica che la strategia di integrazione dovrebbe privilegiare la conservazione e la valorizzazione di tali risorse distintive, favorendo al contempo lo sviluppo di nuove combinazioni di risorse in grado di generare valore sinergico.

Con riferimento agli aspetti più squisitamente operativi dell'integrazione, la letteratura individua tre macroaree di integrazione operativa specifiche del settore manifatturiero: l'integrazione procedurale, che consiste nella combinazione di sistemi e pratiche); l'integrazione fisica (di sistemi fisici e tecnologie); l'integrazione gestionale e socioculturale (che consiste nell'allineamento delle strutture organizzative, della cultura e delle risorse umane).

La distinzione tra integrazione fisica, procedurale e gestionale/socioculturale consente di inquadrare con chiarezza le principali sfide che caratterizzano la fase di PMI nel settore manifatturiero. Sul piano gestionale e socioculturale, le differenze nei valori, negli stili di leadership e nelle pratiche organizzative possono ostacolare la creazione di un contesto collaborativo e coeso. L'integrazione procedurale è spesso messa alla prova dalla coesistenza di sistemi di quality management e di pianificazione della produzione eterogenei, la cui armonizzazione richiede interventi mirati e tempi adeguati. Infine, la dimensione fisica e operativa può essere rallentata da barriere al trasferimento della conoscenza, che limitano la condivisione di competenze tecniche e best practice tra le realtà coinvolte. La comprensione di tali criticità rappresenta il punto di partenza per definire raccomandazioni e strategie volte a garantire un processo di integrazione efficace e sostenibile.

Si propongono, quindi, le raccomandazioni individuate da case studies nell'ambito dell'integrazione di società manifatturiere (Lee, 2025).

Al fine di superare le barriere culturali è necessario sviluppare dei processi di integrazione culturale che prevedano:

- il coinvolgimento di manager e responsabili, afferenti a più livelli della struttura gerarchica, in programmi di formazione sulle dimensioni culturali rilevanti nel settore manifatturiero;
- programmi di scambi culturali di personale, sia a livello operativo che a livello manageriale;
- meccanismi strutturati di knowledge-sharing successivi agli scambi culturali, per coinvolgere anche il personale che non ha partecipato direttamente ai programmi di scambio;
- il monitoraggio continuo del livello di integrazione tramite lo sviluppo di metriche qualitative e l'implementazione regolare di sondaggi al personale.

Nei settori manifatturieri, a maggior ragione se di lusso, la qualità del prodotto è un fattore chiave per il successo dell'azienda; ne deriva che i sistemi di quality management debbano essere sottoposti a processi di armonizzazione, in modo da garantire standard uniformi e coerenti lungo l'intera catena del valore, preservando al contempo l'eccellenza e l'affidabilità percepite dal cliente finale. A tal fine, è possibile:

- creare politiche della qualità integrate, che presentino sia processi preventivi che di verifica;
- creare principi di qualità che trascendano specifiche metodologie, lasciando un margine di flessibilità giustificato dalla produzione di componenti diversi o dall'implementazione di processi diversi;
- allineare gli obiettivi di qualità alla strategia di business complessiva;
- istituire un sistema di gestione della qualità dei fornitori su più livelli;
- infine, sviluppare delle metriche di monitoraggio equilibrate e standardizzate, che permettano il confronto delle diverse sedi operative.

Un altro fenomeno che potrebbe essere estremamente oneroso per l'industria manifatturiera, sia in termini di mancato guadagno che in termini reputazionali, è rappresentato dall'esaurimento scorte (o *out-of-stock*), nel quale si potrebbe incorrere con maggiore probabilità in una combinazione aziendale (specialmente in assenza di una collaborazione precedente tra le società coinvolte). In tal senso, si potrebbero:

- implementare piani di produzione di tipo “rolling”, arricchiti da piani di breve termine più dettagliati (1-2 mesi);
- sviluppare piani di produzione differenziati per categoria di prodotto;
- sviluppare processi integrati di *Sales and Operations Planning*;
- adottare sistemi di capacità flessibile in grado di adattarsi efficacemente alle fluttuazioni della domanda e stabilire indicatori chiari per l’attivazione di capacità aggiuntiva;
- creare un piano di integrazione dei sistemi ERP (*Enterprise Resource Planning*) graduale.

Infine, alcune attività che possono essere implementate per il superamento delle barriere al trasferimento della conoscenza sono:

- lo sviluppo di comunità di pratica per promuovere lo scambio costante di conoscenze;
- l’utilizzo di piattaforme tecnologiche che facilitino la raccolta e lo scambio di conoscenze, anche tramite documenti e video formativi;
- l’utilizzo di un linguaggio tecnico standardizzato.

Si badi che, nemmeno le società così dette “*serial acquirers*”⁶ sono esenti dai rischi derivanti dalla fase di integrazione. Infatti, questi ultimi possono sviluppare routine che aumentano le probabilità di successo di un’operazione solo se si impegnano attivamente nella creazione di meccanismi di apprendimento e di codifica dei processi (Zollo & Singh, 2004). Osservando acquisizioni effettuate dalla medesima società bidder in un arco temporale prolungato gli studiosi hanno notato un aumento nei casi di operazioni caratterizzate da rendimenti positivi, il che implica che la capacità di integrazione delle società è limitata (come stabilito dalla Teoria dell’indigestione proposta da Gupta e Singh). Quindi, la capacità di integrazione di una società è cruciale per evitare questa “indigestione”: serve un’efficace pianificazione e gestione della PMI, con attenzione a cultura, processi, leadership e comunicazione.

Un elemento di fondamentale importanza per il settore dei Personal Luxury Goods (e non solo), è il brand, che dovrebbe ricevere molta attenzione sia nella fase di selezione della

⁶ Sono definite serial acquirers le società bidder che concludono più di un deal in un arco temporale inferiore ai tre anni.

società target (in particolare se si tratta di operazioni di integrazione), che nella fase di integrazione post-merger. Se quest'ultima non fosse gestita in modo ottimale, si potrebbe incorrere nella diluizione del brand, che consiste nella perdita di integrità del brand agli occhi dei clienti, i quali non sono più in grado di distinguere chiaramente quali sono mission e valori fondamentali della società operante dietro il marchio. Questo può portare alla perdita di fiducia da parte dei clienti, che si riflette in una riduzione della quota di mercato, in un minore potere di mercato e nella perdita di valore del brand come asset intangibile. Le cause della perdita di brand integrity potrebbero essere rappresentate dall'introduzione di prodotti poco coerenti con la brand image, dal peggioramento della qualità dei prodotti o dei servizi associati ad essi e dalla generale incoerenza con i valori fondamentali della società. Nell'ambito delle business combinations, la diluizione del brand potrebbe avvenire in seguito al mancato allineamento della brand image o a causa dell'insufficiente coordinamento tra i sistemi produttivi e distributivi delle società coinvolte, che potrebbero compromettere la qualità dell'offerta.

Al fine di mitigare il rischio di diluizione del brand durante un'acquisizione aziendale, le società dovrebbero eseguire una due diligence molto accurata del valore del brand e in generale della reputazione della società target presso i clienti finali; creare dei sistemi che garantiscano l'allineamento del valore e delle culture aziendali e implementare un sistema centralizzato di brand management. Inoltre, una strategia estremamente efficace per conservare e aumentare il valore del brand è rappresentata dalla costituzione di un team di designers indipendenti, che portino avanti la propria visione creativa a prescindere da quale sia la società che detiene il controllo del brand. In tale contesto, il legislatore interviene a sostegno delle società coinvolte attraverso la previsione di specifici meccanismi di tutela legale (Vas, 2025). Particolarmente rilevanti sono le disposizioni in materia di proprietà intellettuale, che consentono di salvaguardare gli asset immateriali durante e dopo il consolidamento delle entità aziendali. Alcuni di questi strumenti di tutela sono i marchi e i design registrati; i brevetti (nel caso in cui un brand sia legato ad un'innovazione tecnica da tutelare); i contratti di licenza per consentire l'uso controllato del marchio da parte di terzi; gli accordi di co-branding; e azioni legali e amministrative per cause di contraffazione, concorrenza sleale o uso non autorizzato del brand.

Conclusione

L'analisi condotta in questo capitolo ha evidenziato come le operazioni di fusione e acquisizione non siano eventi casuali o meramente opportunistici, bensì il risultato di precise scelte strategiche fondate su driver interni all'impresa e, talvolta, anche su driver esterni, sebbene questi ultimi non dovrebbero rappresentare di per sé una giusta causa per l'avvio di operazioni straordinarie. Tra le motivazioni endogene assumono particolare rilevanza la ricerca di crescita dimensionale, il conseguimento di economie di scala e di scopo, l'accesso a competenze distintive, il rafforzamento del posizionamento competitivo e l'ottimizzazione della struttura finanziaria. Tali elementi costituiscono il fondamento razionale delle business combinations e ne determinano il potenziale di creazione di valore. La distinzione tra acquirenti strategici e acquirenti finanziari si inserisce in questo quadro interpretativo, poiché ciascuna tipologia di bidder persegue la crescita per linee esterne secondo logiche differenti. Gli acquirenti strategici tendono a valorizzare principalmente le sinergie operative e industriali derivanti dall'integrazione, mentre gli acquirenti finanziari concentrano l'attenzione sulla ristrutturazione gestionale, sull'efficienza operativa e sull'ottimizzazione della struttura del capitale. Comprendere tali differenze è essenziale per interpretare le modalità con cui il valore viene identificato, stimato e successivamente realizzato.

In tale prospettiva, il modello di stratificazione del valore rappresenta uno strumento centrale di analisi, poiché consente di distinguere tra valore stand-alone della target e valore incrementale derivante dalle sinergie attese, potendo così calcolare il prezzo massimo di acquisizione della quota di partecipazione (al netto dei costi sostenuti per la concretizzazione di suddette sinergie). Questo approccio permette di scomporre il valore complessivo dell'operazione in componenti economicamente giustificabili, riducendo il rischio di sovrapprezzo e fornendo una base razionale alle decisioni di investimento. Alla luce di quanto esposto, il capitolo ha fornito il quadro teorico necessario per comprendere le ragioni che spingono le imprese a intraprendere operazioni di M&A, le modalità attraverso cui viene valutato il valore acquisito – sia esistente sia potenzialmente generabile tramite sinergie – il processo che conduce alla conclusione dell'operazione e i principali fattori critici di successo nella fase post-acquisitiva. Tali elementi costituiscono i presupposti concettuali indispensabili per analizzare in modo consapevole le dinamiche applicative delle operazioni straordinarie nei contesti settoriali specifici.

Secondo capitolo: Il settore dei Personal Luxury Goods

Il settore dei *Personal Luxury Goods* (PLG) rappresenta uno dei comparti più dinamici e simbolicamente rilevanti dell'economia globale contemporanea. Pur affondando le proprie radici in una tradizione artigianale e culturale secolare, esso ha saputo trasformarsi profondamente nel corso degli ultimi decenni, evolvendo da sistema elitario fondato sull'*haute couture* a industria globalizzata, strutturata e finanziariamente sofisticata. L'obiettivo del presente capitolo è fornire un inquadramento organico del settore dei PLG, necessario per comprendere le logiche strategiche e finanziarie che ne guidano l'evoluzione e che costituiscono il presupposto dell'analisi sviluppata nei capitoli successivi. In primo luogo, verranno chiariti i confini concettuali del lusso e le sue principali caratteristiche distintive, evidenziando come il valore di tali beni si fondi su attributi simbolici, identitari ed esperienziali oltre che su elementi economici. Successivamente, si analizzerà l'evoluzione storica e strutturale dell'industria della moda di lusso, con particolare attenzione alla progressiva industrializzazione del settore, alla nascita dei grandi conglomerati e alla crescente centralità del brand come asset strategico. Verranno inoltre esaminati i principali player che compongono l'ecosistema dei PLG – dalle maison indipendenti ai conglomerati, dai terzisti ai distributori, fino ai player finanziari – al fine di delineare una mappa chiara delle dinamiche competitive e organizzative.

Una parte rilevante del capitolo è dedicata all'analisi dell'andamento economico del settore nel periodo 2018–2024, caratterizzato da una fase di crescita sostenuta, da una brusca contrazione durante la pandemia e da un successivo rimbalzo accompagnato da nuove turbolenze macroeconomiche e cambiamenti nei comportamenti di consumo. L'esame dei driver strutturali e dei trend strategici emergenti consente di comprendere le sfide che i diversi operatori sono chiamati ad affrontare in un contesto di crescente complessità, volatilità della domanda e pressione sui margini. Alla luce di tali trasformazioni, il capitolo si conclude con un'analisi delle dinamiche di consolidamento e delle operazioni di fusione e acquisizione che hanno interessato il settore dei Personal Luxury Goods negli ultimi anni. Le operazioni di M&A non rappresentano infatti fenomeni episodici, bensì strumenti strategici attraverso cui i player – industriali e finanziari – cercano di rafforzare il proprio posizionamento competitivo, acquisire competenze,

integrare la filiera e rispondere ai nuovi fabbisogni di capitale generati dall'evoluzione del mercato.

Questo inquadramento settoriale costituisce il fondamento teorico e contestuale per l'analisi comparativa sviluppata nel capitolo successivo, incentrata sull'impatto della tipologia di bidder sulle performance post-acquisizione delle società target operanti nel settore dei PLG.

2.1 Introduzione al settore dei Personal Luxury Goods (PLG)

La sfera dei beni di lusso si compone di ben 9 diversi settori, rappresentati da: hospitality di lusso, vini e liquori pregiati, cibo gourmet e ristoranti raffinati, mobili e articoli per la casa di alta gamma, belle arti, macchine di lusso, jet privati e yacht, crociere di lusso e, infine Personal Luxury Goods (PLG). Quest'ultimo è a sua volta composto da una serie di segmenti, individuati da Bain & Company come: beauty e profumeria, accessori, abbigliamento, orologeria, gioielleria, calzature e occhialeria. Secondo un report di Bain & Company in collaborazione con la Fondazione Altagamma (Bain&Company, *Luxury in Transition: Securing Future Growth*, 2024), nel 2024 il settore dei PLG ha raggiunto un fatturato a livello mondiale pari a € 364 miliardi, in diminuzione del 2% a cambi correnti rispetto al 2023 (Bain&Company, *Long Live Luxury: Converge to Expand through Turbulence*, 2023), mostrando una fase di assestamento successiva al boom degli acquisti avvenuto nel corso degli anni 2021 e 2022.

Global personal luxury goods market (€ billions)

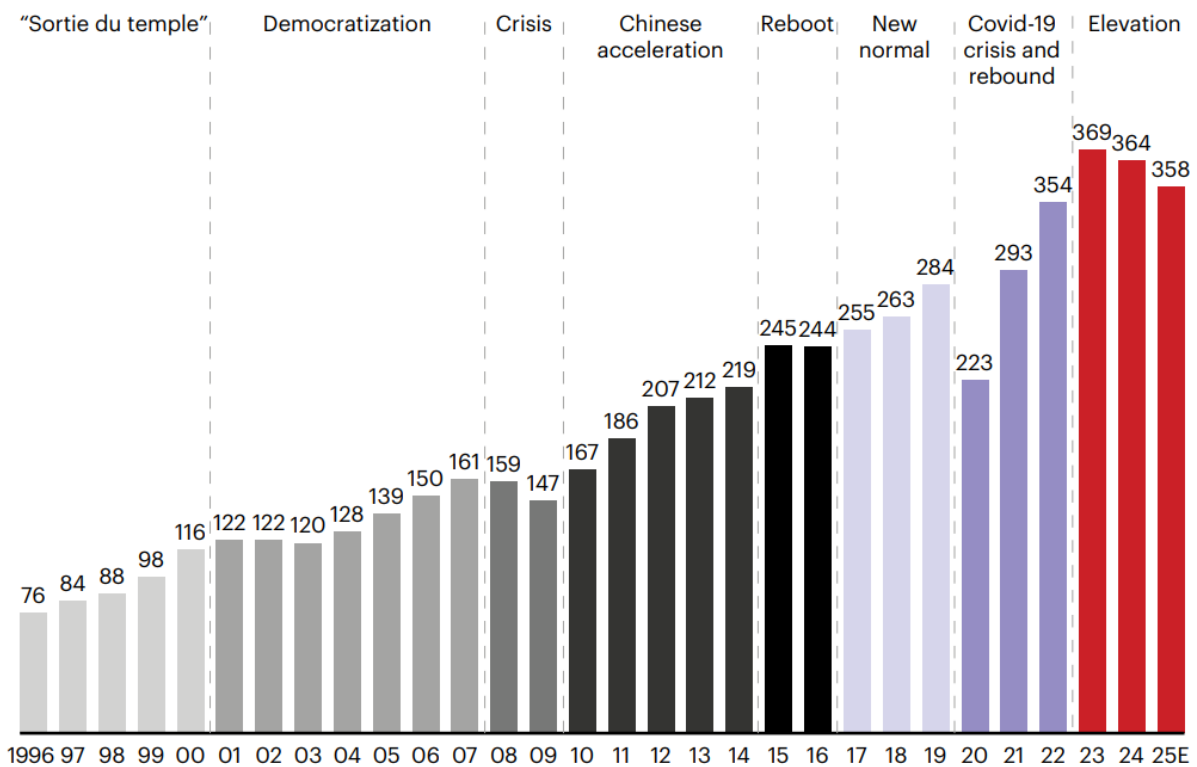


Grafico 3: andamento del fatturato del settore dei PLG a livello mondiale (Fonte: Bain & Company 2025).

Il settore dei PLG è caratterizzato da una forte pressione competitiva, dalla frammentazione e un'elevata concentrazione di mercato: le società brand owners che i consumatori conoscono e ricercano grazie alla risonanza del brand non sono altro che la punta dell'iceberg; esse si posizionano al centro di una value chain composta talvolta da centinaia di player, il cui savoir-faire si intreccia con l'intuito creativo e l'attrazione magnetica delle grandi maison.

Un report relativo all'anno 2023 elaborato da Deloitte (Deloitte, 2023), ha rivelato che i dieci più grandi gruppi mondiali operativi nel settore dei PLG sono responsabili per circa l'54% del suo fatturato; tra questi figurano LVMH, Kering, Richemont, Chanel, Hermes, Rolex, Estée Lauder e L'Oréal. L'elevata concentrazione di questo settore è resa possibile dalle economie di scala sviluppate a livello produttivo e distributivo, da portafogli di brand complementari, dal potere di pricing, dal controllo esercitato sulla filiera a monte - tale da garantire (almeno sulla carta) elevati livelli di qualità - e a valle - che permette loro di imporre i quantitativi di ordini, termini e condizioni del rapporto (accettati dai retailer e wholesaler a causa della forte attrazione del brand sui clienti) e al contempo, di conoscere in breve tempo le preferenze sempre più mutevoli della clientela. Per quanto riguarda la

distribuzione delle vendite a livello geografico nel 2024 i mercati di sbocco principali sono stati: l'Europa per il 30%, le Americhe per il 28%, la Cina per il 12%, il Giappone per il 9%, il resto dell'Asia per il 14% e infine il resto del mondo per il 6% (Bain&Company, *Luxury in Transition: Securing Future Growth*, 2024).

L'insieme di queste variabili rappresenta un'importante barriera all'entrata per i brand emergenti che tentano di posizionarsi come nella fascia di brand di lusso; nonostante le maggiori difficoltà, essi hanno comunque la possibilità di coltivare una base fedele di clienti puntando sulle nicchie, facendo leva su valori come l'artigianalità, la sostenibilità, la rarità e lo stretto rapporto con il cliente.

2.1.2 Definizione di lusso

Il lusso è un concetto dinamico che riflette un insieme di valori, bisogni e codici culturali mutevoli, diversi per ogni epoca storica. Non si tratta di un fenomeno statico, legato solamente alla ricchezza materiale, bensì di un sistema simbolico in continua evoluzione e di conseguenza, di difficile definizione. Gli economisti stabiliscono che i prodotti di lusso sono beni il cui consumo aumenta in misura più che proporzionale rispetto all'aumento del reddito del consumatore; non solo, come spiega l'effetto Veblen, la loro domanda rimane pressoché invariata nei periodi di crisi economica in ragione della componente ostentativa che ne caratterizza il consumo. Come si può evincere da quest'ultima affermazione, sebbene l'economia fornisca delle leggi che permettono di comprendere e prevedere l'andamento della domanda di beni di lusso, sono le discipline sociali ad offrire una spiegazione in merito alle cause che spingono i consumatori a tenere un determinato comportamento. La definizione sociologica di un bene di lusso consiste in un oggetto o un'esperienza che possiede un valore simbolico capace di esprimere distinzione, prestigio e appartenenza a un determinato gruppo sociale, al di là del suo valore d'uso o del prezzo. Perciò, il bene di lusso è un costrutto culturale, più che economico; rappresenta un mezzo di comunicazione sociale che distingue e identifica. Nell'antichità e sino al medioevo, il lusso era segno di potere e gerarchia sociale, riservato solamente ai reali e alla nobiltà, ed era associato a valori di ricchezza, prestigio e sacralità; rappresentava perciò un simbolo di potere. Nell'età moderna, dal 1600 e il 1800 circa, il lusso diventa codificato ed istituzionalizzato, anche grazie alla nascita delle prime maison. In quest'epoca evoca raffinatezza, etichetta, esclusività e agio. Grazie alle guerre e alle rivoluzioni industriali, nella prima metà del '900 si assiste ad una graduale democratizzazione del lusso, che non

si riscontra più unicamente in eccellenza artigianale e materiali pregiati, bensì si esprime anche attraverso lo stile e il design. In questo periodo, i valori associati al lusso sono la modernità, l'eleganza e la distinzione. Con l'espansione del consumo di massa nasce un nuovo segmento del mercato di lusso: il lusso accessibile. I beni di lusso divengono sempre di più strumenti per esprimere sé stessi in quanto singoli, la propria identità, non più solo in relazione ad un determinato gruppo sociale (nonostante questa componente rimanga sempre molto marcata); divengono mezzi per poter esprimere il proprio successo e appagare il bisogno di sentirsi realizzati. Analizzando il pensiero e le opere di grandi sociologi, si nota come in questo frangente storico la retorica che circonda la percezione del lusso abbia subito un cambiamento profondo: sino alla fine dell'800 si parlava di lusso in qualità di consumo "vistoso", mentre nel saggio intitolato "La Distinction" (1979) Bourdieu afferma che *"il lusso riflette il capitale culturale e il gusto di classe, non si tratta solo di denaro, bensì è un modo di interpretare il mondo e affermare la propria identità sociale"*. Baudrillard, invece, descrive i beni di lusso come "segni" volti a comunicare con gli altri membri della società. Intorno agli anni 2000 il lusso diventa esperienziale, risponde al desiderio di esperienze significative, personalizzate e autentiche. I valori che gli vengono associati sono l'eccellenza, la superiorità estetica, la sostenibilità (opposta all'insostenibilità del fast e ultra-fast fashion), ma anche la visibilità e la legittimazione sociale. Un attributo che spesso fa riferimento ai beni di lusso è quello del "superfluo", che nell'opinione dell'autore di questo elaborato, non si addice particolarmente a questa categoria di prodotti. Questo perché i beni di lusso non si misurano in base alla loro funzione d'uso, bensì in base all'utilità psicologica e sociale che possono avere per l'individuo che ne fruisce. I beni di lusso nella nostra società sono tutt'altro che superflui; rispondono infatti a bisogni che nella piramide sviluppata da Maslow sono identificati come appartenenza, stima e autorealizzazione.

2.1.3 Attributi e piramide del lusso

L'Italia vanta una tradizione centenaria nella produzione artigianale di articoli personali di ogni genere, da capi di abbigliamento fatti a mano con materie prime eccellenti, ad accessori e calzature in pelle e ancora gioielli e molto altro, tanto da portare allo sviluppo di molti distretti dedicati solamente alla produzione di una specifica categoria di prodotto. Questi beni, spesso identificabili attraverso marchi di origine e di prestigio, incarnano valori quali l'autenticità, la cura del dettaglio e la maestria artigianale. Tuttavia, pur condividendo alcune caratteristiche tipiche dei beni di lusso, essi non possono essere

considerati di per sé come tali: i beni di lusso devono essere caratterizzati da una serie di attributi e quindi evocare valori e soddisfare bisogni analizzati pressappoco. In particolare, ogni prodotto o esperienza deve presentare una mescolanza dei seguenti attributi:

- reputazione del brand con il quale vengono identificati;
- riconoscibilità del design e dello stile;
- rarità, unicità ed esclusività;
- evocazione di un lifestyle di agio;
- associazione ad un paese d'origine che ha un'ottima reputazione come fonte di eccellenza in una determinata categoria di prodotto;
- qualità eccellente delle materie prime e delle lavorazioni -garantita lungo l'intera supply chain- e raffinatezza estetica;
- patrimonio di saperi artigianali tramandato: heritage;
- forte componente emotiva dell'acquisto derivante dalla narrazione fornita dalla maison e dalla stessa percezione di lusso che si è sviluppata nel corso dei secoli;
- prezzo elevato rispetto alle alternative premium.

Alla luce di quanto visto finora, perché un bene premium, come i prodotti artigianali realizzati dalle maestranze italiane, possa essere definito un bene di lusso è necessario un grande lavoro di story-telling, che innalzi i prodotti da semplici manufatti a simboli di status e mezzi attraverso i quali i consumatori sentono di poter esprimere la propria identità. È proprio in virtù della centralità del ruolo della narrazione evocativa che una delle voci di costo che pesa maggiormente sui bilanci delle maison del lusso è rappresentata dal marketing; ma anche la ragione per cui il brand rappresenta l'asset più prezioso che un'azienda può avere per distinguersi e fidelizzare la propria clientela.

Ad ogni modo, è necessario ricordare che esistono più "livelli" di lusso, che si contraddistinguono in base alla quantità e all'intensità degli attributi presentati dai prodotti e dalle maison che li realizzano. Gli studiosi hanno cercato di definire tali diversi livelli, sia a fine economico, dal momento che riflettono segmenti diversi del medesimo settore, che sociale, per comprendere il comportamento dei consumatori rispetto ai prodotti di lusso e l'impatto di questi ultimi sulla società. A tal fine, l'economista francese Allérès ha sviluppato la piramide del lusso, suddividendolo in 3 diverse macrocategorie:

- lusso accessibile: si trova alla base della piramide e comprende prodotti realizzati su larga scala e rivolti principalmente ai clienti aspirazionali, perciò venduti a

prezzi accessibili. Si tratta di prodotti offerti a prezzi “entry-level”, pensati appositamente per dare la possibilità ad un’ampia platea di consumatori di avvicinarsi all’esperienza emozionale dell’acquisto di lusso e stabilire un primo contatto con il brand e la sua community. Alcuni esempi di categorie in cui le maison realizzano prodotti accessibili sono la profumeria, la cosmetica e l’occhialeria; alcuni brand ritenuti di lusso accessibile sono rappresentati da Golden Goose, Max Mara e Coach. Questo genere di prodotti viene promosso tramite campagne pubblicitarie trasmesse su numerosi mezzi di comunicazione volti a raggiungere il maggior numero di clienti possibile.

- lusso intermedio: rappresentato da prodotti realizzati in serie ma in quantità inferiori rispetto ai precedenti e distribuiti tramite canali di vendita selettivi, realizzati con materiali di alta qualità e venduti a prezzi elevati; rientra in questa categoria il prêt-à-porter realizzato dalle maison. L’attributo dell’esclusività e di desiderabilità si fa sempre più forte; di frequente si tratta di prodotti meno promossi sui canali di comunicazione tradizionale, bensì presentati durante le fashion week e perciò, caratterizzati da un’elevata risonanza tra il pubblico. Rientrano in questa fascia le proposte principali di brand come Gucci, Valentino, Louis Vuitton e Tiffany, solo per nominarne alcuni.
- lusso inaccessibile: è composto da articoli custom made, collezioni di limited edition e capi altamente personalizzabili, distribuiti attraverso una rete altamente selettiva. I prezzi di questi prodotti sono elevatissimi e superano le migliaia di euro per il singolo bene. Questi prodotti proiettano il consumatore in una dimensione di rarità ed esclusività insuperabile, offrendo la concretizzazione di desideri riservati ad una cerchia ristretta. Proprio per questo il lusso inaccessibile rappresenta la punta della piramide. A questa classe si associano collezioni haute-couture e oggetti preziosi. Alcuni brand che vengono associati a questa fascia sono Hermès, Cartier, Chanel e Brunello Cucchinelli.

Queste fasce di lusso rappresentano contemporaneamente delle barriere tra i diversi segmenti del settore dei PLG, ad esempio perché le società che si posizionano come offerenti di prodotti di lusso accessibile non sono in grado di vendere prodotti con gli stessi attributi (e prezzo) delle società posizionate nelle fasce superiori; ma anche le opportunità di diversificazione che le società possono sfruttare per ampliare la propria offerta e raggiungere più consumatori.

2.2 L'evoluzione dei personal luxury goods: da haute couture sartoriale a prêt-à-porter per le masse

Ad ogni modo, il mondo della moda di lusso si è evoluto ed ha preso forma nelle decine di anni che lo hanno plasmato, conferendogli le caratteristiche che lo distinguono oggi: la presenza di grandi gruppi che operano a livello mondiale -caratterizzati da una proprietà diffusa, spesso rappresentata anche da attori finanziari- che, sovente, conducono sotto un'unica governance più maisons; l'impellente urgenza di ottenere un controllo crescente della supply chain (spesso frammentata e distribuita in tutto in più continenti); la misurazione del successo stilistico basata sul raggiungimento di determinati target economici e finanziari e il continuo susseguirsi di diversi designer a capo delle storiche griffe.

Le origini dell'alta moda moderna risalgono all'incirca a metà del XIX secolo, quando nel 1858 Charles Frederick Worth, oggi conosciuto come il primo couturier della storia, fondò la House of Worth a Parigi, introducendo un modello di atelier basato sulla produzione su misura, la maestria sartoriale e il rapporto di fiducia a servizio di clienti facoltosi appartenenti all'élite della società di quei tempi. Sino a quel momento solo le famiglie più abbienti potevano permettersi di avere una sarta al loro personale servizio, che realizzava a mano ciascun vestito in base alle esigenze dei loro committenti recandosi presso le loro magioni. Worth rivoluzionò il processo di realizzazione degli abiti e il modo in cui la moda stessa veniva vissuta; grazie a lui, da quel momento furono i clienti a recarsi presso gli atelier per poter prendere visione dei capi che i sarti, ora veri e propri designer, avevano pensato e realizzato per loro, capi che venivano indossati da modelle e che riportavano l'etichetta dell'atelier che li aveva realizzati. Così facendo, il marchio venne introdotto anche nella nascente industria della moda, come fattore di distinzione e di garanzia di qualità, savoir-faire artigianale e ricerca stilistica. Da allora, un numero sempre maggiore di sarti inaugurò il proprio atelier, realizzando una serie di modelli basici di capi di alta moda da mostrare alla propria clientela e personalizzare in un secondo momento sulla base delle loro richieste. Nel caso in cui un cliente desiderasse acquistare un modello in esclusiva, in modo da non dividerlo con nessun altro, era tenuto a versare un supplemento per l'esclusività. Nel 1868 venne istituito a Parigi il Sindacato della Sartoria, della Moda e dei Sarti, con lo scopo di tutelare gli interessi dell'haute couture. Nel 1945 fu rinominato come Federazione dell'Haute Couture e della Moda (FHCM); rappresenta l'istituzione incaricata dell'organizzazione della Paris Fashion Week, nonché della

supervisione delle norme e dei regolamenti relativi all'industria dell'alta moda francese. Tuttavia, il sistema di lusso su misura tipico dell'alta moda era destinato a scontrarsi con un modello produttivo radicalmente opposto: il prêt-à-porter. Le prime esperienze di produzione in serie emersero durante la guerra anglo-americana del 1812, per la creazione di divise militari. Successivamente, la diffusione di abiti in serie per i cittadini comuni avvenne in Europa, dove già nel 1885 Dewachter Frères vendeva capi in serie per uomini e bambini. Questo modello iniziò a competere con l'haute couture nonostante non offrisse la stessa eccellenza sartoriale e ricerca stilistica. Infatti, tali prodotti erano rivolti ad una nuova borghesia in ascesa, rappresentata da imprenditori, professionisti e classi medie urbanizzate, che aveva potere d'acquisto e desiderio di moda, ma che non si riconosceva nell'haute couture, percepita come emblema dell'élite aristocratica e di un sistema economico e sociale ormai in declino. Grazie alla democratizzazione dei consumi e allo sviluppo dell'industria tessile, il prêt-à-porter si diffuse rapidamente tra gli anni '50 e '70 dello scorso secolo. Inizialmente, i grandi protagonisti dell'haute couture si opposero a questa trasformazione, in quanto smantellava il concetto cardine secondo cui moda e stile dovessero essere valori elitari. Il primo couturier a rompere con questa tradizione fu Pierre Cardin che, nel 1959, presentò la prima collezione in serie, seguito da Yves Saint Laurent, che nel 1966 inaugurò Rive Gauche, la prima boutique di prêt-à-porter femminile aperta da un couturier.

Il prêt-à-porter permise di industrializzare il design e trasferire i codici di lusso in prodotti vendibili su più ampia scala, rendendo il "lifestyle del fashion" disponibile a fasce più ampie di consumatori. Per rimanere rilevante, anche l'alta moda ha iniziato ad omologarsi alla produzione in serie, ma ha traslato il concetto elitario nel prezzo dei prodotti, nonostante la quasi totale assenza di vera e propria esclusività. La couture sopravvive come simbolo di eccellenza e come strumento di storytelling del brand. Attualmente, non tutte le maison possono dirsi di realizzare capi di haute couture: infatti questo status può essere rivendicato solo nel caso in cui l'azienda presenti diversi requisiti, come realizzare capi su misura per singoli clienti e possedere un atelier a Parigi con almeno dieci dipendenti a tempo pieno. Inoltre, in base alle regole previste proprio dalla FHCM, i modelli devono essere realizzati a mano utilizzando tecniche tradizionali della couture e le collezioni devono essere presentate durante le settimane ufficiali della moda di Parigi (Blaazer, 2023).

Negli ultimi decenni, il lusso si è ulteriormente brandizzato: il marchio è diventato l'asset centrale, le maison hanno arricchito i propri portafogli prodotti introducendo diverse categorie di accessori e prodotti (come i profumi e la cosmetica) e si sono espanse geograficamente grazie al licensing, mentre l'industria è stata razionalizzata dai grandi conglomerati del lusso (Williams, 2022).

Fino a qualche decennio fa, le società brandizzate erano fondate e gestite da famiglie, che erano pienamente coinvolte nella gestione operativa e strategica delle attività. L'evoluzione delle mode, necessità di rimanere rilevanti e il desiderio di coprire una quota di mercato sempre maggiore hanno delineato i percorsi di crescita delle società operative nel settore dell'alta moda. Infatti, nonostante il prodotto di atelier avrebbe concesso loro di ottenere margini di profitto molto elevati, avrebbe probabilmente comportato una rilevanza confinata a nicchie ristrette di consumatori, precludendo il raggiungimento della quota di mercato odierna. Così, all'aumentare dei volumi prodotti e dei segmenti geografici serviti, le società hanno investito per costruire nuovi stabilimenti produttivi e distributivi, assumere personale, migliorare i processi ed innovare; hanno assunto strutture amministrative sempre più complesse e, talvolta, più rigide; in molti casi, hanno acquisito società lungo la supply chain per poter avere il controllo di nuove quote di mercato, competenze, tecnologie e network. Per poter ottenere tutto questo, il fabbisogno finanziario è aumentato notevolmente, rendendo necessaria l'individuazione di diverse strategie di finanziamento in base a durata, rischio operativo e finanziario, dimensione dei progetti previsti e agli obiettivi della proprietà stessa.

2.3 I player del settore e i trend strutturali emergenti

Ad oggi il settore dei PLG è caratterizzato da una forte pressione competitiva, dalla frammentazione e un'elevata concentrazione di mercato: i grandi player dispongono a proprio favore di barriere all'entrata che ostacolano l'evoluzione di brand challenger emergenti. Si tratta di un settore sviluppato a livello globale, che però affonda le proprie origini in Europa, basti pensare al fatto che molte maestranze artigianali sono fiorite in Europa: la lavorazione delle pelli e delle calzature si è sviluppata in Italia e Francia, la creazione di orologi in Svizzera e Germania, lo sviluppo dell'occhialeria e della gioielleria in Italia o della sartoria in Francia e Inghilterra. Il report di Deloitte 2022 relativo alle "global powers" del mercato di lusso fornisce un'informazione molto interessante in merito alla provenienza delle 100 società più grandi a livello di fatturato, e il peso di

ciascun paese sulle vendite di beni di lusso a livello globale: se da un lato troviamo 23 brand italiani che sono responsabili dell'8% delle vendite, dall'altro abbiamo 7 brand francesi responsabili del 32% delle vendite generate dalle "top 100". Inoltre, i dati raccolti in relazione a queste stesse società dimostrano come la dimensione media delle società italiane espressa in termini di ricavi è pari a circa 1,2 milioni di euro, mentre quella delle società francesi si attesta intorno ai 16 milioni di euro. Le restanti società "top 100" risiedono negli Stati Uniti, in Svizzera, in Cina, in India, in Inghilterra, in Giappone e in Spagna (Deloitte, 2023).

L'evoluzione delle società "brand owners", coloro che possiedono il marchio e rappresentano i leader della supply chain, ha comportato negli anni grandi cambiamenti a livello della struttura dell'intero settore. Quelle che dapprima erano società a conduzione familiare, hanno intrapreso un processo di riorganizzazione che ha dato luogo allo sviluppo di gruppi più o meno grandi composti da società brand owners e da terzisti, talvolta quotati sui mercati finanziari, o ancora, finanziati da player finanziari, in collaborazione con un'ampia platea di attori. Queste decisioni, pur radicate nella storia del settore, hanno creato le condizioni per dinamiche più recenti e complesse, in cui crescita, organizzazione e finanziamento si intrecciano strettamente. La finanza non agisce più soltanto come strumento di supporto alle operazioni, ma assume un ruolo strategico, diventando essenziale per definire le possibilità di sviluppo delle società, plasmando l'evoluzione contemporanea del mercato del PLG. Questi mutamenti hanno ridisegnato i confini dell'intera industria, portando alla coesistenza di diverse tipologie di operatori: accanto ai player tradizionali si sono affermati nuove figure, espressive di modelli di business inediti.

Di seguito si propone una distinzione tra le diverse categorie di player del settore.

Società brand owners

Società brand owners che concorrono come player indipendenti e che si impongono come power houses dell'haute couture. Si tratta di società che possono permettersi di perseguire una tale strategia perché contano su un patrimonio storico di savoir-faire e tradizione, che negli anni hanno saputo sfruttare per ampliare la propria base di clientela a livello globale. L'indipendenza, per questi player, è un fattore fondamentale per continuare a crescere e creare senza scendere a compromessi e, allo stesso tempo, focalizzando tutte le proprie risorse su un unico brand. Ciò non significa, invece, che

maison di questo genere non ricorrano alle acquisizioni per integrare player operanti all'interno della propria supply chain di riferimento, come produttori di filati, di determinate componenti di prodotto o specializzati in alcune lavorazioni particolari. Alcune maison che rientrano in questa categoria sono: Hermés, Chanel e Cucinelli. Il primo ha chiuso l'anno fiscale 2024 con un fatturato pari a 15,2 miliardi di euro, un EBITDA di circa 11 miliardi di euro, un ROS (EBIT/fatturato) pari al 40% del fatturato, che a valle di tutti i costi sostenuti dal gruppo si è tradotto in un risultato d'esercizio di pertinenza del gruppo pari a 4,6 miliardi di euro. Il gruppo, al tempo, aveva circa 25'000 dipendenti, situati per la metà in Francia (Hermés International SCA, 2024). Hermés è quotato con una capitalizzazione complessiva di 230 miliardi di euro⁷; il 66,99% delle azioni è detenuto da insider.⁸ Chanel nel 2024 ha registrato un fatturato di 17,3 miliardi di euro, con un EBITDA adjusted di 5,2 miliardi, un ROS pari al 24% e 3,150 miliardi di euro di risultato d'esercizio. Il gruppo contava ben 38'422 dipendenti (Chanel Limited, 2024). Chanel, inoltre, è una delle poche maison che si continua ad essere privata, di proprietà dei fratelli Wertheimer, nipoti dell'imprenditore francese che fu tra i principali soci di Coco Chanel⁹. Infine, Cucinelli, unico brand italiano di questi riportati come esempio, ha concluso l'esercizio 2024 con un fatturato pari a 1,3 miliardi di euro, un EBITDA di 367,5 milioni di euro, un ROS del 16,6% e un risultato d'esercizio di pertinenza del gruppo pari a 119,5 milioni di euro; il gruppo ha un organico pari a circa 3'000 persone (Brunello Cucinelli SPA, 2024). Cucinelli è quotato e la società è detenuta al 50.05%, mentre il restante 49,95% è rappresentato dal flottante¹⁰.

Grandi conglomerati del lusso

Grandi conglomerati del lusso: i principali conglomerati del lusso condividono una visione fondata sulla valorizzazione delle proprie maison attraverso modelli organizzativi integrati ma rispettosi dell'identità di ciascun brand. A distinguerli è la capacità di coniugare governance di lunga prospettiva – spesso caratterizzata da un forte imprinting familiare – con strutture industriali avanzate, che assicurano standard elevatissimi lungo l'intera catena del valore. La crescita è sostenuta sia dall'espansione organica delle Maison sia da piattaforme centralizzate che mettono a disposizione competenze trasversali,

⁷ La presente e le successive valutazioni si riferiscono al giorno 13 novembre 2025.

⁸ <https://finance.yahoo.com/quote/RMS.PA/holders/>

⁹ “Ma chi è Gérard Wertheimer, l'uomo più ricco della Svizzera?”, il Corriere del Ticino, 2024.

¹⁰ <https://investor.brunellocucinelli.com/it/azionisti/capitale-sociale>

favorendo sinergie, efficienza e tutela degli asset creativi. Il risultato è un modello unico capace di unire creatività, performance e visione culturale, mantenendo vivo il potere evocativo del lusso nel tempo. In alcuni casi, come LVMH, Kering e Prada, il gruppo è guidato da una holding operativa che si occupa non solo del coordinamento delle controllate ma che è anche coinvolta attivamente nelle attività produttive e commerciali delle società del gruppo. In altri casi, come Richemont, la società capogruppo è rappresentata da una holding finanziaria che si occupa della direzione e coordinamento, pianificazione strategica e finanziamento delle società partecipate. I conglomerati sono composti anche da società di terzisti collocate a monte e a valle della supply chain; il valore di queste acquisizioni viene massimizzato grazie allo sfruttamento dei prodotti e servizi realizzati dai terzisti a favore di più società del gruppo. Il gruppo LVMH è quotato e al momento l'equity ha un valore di mercato complessivo riconoscibile nella capitalizzazione pari a 316,34 miliardi di euro¹¹; l'azionista di maggioranza è rappresentato da Bernard Arnault, alla guida del gruppo dal 1989. Nel 2024 ha registrato un fatturato pari a circa 84,6 miliardi di euro, di cui il 71% derivante dai segmenti PLG; ha un EBITDA di circa 53 miliardi di euro, un ROS pari al 22% del fatturato e un risultato d'esercizio del gruppo pari a 12,550 miliardi di euro (LVMH Société Européenne, 2024). Il gruppo Kering è quotato e valutato a 39,31 miliardi di euro e il 42,34% del capitale sociale è detenuto dalla famiglia Pinault¹². Nel 2024 ha raggiunto un fatturato pari a 17,194 miliardi, un EBITDA di circa 12 miliardi di euro, un ROS del 14,9% e un risultato d'esercizio del gruppo pari a 1,432 miliardi di euro (Kering SA, 2024). Il gruppo Prada è quotato con una capitalizzazione pari a 120,16 miliardi di euro e il principale azionista è rappresentato dalla famiglia Prada, che detiene l'80 % del capitale sociale¹³. Ha concluso l'esercizio 2024 con un fatturato di 5,4 miliardi di euro, un EBITDA di circa 2,12 miliardi di euro, un ROS pari al 23,6% del fatturato e un risultato d'esercizio del gruppo pari a 839 milioni di euro (Prada SPA, 2024). Il gruppo Richemont è quotato e valutato a 126,68 miliardi di euro; di tutti i gruppi analizzati sinora rappresenta la società con la maggiore quantità di azioni emesse come flottante in borsa; infatti, l'azionista di riferimento è rappresentato dalla famiglia Rupert, che detiene "solo" l'1,737% del capitale sociale¹⁴. La società capogruppo chiude il bilancio

¹¹ <https://it.finance.yahoo.com/quote/MC.PA/key-statistics/>

¹² <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/KERING-437275/azienda/>

¹³ <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/PRADA-S-P-A-8235601/azienda/>

¹⁴ <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/COMPAGNIE-FINANCIERE-RICH-14354614/azienda-azionisti/>

consolidato il 31 marzo; nell'esercizio conclusosi il 31 marzo 2025 il gruppo ha raggiunto un fatturato di 21,4 miliardi di euro, un EBITDA di circa 6,425 miliardi di euro, un ROS pari al 20,9% del fatturato e un risultato d'esercizio del gruppo di 2,75 miliardi di euro (Compagnie Financière Richemont SA, 2025).

Terzisti indipendenti

Terzisti indipendenti rappresentati da contoterzisti specializzati (es. calzaturifici, pelletterie o laboratori orafi di nicchia) che restano indipendenti ma con forte potere contrattuale grazie al loro know how e al valore percepito del "made in". L'Italia in particolare è il primo produttore mondiale di alta moda, con il 29% dei fornitori dei gruppi europei e i due terzi dei player del lusso che scelgono il nostro paese per la produzione. Un trend strutturale che sta divenendo sempre più prominente nel settore è il consolidamento, fenomeno ritenuto di essenziale importanza in un settore dove il 79% delle aziende è rappresentato da micro, piccole e medie imprese. Tale fenomeno ha visto diversi player in qualità di società bidder- tra cui le maison di lusso, i private equity ed i terzisti stessi- con strategie focalizzate su tre principali aree: l'aggregazione dei produttori (specialmente nel lusso) della componente materie prime e di prodotti specifici (come le calzature) (Cassa Depositi e Prestiti, 2024).

Hub artigiani

Hub artigiani: come anticipato, si tratta di poli produttivi che aggregano aziende specializzate in diversi prodotti e lavorazioni, che insieme forniscono un'offerta verticale e completa, garantendo una produzione che unisce artigianalità, eccellenza e innovazione, creando contemporaneamente i presupposti per dotarsi di un maggior potere contrattuale e di maggiori tutele. Alcune di queste realtà hanno fondato delle accademie dei mestieri nelle quali formare gli artigiani del domani e tramandare il know how. Per fare alcuni esempi, il Gruppo Pattern è un gruppo di terzisti quotato con sede a Torino, attivo lungo tutti gli stadi up-stream della supply chain dell'alta moda e particolarmente specializzato nelle attività di R&D e di prototipazione. Gli azionisti di riferimento del gruppo sono i soci fondatori, Botto e Martorella, e oltre agli investitori retail, tra gli altri azionisti sono presenti due fondi di private equity. Il Gruppo, nato ufficialmente nel 2019, ha concluso l'esercizio 2024 con un fatturato di circa 126 milioni di euro, a fronte di un EBITDA di 13 milioni di euro, un ROS pari al 2,7% e di una perdita d'esercizio riferibile al gruppo di circa 1 milione di euro. Come stabilito dal bilancio consolidato, l'esercizio ha

risentito di alcune operazioni straordinarie per cui due società del gruppo hanno contribuito solo per una frazione d'esercizio; inoltre, il gruppo ha sofferto la contrazione dei volumi delle vendite e ha svalutato l'avviamento di società controllate (Gruppo Pattern SPA, 2024). Un altro esempio di questo tipo di player è rappresentato dal gruppo guidato da Holding Moda, anch'esso composto da più società afferenti alla supply chain up-stream della moda di lusso e con sede a Torino; a differenza del precedente, questo gruppo è completamente privato. Nell'esercizio 2024¹⁵ il gruppo ha raggiunto un fatturato di circa 268 milioni di euro, con un EBITDA di 17 milioni di euro, un margine operativo netto negativo di un milione di euro e una perdita d'esercizio di gruppo di circa 15 milioni. Il margine operativo negativo appare riconducibile alla fase di intenso sviluppo in cui il gruppo, costituito da meno di un decennio, è tuttora immerso. L'elevato livello dei costi operativi riflette verosimilmente la ricerca di un equilibrio ancora in divenire tra le diverse realtà già consolidate, mentre l'incidenza significativa degli oneri finanziari è attribuibile ai rilevanti finanziamenti necessari a sostenere la rapida traiettoria di crescita intrapresa (Holding Moda SRL, 2024).

Distributori

Distributori: nel panorama dei personal luxury goods, i distributori rappresentano un anello fondamentale tra brand e consumatore finale, pur mantenendo in genere un profilo meno visibile rispetto ad altri attori della filiera. Si possono distinguere distributori indipendenti e gruppi strutturati: i primi operano spesso su base regionale o nazionale, con portafogli selettivi e una profonda conoscenza dei mercati locali, svolgendo un ruolo critico nell'intercettare la domanda e garantire la presenza dei marchi in aree dove le maison non dispongono di strutture dirette. I gruppi distributivi, invece, adottano logiche più industrializzate e scalabili, aggregando diversi canali e insegne retail sotto un'unica governance; grazie alle loro dimensioni e capacità di investimento, riescono a presidiare mercati complessi, integrare attività omnicanale e supportare strategie di espansione dei brand. L'evoluzione del settore vede una crescente concentrazione, con acquisizioni e integrazioni che rafforzano il ruolo dei player più strutturati, come nel caso del gruppo Frasers. Frasers Group è il numero uno britannico nella distribuzione di articoli sportivi, premium e di lusso con più di 1500 punti vendita in tutto il mondo. Il gruppo è quotato e

¹⁵ Il bilancio consolidato 2024 non è ancora disponibile sul database AIDA; i dati sono perciò stati elaborati dal bilancio di sostenibilità redatto e pubblicato nel 2024 dal Gruppo, dove compare uno schema dedicato ai risultati economici.

l'azionista di maggioranza, nonché fondatore della catena di negozi dal quale si è sviluppato il gruppo stesso, è rappresentato da Michael Ashley, che detiene il 73% del capitale sociale¹⁶. Nell'esercizio conclusosi il 27 aprile 2025 il gruppo ha registrato un fatturato di 5,79 miliardi di euro, un EBITDA di circa 1,480 miliardi di euro, un ROS pari al 11.29 % del fatturato e un risultato d'esercizio di gruppo pari a 344 milioni di euro (Frasers Group PLC, 2024).

Player finanziari

Player finanziari: oggi molti player finanziari -come fondi di PE, venture capital e family office- stanno diventando operativi, partecipando attivamente alla governance e alla strategia delle società target. Infatti, i primi decenni di sviluppo di questi player erano caratterizzati da operazioni dove la fonte principale di creazione di valore era rappresentata dalla leva finanziaria: le società target venivano indebitate in modo molto pesante, per poter massimizzare i rendimenti nel breve e medio termine; inoltre, non erano insolite operazioni di asset stripping e ristrutturazioni troppo rischiose. La crisi finanziaria del 2008 e la crescente consapevolezza degli imprenditori impongono un nuovo modello, che punta a generare valore non soltanto finanziario ma anche operativo, avvalendosi di nuove competenze con le quali assistere le società target nel periodo di investimento.

Nel corso delle ricerche effettuate per sviluppare il presente elaborato è emerso che il sentiment degli analisti e dei diversi player relativamente al coinvolgimento di attori finanziari nel settore del fashion luxury è eterogeneo: da un lato si sostiene che i fondi siano ottimi alleati per fornire un insieme di risorse finanziarie e manageriali alle società target, per accrescere la disciplina finanziaria in un settore ad alto contenuto creativo e che siano operatori particolarmente interessati a tematiche quali la digitalizzazione e la corporate social responsibility. D'altro canto, c'è un filone che sostiene che i fondi non siano l'investitore ottimale per le società operanti nel settore della moda in quanto operano con dinamiche fondamentali diverse: la Dottoressa Citterio, group general counsel di Trussardi, sottolinea quest'incoerenza dei modelli di business, ricordando come il settore della moda si attivi 18 mesi prima del lancio della collezione, composta da beni voluttuari dove la reazione del pubblico non è certa, e può comportare il

¹⁶ <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/FRASERS-GROUP-PLC-9590226/azienda-azionisti/>

consolidamento come anche il declino di un brand¹⁷. Questo implica che ottenere i rendimenti tipici dei PE in 5/7 anni medi di investimento è molto difficile e che talvolta, i progetti realizzati nel perseguimento di tale fine mettono a rischio la solidità del brand, asset principale delle società di lusso. Proprio in merito a queste dinamiche, i fondi hanno trovato la strategia per “investire nel lusso, senza investirvi direttamente”, cioè investendo nelle società di terzi mettendosi a servizio delle grandi maison ma senza acquistarle. È quello che hanno fatto Permira (che in periodi dove il rischio moda era più contenuto aveva investito in Valentino, Hugo Boss e Proenza Schouler¹⁸), VAM Investments e il Fondo Italiano d’Investimento, investendo sin dalla fondazione nel Gruppo Florence. Si tratta di un polo produttivo integrato a servizio dei brand di lusso, dove i fondatori delle società target rimangono soci, continuando ad apportare e tutelare il know how del made in Italy. Nel 2024 il gruppo ha raggiunto un fatturato superiore a 605 milioni di euro, un EBITDA di circa 73 milioni di euro, un ROS inferiore al 2% del fatturato e una perdita netta di pertinenza del gruppo pari a 62 milioni di euro. La perdita è dovuta in gran parte ai costi di transazione sostenuti per concludere le operazioni straordinarie; all’ammortamento di attività immateriali tra cui “relazioni commerciali” e alla svalutazione dell’avviamento riferibili a società controllate; e infine, agli oneri finanziari maturati sui finanziamenti bancari (Gruppo Florence SPA, 2024). Un altro player con caratteristiche simili è MinervaHub, partecipato dal family office San Quirico e dal PE Xenon, operativo nel settore PLG e specializzato in finiture, materiali e processi all’avanguardia per accessori fashion high-end. Ha concluso il 2024 raggiungendo un fatturato di quasi 186 milioni di euro, con un EBITDA di 22,3 milioni di euro, un ROS pari al 3,11% del fatturato e un risultato d’esercizio del gruppo di 21 milioni di euro (MinervaHub SPA, 2024). Nonostante queste considerazioni, esistono comunque player finanziari che basano la propria strategia di investimento sulle società brand owner: ne è un esempio, italiano per altro, il PE Style Capital, specializzato nei settori lifestyle, fashion & luxury a sostegno dello sviluppo di medie imprese ad alto potenziale di crescita. Tra le società finanziate dal PE milanese figurano Golden Goose, Twinset, Damiani, Zimmermann e Luisa Via Roma¹⁹. Un altro

¹⁷ Moda e finanza: binomio vincente ma vanno accorciate le distanze:

<https://www.fashionmagazine.it/business/alla-roundtable-di-deloitte-e-white-moda-e-finanza-binomio-vincente-ma-vanno-accorciate-le-distanze-114312>

¹⁸ Why PE is still chasing fashion.

https://www.madeulookeyewearnews.com/single-post/2018/01/03/Why-Private-Equity-Is-Still-Chasing-Fashion?utm_source=chatgpt.com

¹⁹ https://www.stylecapital.it/style_capital_investimenti.php?lingua=2

fondo che ha investimenti in società brand owners di lusso, sebbene persegue una strategia di forte diversificazione, è il PE americano Carlyle. Quest'ultimo è l'attuale investitore di riferimento di Golden Goose, non che del brand premium di streetwear Supreme²⁰. Infine, un ultimo esempio è rappresentato dal fondo L Catterton, nato nel 2016 dalla fusione del fondo Catterton Usa, Groupe Arnault (family office degli Arnault) e LVMH. Il nuovo fondo, posseduto al 60% dai partner di L Catterton e per il restante 40% in joint venture tra Groupe Arnault e LVMH, ha investito in maison come Etro, Ganni, Tod's e Giuseppe Zanotti²¹.

Gruppi di brand management

Gruppi di brand management: si tratta di holding che acquistano società brand owners o talvolta solo le proprietà intellettuali registrate, allo scopo di massimizzare il valore del valore del marchio e, di conseguenza, il valore aziendale. È una figura ibrida, dato che non si tratta di player finanziari e nemmeno delle tradizionali holding operative: la loro strategia punta interamente sul marketing e comunicazione. Mentre le holding operative dei poli del lusso nascono e si evolvono come entità operative (per poi acquisire altri marchi ed integrare società lungo la supply chain), le holding dei gruppi di brand management nascono come società d'investimento, il cui scopo è quello di far crescere i marchi, anche tramite il licensing, le partnership, le sublicenze e gli accordi distributivi, ma non necessariamente integrando operativamente le diverse controllate. Inoltre, nonostante spesso i gruppi di brand management siano finanziati anche da PE, si distinguono da questi ultimi per le tempistiche di investimento, che tendenzialmente sono lungo termine. Alcuni esempi di gruppi di brand management sono rappresentati da Authentic Brands Group e Bluestar Alliance; queste ultime non sono quotate perciò i loro bilanci non sono pubblicamente disponibili. Ad ogni modo, per dare comunque un'idea delle dimensioni del business, si riporta come esempio l'operazione annunciata ad agosto 2024 da ABG: si tratta di una partnership strategica con Guess che porterà al delisting della società in un'operazione di valore complessivo pari a 1,4 miliardi di dollari che si concluderà nel 2026. ABG acquisirà il 51% degli asset della società rappresentati da proprietà intellettuale di Guess (comprendente nome, loghi e licenze globali), mentre la

²⁰ <https://www.carlyle.com/our-firm/global-private-equity/consumer-media-retail>

²¹ https://www.lcatterton.com/Investments.html#!/current/M:nag_major,R:Europe

famiglia Marciano e Alberini manterranno la gestione operativa e la restante quota dell'azienda²².

Player corollario

Player corollario: rappresentano un insieme eterogeneo di attori che, pur non operando direttamente nella produzione o nella gestione dei marchi del lusso, svolgono un ruolo sempre più strategico nel sostenere la trasformazione dell'intero settore. Si tratta di piattaforme digitali, fornitori tecnologici, startup specializzate in materiali innovativi e società orientate allo sviluppo di soluzioni ad alto contenuto tecnologico, spesso basate sull'intelligenza artificiale, sulla blockchain o su nuove tecniche di progettazione e modellazione. Questi operatori fungono da *enablers* per i brand e per i produttori, supportando l'evoluzione verso modelli più data-driven, sostenibili e orientati alla personalizzazione dell'esperienza del consumatore. Il loro contributo si manifesta lungo diverse direttrici: dalla digitalizzazione dei processi retail all'ottimizzazione delle operations, dalla tracciabilità della supply chain allo sviluppo di materiali bio-based o riciclati, fino alla creazione di soluzioni immersive e omnicanale. L'ingresso di tali player nell'ecosistema del lusso ha accelerato la convergenza tra fashion, tecnologia e sostenibilità, ampliando i confini tradizionali dell'industria e contribuendo a ridefinire i paradigmi competitivi del settore.

²²Guess diventa privata: operazione da 1,4 miliardi di dollari con Authentic Brands che acquisisce il 51% https://www.corriere.it/economia/life/moda/25_agosto_20/guess-diventa-privata-operazione-da-1-4-miliardi-di-dollari-con-authentic-brands-che-acquisisce-il-51-284c5ad3-75ea-4c79-9b97-d1b6c421dxlk.shtml

Margine EBITDA vs CAGR Dimensione bolle = fatturato

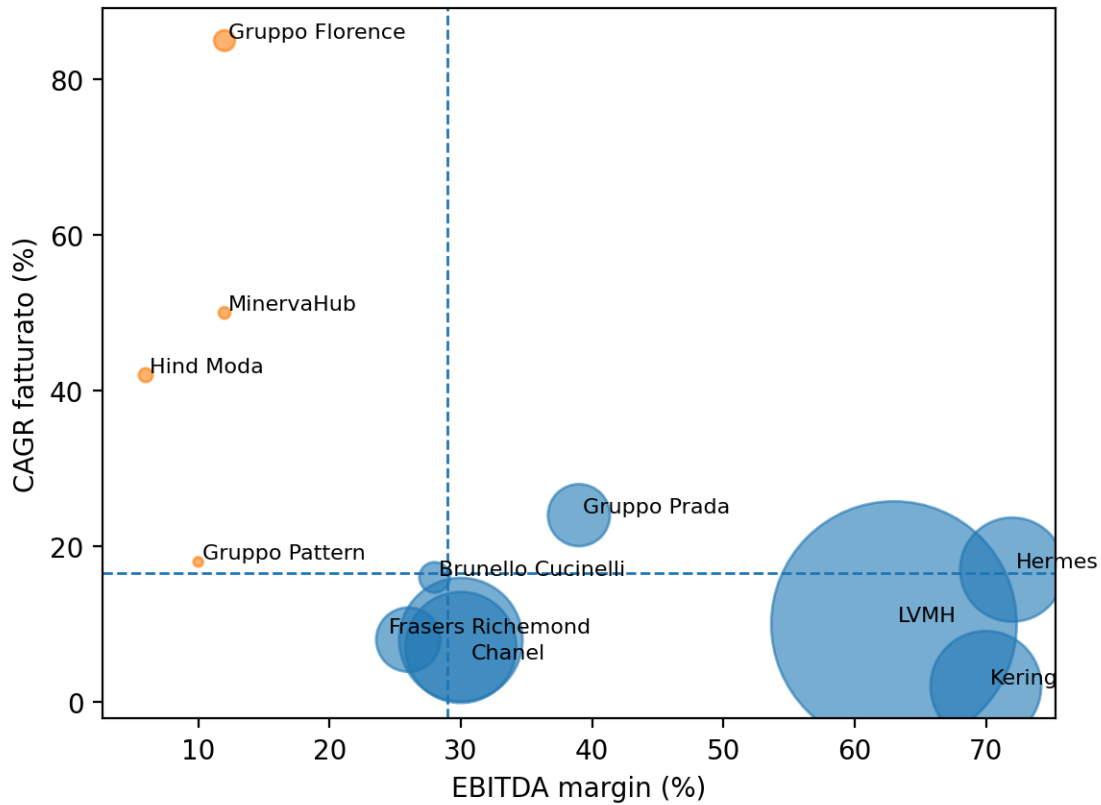


Grafico 4: grafico a bolle dei player di settore analizzati nel precedente paragrafo (elaborazione autonoma).

2.4 Andamento economico dei diversi segmenti del fashion luxury dal 2018 al 2023

Global personal luxury goods market, by category (€ billions)

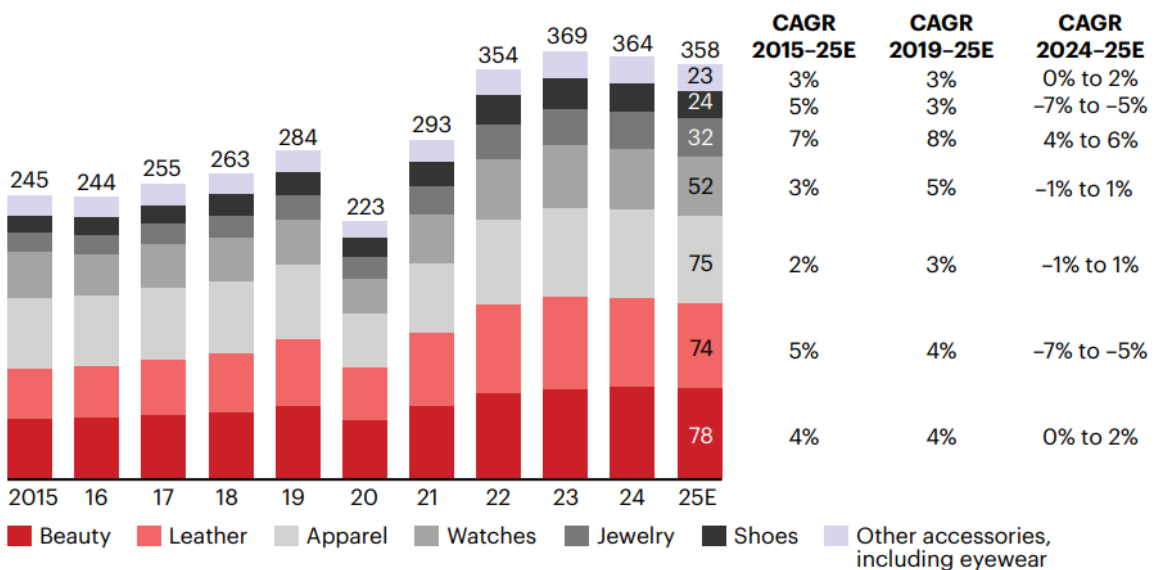


Grafico 5: distribuzione del fatturato del settore PLG in base ai diversi segmenti merceologici (fonte: Bain&Company 2025).

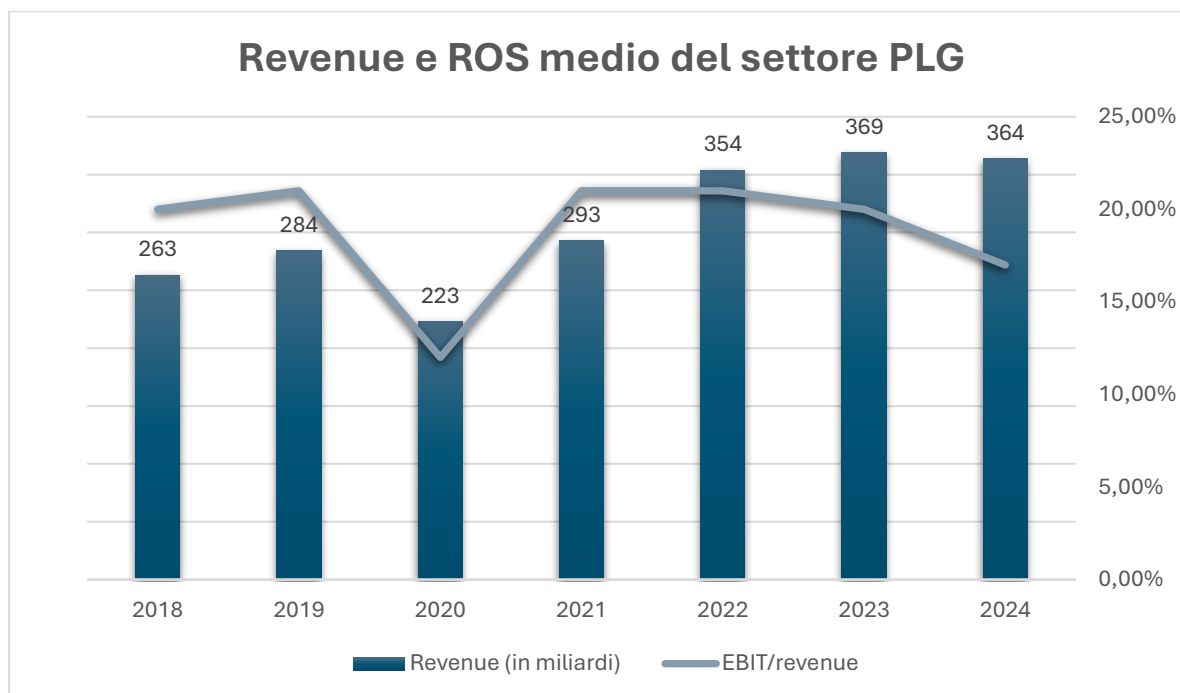


Grafico 6: andamento del fatturato e della redditività sulle vendite media (ROS o EBIT margin) del settore PLG (elaborazione autonoma).

Tra il 2018 e il 2023, il mercato dei *Personal Luxury Goods* (PLG) ha mostrato una sorprendente resilienza, passando da 263 a 369 miliardi di euro nonostante fasi di forte discontinuità. Un'evoluzione che racconta non solo la capacità strutturale del settore di adattarsi, ma anche l'alternarsi di cicli macroeconomici, geografici e strategici profondamente diversi.

Nel 2018, il comparto ha consolidato quella che gli analisti definivano l'era del "new normal" (Bain & Company, 2018). Il mercato ha raggiunto i 263 miliardi di euro, in crescita del 6% a tassi costanti, con una redditività sulle vendite (ROS=EBIT/ricavi) del 20%, leggermente superiore rispetto all'anno precedente. Il motore principale di questa espansione è stato la domanda cinese, che rappresentava già un terzo della spesa mondiale. Mentre la Cina continentale cresceva del 18%, l'Europa rallentava sotto il peso di un euro forte e le Americhe beneficiavano di un contesto economico favorevole, crescendo del 5%. In questo scenario, la digitalizzazione ha iniziato a trasformare la struttura distributiva: le vendite online sono aumentate del 22%, spingendo i brand a ridefinire i negozi fisici come luoghi esperienziali. Tra le categorie, scarpe e gioielli hanno

guidato la crescita, mentre l'abbigliamento – in particolare quello maschile – mostrava segni di debolezza.

L'anno successivo, il 2019, ha segnato l'apice del ciclo pre-pandemico, con un mercato da 284 miliardi di euro (+4% a tassi costanti) (Bain & Company, 2019). La Cina si è confermata il motore quasi esclusivo della crescita, contribuendo per il 90% all'espansione globale e arrivando al 35% della spesa mondiale. Europa e Americhe, al contrario, hanno mostrato dinamiche stagnanti, un contesto in cui anche la performance aziendale più modesta poteva risultare in linea con le condizioni macro. L'online ha continuato la sua ascesa (+22%), raggiungendo il 12% del totale, e i siti monomarca hanno iniziato a prevalere sugli e-tailer. Scarpe e gioielli hanno nuovamente brillato, mentre gli orologi hanno perso slancio, segnando un calo del 2%.

Il 2020 ha rappresentato una cesura storica. Con l'irrompere della pandemia, il mercato ha registrato la contrazione più profonda di sempre, scendendo del 23% a 223 miliardi di euro. La redditività sulle vendite è crollata dal 21% al 12%, riflettendo l'impatto devastante sui volumi e sulla gestione operativa. La Cina è stata l'unica area in controtendenza, crescendo del 45% e fungendo da ancora di salvezza per un settore altrimenti in apnea. L'Europa e le Americhe, invece, hanno registrato rispettivamente – 36% e –27%, in un contesto in cui l'assenza di turismo ha reso l'80–85% degli acquisti strettamente locali. Parallelamente, l'e-commerce ha vissuto un'accelerazione epocale, raddoppiando la propria quota di mercato al 23% e imponendo nuovi investimenti in omnicanalità. Sebbene tutte le categorie siano scese, scarpe (grazie alle sneakers) e gioielli hanno mostrato una resilienza superiore rispetto a orologi e abbigliamento formale.

Nel 2021, il settore ha messo a segno una spettacolare ripresa a V, tornando ai livelli pre-pandemia con un valore di 293 miliardi di euro (+29%) (Bain & Company, 2021). I margini (ROS) sono risaliti al 21%, segnalando un ritorno alla redditività strutturale. La crescita è stata trainata da un "doppio motore" formato da Americhe e Cina continentale, che insieme rappresentavano oltre la metà del mercato globale, mentre Europa e Giappone restavano in fase di recupero. Il retail diretto ha continuato ad espandersi, sfiorando il sorpasso del canale wholesale, mentre l'online ha mantenuto un ritmo sostenuto (+27%), spinto soprattutto dalle piattaforme dei brand. Le categorie più dinamiche – scarpe, accessori e gioielli – hanno superato i livelli del 2019, riflettendo una combinazione di informalità e ricerca di beni d'investimento.

Il 2022 ha consolidato la crescita, spingendo il mercato a 354 miliardi di euro (+22%), con il 95% dei brand in aumento (Bain & Company, 2022). Tuttavia, dopo il rimbalzo eccezionale del 2021, la redditività sulle vendite ha subito una lieve contrazione, penalizzata dall'inflazione e dai costi operativi in crescita. Per la prima volta dopo anni, il baricentro della crescita si è spostato verso Occidente: Stati Uniti ed Europa hanno trainato l'espansione grazie alla forte domanda locale e al ritorno del turismo internazionale, mentre la Cina, ancora frenata dalle restrizioni, ha agito da contrappeso. Il bacino globale dei consumatori ha raggiunto i 400 milioni, con una concentrazione sempre maggiore nei top spender, ormai responsabili di circa il 40% del valore complessivo. Il retail fisico ha riconquistato centralità, mentre l'online ha iniziato a normalizzare la propria crescita. Tutte le categorie hanno superato i livelli pre-Covid, con hard luxury, pelletteria e abbigliamento in testa: in particolare, il rincaro dei prezzi ha rappresentato il principale driver dell'espansione della pelletteria tra il 2019 e il 2022.

Nel 2023, la crescita si è affievolita, segnando una fase di decelerazione e di ritorno alla normalità. Il mercato ha toccato i 369 miliardi di euro (+4% a tassi correnti), ma solo due terzi dei brand hanno continuato a crescere, contro il 95% dell'anno precedente (Bain&Company, Long Live Luxury: Converge to Expand through Turbulence, 2023). La redditività sulle vendite si è stabilizzata al 20%, segnalando una maggiore selettività nella performance aziendale. L'Europa ha riconquistato la leadership, sostenuta dal turismo post-pandemico, mentre le Americhe hanno subito un calo dell'8%, complice l'incertezza della fascia aspirazionale e lo spostamento della spesa dei top customer verso altri mercati. La Cina ha continuato a crescere, ma con ritmi più contenuti per effetto delle nuove tensioni macroeconomiche. Per la prima volta nella storia del settore, il retail diretto ha superato il wholesale, raggiungendo il 52% del mercato, mentre l'online ha perso leggermente quota (intorno al 20%), a favore del ritorno all'esperienza in boutique. I volumi complessivi sono scesi per la prima volta in un decennio, a fronte di una crescita trainata quasi interamente dagli aumenti di prezzo. Gioielli e abbigliamento hanno mostrato la migliore performance, mentre pelletteria e calzature hanno rallentato.

Global personal luxury goods market, by region (€ billions)

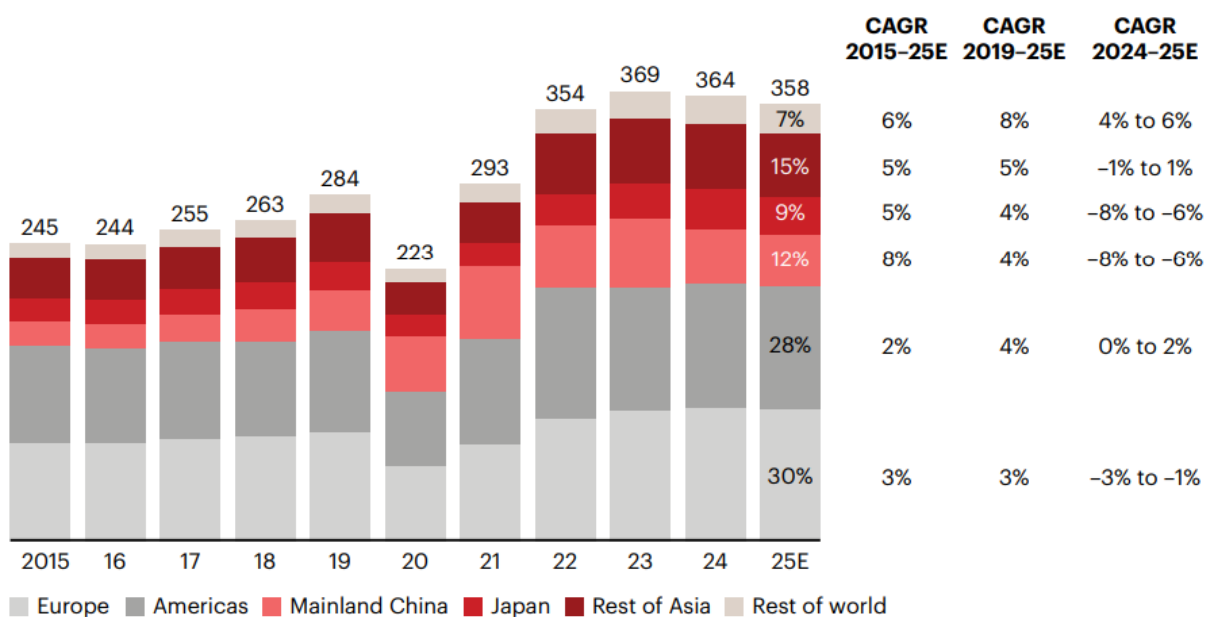


Grafico 7: distribuzione del fatturato del settore PLG in base ai diversi mercati geografici (fonte: Bain&Company 2025).

2.5 Le turbolenze del settore dei PLG

A seguito del biennio '21-'22 di crescita straordinaria post-Covid e della fase di normalizzazione avvenuta nel 2023, nel 2024 il settore dei PLG ha subito un rallentamento generale accompagnato dalla contrazione della clientela (da 400 a 350 milioni di consumatori). In particolare, tra il 2018 e il 2023 il settore ha performato ad un tasso di crescita medio composto del fatturato pari al 6%, mentre tra il 2023 e il 2024 il fatturato è diminuito del 2%, assestandosi ad un valore globale di € 364 miliardi. La redditività delle vendite, invece, è scesa dal 20% al 17%. Molti analisti attribuiscono la contrazione della base clienti alla strategia di pricing implementata dalle maisons, caratterizzata da prezzi aumentati, e rivolta principalmente ad una clientela alto-spendente, poco o per nulla sensibile ai cambiamenti macroeconomici. Secondo HSBC (Hongkong and Shanghai Banking Corporation), i prezzi delle case di moda più note sono aumentati del 54% dal 2019; questa strategia è stata profittevole per molto tempo, con l'80% di crescita del mercato, tra il 2019 e il 2023, risultante dall'incremento dei prezzi e solo il 20% della crescita di mercato attribuibile ad un effettivo aumento dei volumi venduti. Un altro dato estremamente interessante, che rappresenta una conseguenza diretta della strategia di up-pricing messa in atto dalle maison, è il peso dei clienti

aspirazionali²³ sul fatturato complessivo del settore. Infatti, se 15 anni fa questi ultimi rappresentavano circa il 75% del mercato, oggi sono scesi al 45%; il 35% di loro dichiara, inoltre, di aver ridotto la spesa in beni di lusso negli ultimi 18 mesi. Al contrario l'andamento della domanda dei clienti "top-tier"²⁴ è arrivata a rappresentare il 45% del fatturato complessivo del settore dei PLG nel 2024, pur rappresentando poco più del 2% della clientela totale (Bain&Company, *Luxury in Transition: Securing Future Growth*, 2024).

Share of personal luxury goods spending attributable to top customers

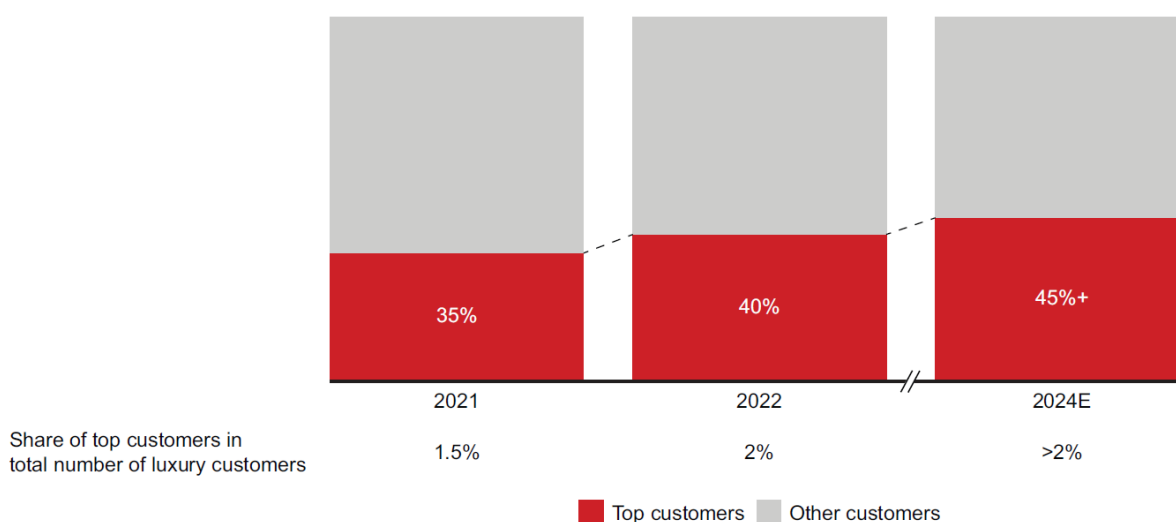


Grafico 8: peso delle macro-fasce di clientela sul fatturato complessivo del settore PLG; peso dei clienti top-tier sulla composizione complessiva della clientela (fonte: Bain&Company 2024).

All'interno di questa categoria possiamo però distinguere un sotto-insieme molto impattante, quello dei VICs (Very Important Clients)²⁵: rappresenta lo 0,1% della clientela complessiva ma è responsabile del 23% del fatturato del settore dei PLG nel 2024 (BCG; Altgamma Fondazione, 2025). La decelerazione del settore è dovuta ad una serie di fattori: in parte, si tratta di una contrazione fisiologica, dopo il periodo di boom della domanda post-Covid; in parte alla flessione della domanda di PLG derivante da importanti mercati geografici: quello cinese, dove le modalità di gestione dell'emergenza Covid hanno ridotto la produzione industriale e ostacolato fortemente le funzionalità della supply

²³ I clienti aspirazionali sono rappresentati da coloro che spendono meno di 5'000 € l'anno in beni e servizi di lusso.

²⁴ I clienti top-tier sono rappresentati da coloro che spendono più di 5'000 € l'anno in beni e servizi di lusso.

²⁵ I VICs (Very Important Clients) sono rappresentati da coloro che spendono più di 50'000 € l'anno in beni e servizi di lusso.

chain globale, comportando un aumento della disoccupazione e la crisi del mercato immobiliare; e quello russo, a causa delle restrizioni all'importazione di determinati beni (tra cui gli articoli di lusso) imposte da Europa, USA e Regno Unito a seguito dello scoppio del conflitto russo-ucraino. Il lusso sta vivendo un periodo di rinnovamento anche nei mercati geografici occidentali: tra i consumatori più giovani, come Gen Z e Millennials, si sta diffondendo un senso di insoddisfazione nei confronti dell'offerta di lusso legato alla percezione di una crescente decorrelazione tra il prezzo dei prodotti e il loro valore intrinseco; questo sentiment è amplificato dalla maggiore sensibilità al prezzo di queste fasce demografiche, che sono state particolarmente colpite dal caro vita. Mentre tra i silver spenders²⁶ cresce il distacco dal brand, a causa della percezione di limitate personalizzazione, gamma di prodotti ed esclusività.

Tra gli altri fattori che hanno creato turbolenze nel settore emergono le sfide operative, che costringeranno i brand a concentrarsi sull'eccellenza e sulla resilienza della catena di approvvigionamento, investendo strategicamente nelle tecnologie emergenti. Tra il 2020 e il 2024, le supply chain hanno subito una diminuzione dei volumi del 20-25%, spingendo i brand a ridurre i livelli di stock per liberare liquidità. Altre sfide operative includono la scarsità di capacità produttiva, regolamentazioni ambientali, sociali e di governance (ESG) più severe, una crescente complessità tecnologica e una maggiore volatilità del mercato. Nonostante le diverse complessità, che hanno costretto i player a modificare le proprie strategie di business, il settore ha mantenuto una buona marginalità, con un margine operativo medio pari al 15%.

2.5.2 Finestra sul 2024

Di seguito si riporta una breve presentazione dell'andamento del settore dei PLG analizzato in base ai mercati geografici e ai segmenti merceologici.

Asia-Pacifico

Il Giappone ha mantenuto il primato a livello globale nella crescita delle vendite di beni di lusso, grazie a tassi di cambio favorevoli e all'aumento della spesa dei turisti durante la prima metà del 2024. Al contrario, la Cina continentale ha registrato un forte rallentamento, con performance in peggioramento nel corso dell'anno, a causa della

²⁶ Con il termine "silver spenders" si indica la fascia demografica di coloro che superano i cinquant'anni.

diminuzione della spesa interna derivante da una fiducia dei consumatori debole e dalla fuoriuscita di turisti cinesi verso aree limitrofe e l'Europa.

EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa)

Le vendite in Europa sono aumentate, sebbene su un trend di normalizzazione con crescita trimestrale decrescente. La domanda è stata sostenuta dal turismo internazionale, in particolare nelle città di primo livello e nelle località turistiche del sud Europa. Il Regno Unito e il nord Europa hanno registrato maggiori pressioni, con flussi limitati di turisti del lusso e una domanda interna più debole. La situazione nel Medio Oriente è stata variegata: i mercati più maturi, come gli Emirati Arabi Uniti, hanno mantenuto una crescita robusta, mentre altre aree hanno sperimentato una normalizzazione della domanda.

Americhe

Le Americhe hanno mostrato segnali positivi, con una traiettoria trimestrale in aumento, nonostante la fiducia dei consumatori fluttuante e un calo del traffico nei principali centri urbani degli Stati Uniti. Al di fuori degli USA, il Canada ha continuato a risentire della mancanza di turisti cinesi, mentre Messico e Brasile hanno registrato risultati più favorevoli.

Mercati emergenti

I mercati emergenti rappresentano nuove opportunità di crescita, inclusi America Latina, India, Sud-est asiatico e Africa, che nel loro complesso dovrebbero aggiungere oltre 50 milioni di consumatori di lusso appartenenti alla fascia upper-middle-class entro il 2030.

Per quanto riguarda la distinzione sulla *base merceologica*, nel 2024 i settori beauty e eyewear hanno guidato la crescita dei beni di lusso, con incrementi tra il 3% e il 5%, sostenuti dalla ricerca di piccoli piaceri da parte dei consumatori e da un'ondata di creatività dei designer. Le fragranze di nicchia e brand locali più accessibili hanno performato positivamente, soprattutto tra i giovani. Nel segmento accessori, la pelletteria ha registrato un calo del 3%-5%, con i piccoli articoli in pelle in crescita tra i consumatori della Generazione Z grazie alla personalizzazione. Le calzature e l'orologeria hanno incontrato sfide significative, con cali rispettivamente del 5%-7% e del 5%-7%, a causa di aumento dei prezzi, trading down e cambiamento delle preferenze verso prodotti sportivi

o design innovativi. L'abbigliamento ha subito una lieve contrazione (-2%), con il ready-to-wear resiliente grazie agli articoli top-price e ai design sobri.

La gioielleria si è confermata il segmento più resiliente, con una crescita dello 0%-2%, trainata da strategie di brand differenziate e dall'alta gioielleria, che ha sovraperformato le fasce più accessibili. Complessivamente, i trend evidenziano una crescente attenzione alla creatività, alla personalizzazione e alla connessione diretta con i clienti, oltre a una progressiva influenza della tecnologia nei settori beauty e eyewear.

Gli analisti prevedono un tasso di crescita stimato per il 2025 compreso tra lo 0% e il 4%; questa previsione presuppone una crescita sostenuta nei mercati occidentali e in Medio Oriente, una graduale ripresa della Cina, che dovrebbe accelerare nella seconda metà dell'anno, e condizioni di normalizzazione in Giappone. Questo scenario è stato confermato dal report sui risultati del terzo trimestre pubblicato il 14 Ottobre da LVMH, secondo il quale il mercato asiatico ha mostrato un miglioramento marcato rispetto all'anno precedente, ad eccezione del Giappone, che ha registrato un calo delle vendite rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente (quando queste erano favorite dal turismo e dalla debolezza dello yen).

A medio termine, si prevede che i fondamentali di mercato rimangano solidi, portando a una crescita annua compresa tra il 4% e il 6% fino al 2030, con un valore complessivo stimato tra 460 e 500 miliardi di euro entro la fine del periodo.

2.6 Driver e trend strategici

Alla luce delle premesse relative ai diversi fattori di complessità che questo settore sta affrontando e dell'analisi dell'andamento economico dell'ultimo anno, si è proceduto ad individuare una serie di driver di cambiamento e dei conseguenti trend emersi in questi ultimi anni, che guidano la definizione delle strategie business e corporate delle grandi maisons (KPMG, 2025). Questo paragrafo ha lo scopo di riordinare e informazioni analizzate sinora, secondo una logica di causa-effetto, per comprendere quali sono le sfide a cui tutti i player sono chiamati a rispondere. Tuttavia, le modalità attraverso le quali si affrontano tali complessità possono variare anche in base alla traiettoria di medio e lungo termine fissata dalla governance e alle strategie sviluppate dal management. Proprio per questa ragione, lo studio di driver e trend strategici è fondamentale ai fini dell'elaborato perché rappresenta la base per comprendere, in fase di analisi comparativa dei case studies, se e in che misura le diverse tipologie di investitori abbiano saputo gestire questi

driver e cavalcare i trend, trasformandoli eventualmente in vantaggio competitivo (McKinsey&Company & Fashion, 2025). I trend strategici sono stati suddivisi in trend della domanda e dell'offerta: da un lato, i primi prendono forma dalle esigenze di diversa natura dei consumatori, i secondi, invece, cercano di adattarsi alle esigenze degli stakeholders rispettando però i fabbisogni e gli obiettivi economici delle società.

I trend della domanda

1. Trend stilistici rapidi e volatili

Dal punto di vista stilistico i consumatori desiderano novità e, nonostante questo bisogno abbia trovato terra fertile nella fascia di prodotti economici -dove i prezzi consentono di effettuare acquisti ad una frequenza molto elevata- anche le maisons del lusso sono chiamate a proporre collezioni che mantengano la coerenza con la loro identità e al contempo stimolino l'interesse dei consumatori. Inoltre, la rapidità con cui le novità devono essere introdotte è amplificata dai social media. In tale contesto competitivo, i creative directors svolgono il ruolo fondamentale di filtro del sentiment stilistico desiderato dal mercato e ti sintesi di quest'ultimo con lo stile, i valori e la storia che il prodotti del brand devono esprimere. Il direttore artistico moderno deve dunque vestire molti ruoli: ambasciatore del brand, comunicatore digitale, esperto di marketing, interprete dei dati e leader di team globali. Questa molteplicità di competenze aumenta lo stress e le aspettative, rendendo più fragile il rapporto con la proprietà se non vengono soddisfatti tutti i fronti. Di conseguenza, i cicli dei mandati si sono accorciati. L'effetto novità e la pressione del mercato portano spesso a sostituire il direttore se i risultati non arrivano rapidamente o se il brand perde visibilità. Spesso, inoltre, la decisione di cambiare leadership non è solo artistica, ma anche strategica a livello di gruppo: ottimizzazione delle risorse, ritorno sugli investimenti e generazione di buzz mediatico diventano fattori determinanti.

2. Trading down verso prodotti premium, resale e second hand

Il "trading down" rappresenta un comportamento d'acquisto che consiste nella sostituzione di prodotti (ed esperienze) e canali di vendita di lusso con prodotti venduti a prezzi inferiori, come i prodotti premium e gli stessi prodotti di lusso ma disponibili presso outlet e negozi del vintage. Questo cambiamento nel comportamento d'acquisto dei consumatori è legato a due dinamiche diverse tra loro, che colpiscono target di

domanda diversi; come anticipato nel paragrafo precedente, le generazioni di acquirenti più giovani rappresentano la fascia demografica più colpita dal generale aumento dei prezzi che si è abbattuto sull'economia mondiale negli ultimi tre anni, divenendo maggiormente sensibili e attenti all'allocazione delle proprie risorse. Le maggiori difficoltà che gli acquirenti devono affrontare ha portato loro a concentrarsi sulla soddisfazione di bisogni reali, concedendosi di tanto in tanto una piccola indulgenza e di conseguenza, ad avere una diversa percezione del valore. Il risultato della combinazione di questa dinamica con i continui aumenti dei prezzi dei prodotti di lusso consiste nel deterioramento della percezione della relazione tra prezzo e valore intrinseco dei prodotti. Così, il prodotto di lusso visto come simbolo di posizionamento sociale, viene acquistato presso negozi specializzati dell'usato che forniscono anche il servizio di certificazione dell'autenticità dei prodotti, oppure può essere sostituito da un modello poco diffuso distribuito da un outlet, o ancora può essere sostituito da un prodotto premium, dove il rapporto tra prezzo e valore è ritenuto più equilibrato. La seconda dinamica è rappresentata da una generale insoddisfazione dei bisogni di personalizzazione ed esclusività; il mercato del lusso è saturo, costellato da centinaia di brand che semestralmente introducono collezioni prêt-à-porter distribuite in tutto il mondo. Inoltre, i silver spenders privilegiano attributi come artigianalità e heritage del brand espressi tramite pezzi iconici e timeless; queste proprietà, però, sono poco allineate all'offerta principale delle maisons. Questo avviene perché tale offerta è rivolta soprattutto ad attrarre clientela giovane, che dispone di una customer lifetime più lunga rispetto ai silver spenders, ma che è anche attratta da trend volatili e appariscenza, in cui il logo e gli elementi visivi del brand assumono un ruolo centrale.

3. Spostamento della spesa dai prodotti alle esperienze luxury

Negli ultimi anni si è testimoni di un chiaro spostamento della spesa dei consumatori verso esperienze piuttosto che beni materiali. Questo cambiamento, accelerato dalla pandemia, riflette nuovi valori: i consumatori cercano momenti significativi e ricordi duraturi, esperienze che diano loro la possibilità di vivere realmente la comunità e non solo in modo digitale. Di conseguenza, cresce la domanda di esperienze legate a lifestyle, viaggi e eventi esclusivi, mentre il possesso di prodotti fisici perde parte del suo appeal tradizionale.

I trend dell'offerta

1. Strategia di UpPricing

La strategia di UpPricing venne implementata in modo graduale: durante l'emergenza Covid, le maisons hanno affrontato costi crescenti legati alla produzione e alla logistica, sostenendo al contempo un calo della domanda. Per proteggere la redditività, le società di moda aumentarono i prezzi, nel tentativo di compensare la diminuzione delle vendite con margini più elevati. Il repentino aumento della domanda registrato nel biennio successivo, alimentato dalla cosiddetta "revenge spending", comportò un ulteriore aumento dei prezzi di beni e servizi di lusso, tale era lo spread tra domanda e offerta. Com'è noto, questo andamento venne meno nel 2024, con il generale rallentamento della domanda e cambiamento dei comportamenti d'acquisto dei consumatori. La strategia di UpPricing esclude una parte dei consumatori aspirazionali e privilegiando la fascia di clientela top-end, senza però apportare modifiche significative ai prodotti, ma investendo in nuovi servizi per migliorare l'esperienza d'acquisto in alcune fasce di clientela.

2. Diversificazione del portafoglio prodotti

Come ampiamente affrontato in precedenza, la strategia di pricing ha colpito la fascia di clientela aspirazionale, di coloro che "vogliono ma non possono", e ha comportato uno shift del focus delle società dalla clientela giovane ai silver spenders. Sebbene l'elasticità della domanda vari nei diversi segmenti del mercato del lusso, in nessuno di questi è auspicabile un aumento o una diminuzione del prezzo. Piuttosto, è necessario individuare un giusto equilibrio tra prezzi e valore percepito. Una possibile soluzione è rappresentata dall'aumento della profondità di prezzo, cioè dall'ampliamento del range di prezzi tramite la diversificazione dell'offerta, introducendo linee di prodotti più accessibili, o "entry-level", alimentando così la "little treat" culture²⁷. Hermès, ad esempio, è entrato nel segmento beauty nel 2020; Louis Vuitton ha lanciato la propria linea di make-up, entrando a tutti gli effetti in un segmento di mercato in cui non era presente; contemporaneamente ha aumentato la proporzione di piccoli accessori di pelle presenti nelle collezioni tradizionali. Dal punto di vista di marketing, la diversificazione del portafoglio prodotti di brand di lusso verso segmenti di mercato correlati (come avviene per il beauty, la gioielleria e l'occhialeria ad esempio) è una mossa di successo perché fa leva sul brand

²⁷ Un rapporto di Bank of America ha rilevato che il 57% dei giovani nati tra la fine degli anni Novanta e i primi Duemila si concede almeno una volta a settimana un piccolo acquisto come forma di gratificazione personale. Secondo gli esperti di marketing, la treat culture non è solo una moda, ma un comportamento economico strutturale: la ricerca di micro-momenti di benessere in un'epoca di incertezza.

name e posiziona la società come punto di riferimento unico per diversi prodotti e servizi lifestyle. Da un punto di vista strategico, il 53% dei manager intervistati da KPMG (in occasione della redazione del report annuale sul settore PLG esercizio 2024) ha affermato che la diversificazione è una componente chiave per la crescita delle società; nonostante l'opinione generalmente positiva è evidente che è necessario valutare il caso specifico per poter comprendere se sia una mossa coerente con la strategia corporate aziendale (Des Rotours, Navalon, & Ropert, 2025). Infine, da un punto di vista operativo e finanziario la diversificazione è complessa e costosa e le società dispongono di diverse modalità per realizzarla: dall'acquisizione di aziende terziste specializzate, alle collaborazioni strategiche con aziende terziste, sino allo sviluppo interno delle risorse. Il 20 ottobre 2025 Kering ha annunciato un accordo con l'Oreal che prevede l'acquisizione da parte di quest'ultimo del marchio di alta profumeria Maison Creed, nonché la concessione a lungo termine delle licenze per i prodotti beauty e fragranze delle principali maison del gruppo Kering. L'operazione permetterà a Kering di concentrarsi sul suo core business -liberando peraltro liquidità che potrà essere utilizzata per ridurre l'attuale esposizione al debito- e di accelerare lo sviluppo delle linee beauty & perfumes grazie alle competenze di un leader globale quale l'Oreal.

3. Insorgenza di challenger brand

I challenger brand rappresentano brand emergenti, che hanno saputo cogliere le opportunità di mercato a tal punto da ostacolare (nel breve termine) la crescita di brand consolidati. Grazie alla malleabilità della brand image, che non è ancora stato codificato dai consumatori; all'agilità della propria struttura, che è più organizzata rispetto ad una start up ma nemmeno rigida quanto un colosso internazionale; e alla padronanza dei mezzi di comunicazione odierni queste giovani società hanno colto le esigenze della clientela, espresse anche sottoforma di mancanza percepita nell'offerta dei brand consolidati, e hanno creato delle comunità digitali basate sul continuo confronto tra designers/creators e clienti. Il settore dei PLG presenta delle barriere all'entrata importanti, che tendenzialmente scoraggiano i brand nascenti a mettersi in competizione diretta, ma piuttosto spingono loro in direzione di nicchie di mercato. In considerazione di questa premessa, è evidente che per avere successo nel settore, i challenger brands devono godere di un buon timing di entrata e sfruttare a pieno le debolezze dei brand consolidati. Questa combinazione di eventi non è sempre possibile, infatti in questi ultimi

anni si è assistito all'insorgenza di challenger brands limitata a determinati segmenti di mercato, in questo rappresentati dall'ambito sportswear & athleisure.

4. Implementazione pervasiva dell'intelligenza artificiale generativa

L'AI sta assumendo un ruolo sempre più importante nelle società, in qualità di strumento in grado di analizzare ed elaborare un'enorme quantità di dati in tempi molto brevi, permettendo all'essere umano di concentrarsi sulla soluzione di problemi di natura qualitativa. In particolare, al momento sta trovando applicazione in quattro ambiti specifici: nella customer experience, l'AI permette di offrire esperienze estremamente personalizzate, consigliando prodotti su misura per i gusti e le abitudini dei clienti, sia online che in boutique, grazie allo sviluppo di modelli comportamentali creati sulla base dei dati raccolti. Molti consumatori, infatti, affermano che spesso non portano a conclusione un acquisto online, nonostante abbiano effettuato la ricerca con lo scopo preciso di acquistare un nuovo prodotto, proprio a causa della grandissima quantità di alternativa e dell'inefficacia dei filtri volti a restringere l'offerta. Nell'ambito del marketing, l'AI può raccogliere ed elaborare dati per poter individuare nuovi trend emergenti, ma anche il target di mercato più indicato ed elaborare una strategia di pricing e comunicativa specializzata. È proprio di questo che si occupa Livetrend, una società parigina che sostiene le aziende nello sviluppo di collezioni best-seller tramite il potere dell'AI e degli algoritmi proprietari "spiders". L'AI rappresenta uno strumento prezioso anche nell'ambito dell'eccellenza operativa, supportando le aziende nell'ottimizzazione della gestione delle scorte, nella logistica e nella produzione, riducendo sprechi e tempi di consegna. Infine, anche se è ancora un tema delicato, l'AI può offrire un valido supporto ai processi creativi: alcuni strumenti di AI generativa permettono oggi ai designer di esplorare nuovi mondi visivi, creando migliaia di variazioni a partire da un semplice testo, rendendo più efficienti i processi di progettazione, generando prototipi virtuali e riducendo tempi e sprechi di materiali. Tuttavia, la creatività umana resta essenziale, poiché l'AI da sola non può inventare davvero qualcosa di nuovo. Le maison si fondano sull'artigianalità e su un sapere unico, dove mano e mente restano indispensabili, anche se oggi possono essere "potenziate" dalla tecnologia.

5. Rinnovamento della customer experience

Al fine di riequilibrare la percezione del rapporto prezzo-valore per attrarre nuovamente quella fascia di clientela insoddisfatta, le maisons puntano al miglioramento dell'esperienza d'acquisto online e in-store. Da un lato, come si è detto pressappoco, arriva in loro soccorso l'AI, dall'altro però, sono gli spazi e lo staff a dover evolvere: nascono così i saloni privati e le boutique rivolte specificamente ai clienti ultra-premium, o cosiddetti Very Important Clients (VICs), situati in località esclusive ed accessibili solo su appuntamento, pensati per massimizzare la customer loyalty e la desiderabilità del brand (BCG; Fondazione Altagamma, 2024). Tutto ciò che è legato all'hyper luxury, dai prodotti stessi alle boutique specializzate, espleta una funzione che va ben oltre la "mera" utilità economica, bensì funge da motore di ispirazione e attrazione verso l'eccellenza dei prodotti di lusso.

6. Rilocalizzazione dei mercati di sbocco

Negli ultimi anni si è osservata una graduale rilocalizzazione della forza vendita delle maisons con lo scopo di ridurre la volatilità commerciale e l'esposizione a rischi geopolitici. Come si è visto nei paragrafi precedenti, molte maisons hanno diminuito la propria dipendenza dalla Cina, rilocalizzando le risorse commerciali in paesi asiatici dove è prevista una crescita stabile, come Giappone e India. In secondo luogo, le regole del commercio internazionale sono in continua evoluzione: dazi, restrizioni all'export, pressioni politiche e regolamentazioni fiscali possono rendere operare in determinati paesi più rischioso o costoso.

7. Ottimizzazione della supply chain

Considerando la contrazione della domanda globale di PLG e della base di clientela, le crescenti restrizioni commerciali e tensioni geopolitiche, le maisons del lusso si trovano a fare i conti con la possibilità che i margini di profitto vengano erosi e che tale tendenza prosegua a tal punto da dover implementare una strategia di razionalizzazione delle risorse, con il rischio di danneggiare la qualità di prodotti e servizi e quindi inevitabilmente, il brand stesso. In questo contesto, le attività volte ad ottimizzare la supply chain sembrano essere risolutive sia in prospettiva di breve termine, per ottenere un risparmio economico, sia in prospettiva di lungo termine, per riconquistare la fiducia della clientela e affrontare i temi più controversi, come la produzione presso paesi con limitata tutela a favore dei lavoratori e l'impiego di materiali non rintracciabili e

potenzialmente, non sostenibili. In particolare, una delle attività sulle quali le società stanno investendo è il nearshoring dei fornitori verso la Turchia, l'Europa e il Sudamerica; questa strategia dovrebbe permettere di aver maggiore controllo sui fornitori e ridurre il lead time della merce, risolvendo così la problematica dei ritardi delle collezioni. In relazione a questo tema, il neoletto creative director di Gucci, Demna Gvasalia, ha presentato un nuovo modello di vendita delle collezioni presentate in passerella completamente disruptive nell'ambito del lusso: il cosiddetto "see now, buy now". Questa strategia richiede in primis supply chain flessibili ed estremamente efficienti, cambia le dinamiche wholesale-retail e riposiziona il potere nelle mani del consumatore finale. In secondo luogo, un'altra attività sulla quale le società si stanno concentrando è la razionalizzazione delle scorte legata alla crescente imprevedibilità della domanda, all'incertezza macroeconomica e al rischio di overstock, che si traduce in capitali immobilizzati e minore flessibilità finanziaria. Le conseguenze operative e finanziarie di questo approccio risultano significative: da un lato si riduce il rischio di invenduto e si migliora la gestione della liquidità; dall'altro emerge la necessità di potenziare la capacità di risposta rapida a picchi imprevisi di domanda e a trend emergenti, preservando al contempo l'efficienza della catena del valore.

Anche la sostenibilità, infine, rimarrà un importante driver di cambiamento. Nonostante i consumatori si siano dimostrati poco disponibili a pagare un premium price per prodotti eco-friendly, i governi proseguono con azioni politiche volte a limitare i danni ambientali e a creare un contesto legislativo che obbligherà le società del futuro a svolgere il proprio business nel pieno rispetto dell'ambiente e delle persone. Perciò non si tratta tanto di un trend della domanda o dell'offerta, quanto piuttosto di un trend governativo al quale le società devono adattarsi. Coloro che anticipano le normative in merito alla sostenibilità implementando azioni correttive nell'ottica del lungo termine, saranno ricompensate con operations più efficienti, un maggior vantaggio competitivo e, grazie alla trasparenza - attributo intrinseco delle politiche sostenibili - una clientela che ripone maggiore fiducia nel brand.

2.7 Le attività di M&A nel settore PLG negli ultimi anni

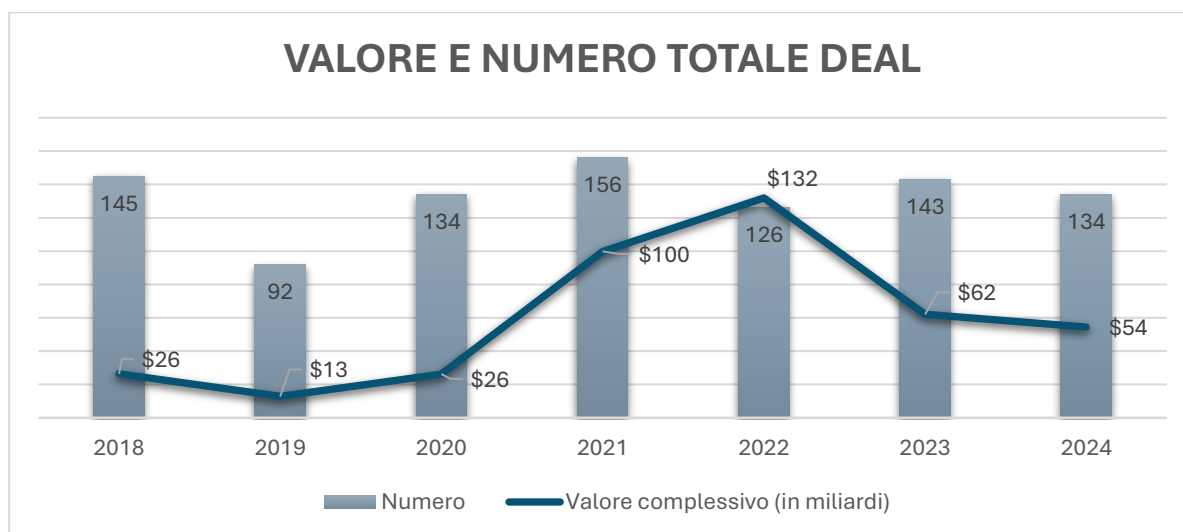


Grafico 9: valore complessivo e numero complessivo dei deal nel settore PLG (elaborazione autonoma).

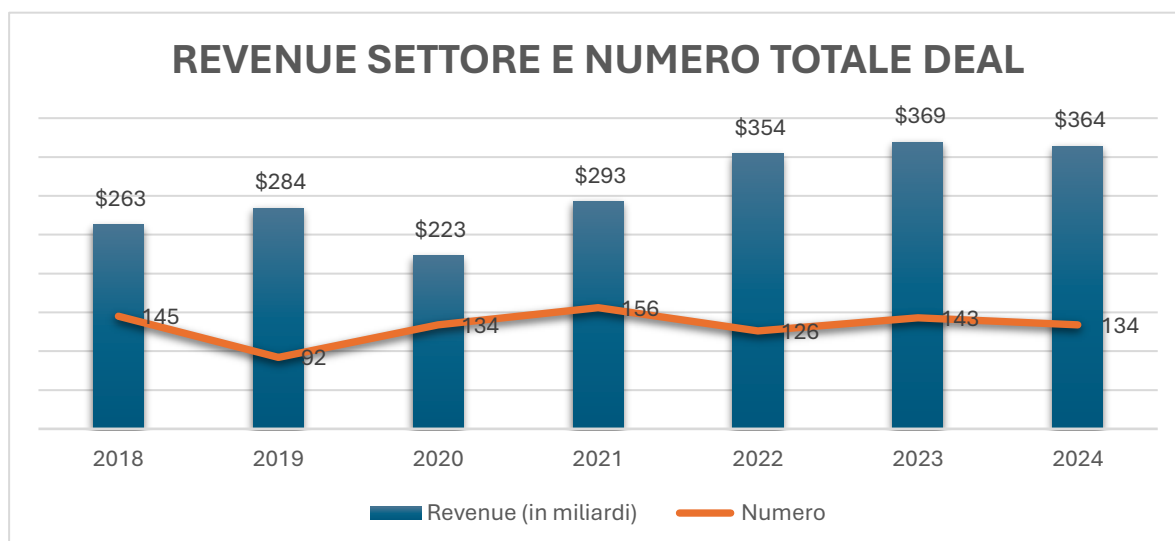


Grafico 10: fatturato complessivo del settore PLG e numero totale dei deal (elaborazione autonoma).

Nel periodo 2018–2025 l'attività di M&A nel settore dei *personal luxury goods* ha mostrato un'evoluzione significativa, riflettendo sia i cambiamenti strutturali dell'industria sia l'alternarsi delle condizioni macroeconomiche (Deloitte, 2019-2025). Dal punto di vista geografico, l'Europa si conferma stabilmente il principale polo di attrazione dei deal, sostenuta dal ruolo centrale dei grandi gruppi del lusso e dalla presenza di un tessuto diffuso di marchi storici e nicchie ad alto valore aggiunto. Il Nord America rappresenta il secondo mercato per numero di operazioni, con un andamento più ciclico e una maggiore esposizione a operazioni di tipo finanziario, mentre l'Asia-Pacifico, pur restando complessivamente meno rilevante in termini di volumi, ha progressivamente aumentato il proprio peso, soprattutto nei segmenti a più alto potenziale di crescita come profumeria,

cosmesi e, più recentemente, gioielleria. In questo contesto, Giappone e Medio Oriente rimangono mercati di nicchia, caratterizzati da un numero limitato di operazioni ma spesso con ticket medio elevato e una forte connotazione strategica.

L'analisi per segmento evidenzia una chiara predominanza dell'*apparel & accessories*, che lungo l'intero arco temporale concentra la quota maggiore dei deal, fungendo da principale driver dell'attività M&A del comparto. Tuttavia, tale segmento mostra una maggiore volatilità, con fasi di forte espansione alternate a periodi di rallentamento, in parte legati alla maturità di alcuni mercati e alla ciclicità dei consumi. Al contrario, *cosmetics & fragrances* emerge come il segmento più resiliente e strutturalmente attrattivo, soprattutto negli anni più recenti, grazie a dinamiche di crescita più stabili, a margini elevati e a una maggiore scalabilità dei modelli di business. Il segmento *watches & jewellery*, pur restando il meno numeroso in termini di operazioni, assume un ruolo sempre più rilevante in valore, con un progressivo spostamento verso deal selettivi e di dimensioni medio-grandi, spesso focalizzati su brand forti o su operazioni di consolidamento.

Dal lato degli acquirenti, il periodo analizzato evidenzia un'alternanza tra investitori strategici e finanziari. I primi hanno giocato un ruolo dominante nelle fasi di maggiore visibilità e solidità del mercato, privilegiando operazioni di consolidamento e di rafforzamento del portafoglio brand, con un focus marcato sull'acquisizione di quote di maggioranza o del controllo totale. Gli investitori finanziari, in particolare private equity e venture capital, hanno invece aumentato la propria presenza nelle fasi di maggiore incertezza, concentrandosi su target di dimensioni ridotte o medie e su operazioni orientate alla crescita, al rilancio o alla creazione di piattaforme. Nel complesso, la tipologia di operazione rimane prevalentemente caratterizzata da operazioni di majority stake, effettuate tramite buyout e consolidamenti; mentre le operazioni di minority stake, pur presenti, mantengono un ruolo marginale, a conferma della preferenza per modelli di governance che consentano un controllo diretto delle strategie industriali.

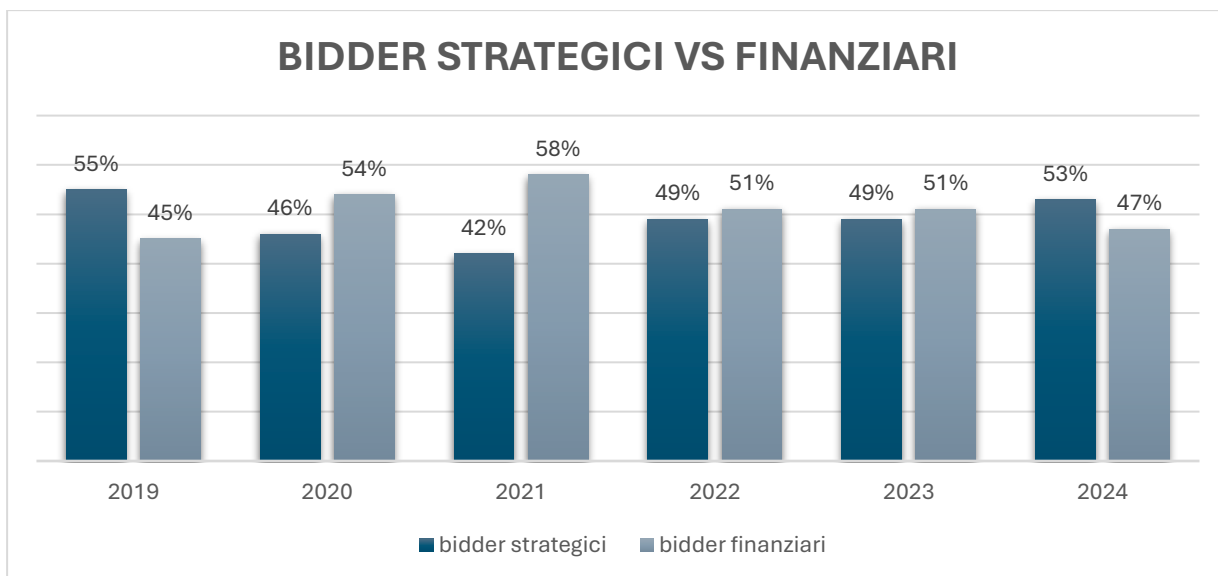


Grafico 11: composizione della tipologia di acquirenti nelle attività di M&A (elaborazione autonoma).

La dimensione delle società target rappresenta un ulteriore elemento distintivo dell'evoluzione del mercato. Per gran parte del periodo prevalgono operazioni su aziende di piccole dimensioni, coerentemente con la struttura frammentata del settore e con l'interesse verso brand emergenti o altamente specializzati. Tuttavia, a partire dal 2021 si osserva un progressivo aumento del peso delle target medio-grandi, accompagnato da un incremento del valore medio dei deal, soprattutto nei segmenti *cosmetics & fragrances* e *watches & jewellery*. Questo trend riflette una crescente propensione verso operazioni trasformative (dal punto di vista strutturale e dimensionale) e una maggiore selettività degli investitori.

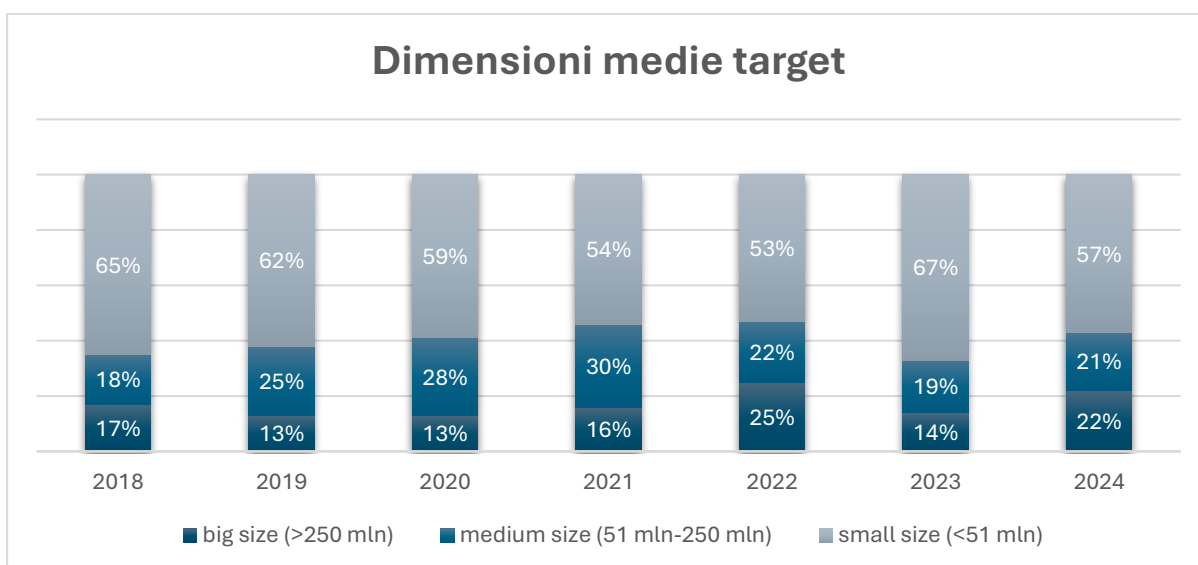


Grafico 12: dimensioni medie delle società target di acquisizioni (elaborazione autonoma).

Incrociando il fatturato del settore dei personal luxury goods e valore complessivo delle operazioni di M&A emerge una dinamica fortemente pro-ciclica del capitale investito nelle acquisizioni, ma non perfettamente allineata all'andamento del numero delle operazioni. Nel 2018–2019 il mercato mostra una crescita moderata, mentre il valore complessivo dei deal si riduce sensibilmente, suggerendo una fase di maggiore prudenza e di selettività da parte degli investitori. Nel 2020, nonostante la marcata contrazione del fatturato settoriale dovuta alla pandemia, il valore aggregato delle operazioni rimane stabile rispetto al 2018, segnalando come le fasi di crisi possano generare opportunità di acquisizione a valutazioni più contenute o favorire operazioni strategiche di consolidamento. Il biennio 2021–2022 rappresenta invece una fase di espansione eccezionale: alla ripresa a V del settore si accompagna un'impennata del valore dei deal, che raggiunge il picco nel 2022. In questa fase, l'abbondante liquidità, la solidità dei bilanci dei grandi gruppi e la forte visibilità della domanda alimentano operazioni di dimensione crescente e spesso trasformative. Nel 2023–2024, a fronte di una normalizzazione e successiva stabilizzazione del mercato, il valore complessivo delle operazioni si riduce significativamente, pur mantenendosi su livelli superiori rispetto al periodo pre-pandemico. Questo andamento riflette un contesto di maggiore incertezza macroeconomica, un costo del capitale più elevato e una crescente selettività degli investitori, orientati verso operazioni più mirate e strategiche.

In particolare, nel comparto Fashion & Luxury italiano è cresciuto in modo significativo l'interesse verso asset produttivi e commerciali riconducibili al *Made in Italy*, con un'attenzione crescente alla filiera industriale e manifatturiera. I principali gruppi del lusso, sia italiani sia internazionali, hanno infatti accelerato i processi di integrazione verticale, promuovendo l'acquisizione di fornitori e terzisti altamente specializzati. Tale dinamica ha interessato in modo particolare il settore tessile e, più in generale, le lavorazioni ad alto contenuto artigianale, favorendo un processo di consolidamento industriale della supply chain italiana e la nascita di gruppi strutturati di terzisti del lusso. Operazioni condotte in modo continuativo da player come Chanel, Prada, Ermenegildo Zegna, Brunello Cucinelli e Piacenza 1733 testimoniano questa tendenza, con acquisizioni mirate di laboratori specializzati nella lavorazione di pelli, cashmere e filati nobili, tessuti pregiati e metalli destinati sia alla gioielleria sia all'occhialeria. Parallelamente, altri operatori hanno privilegiato strategie di crescita dimensionale attraverso l'ampliamento del portafoglio marchi, come nel caso di Luxottica e Miroglio Group, che hanno perseguito

l'ingresso di brand iconici quali, rispettivamente, Supreme e Trussardi. Anche i fondi di private equity hanno progressivamente adattato il proprio approccio al settore: accanto agli investimenti tradizionali in singole aziende con elevate prospettive di crescita, si è rafforzato il ruolo dei fondi come promotori di operazioni di aggregazione dell'indotto, contribuendo al consolidamento delle filiere del lusso. In tale contesto, la creazione di veicoli dedicati agli investimenti nei segmenti più prestigiosi del *Made in Italy* evidenzia come l'attenzione verso target di dimensioni contenute ma strategicamente rilevanti sia diventata una leva strutturale delle strategie M&A nel settore (KPMG, 2024).

Infine, le strategie di exit evidenziano un chiaro orientamento verso la *trade sale* come canale privilegiato di disinvestimento, coerente con l'interesse dei grandi gruppi industriali ad assorbire asset già valorizzati dai fondi. Il *secondary buyout* assume un ruolo complementare, in particolare nelle fasi di mercato più incerte, mentre le IPO mostrano un andamento fortemente ciclico, concentrandosi negli anni di maggiore euforia dei mercati finanziari e riducendosi drasticamente nei periodi di maggiore volatilità.

Nel complesso, l'M&A nei personal luxury goods si configura come un mercato maturo ma ancora dinamico, in cui la combinazione di logiche industriali e finanziarie continua a ridefinire equilibri geografici, settoriali e strategici, nonostante le difficoltà congiunturali.

Conclusion

Nel periodo analizzato, il settore dei Personal Luxury Goods ha attraversato una sequenza di eventi straordinari e discontinuità macroeconomiche che ne hanno messo alla prova la solidità strutturale: tensioni geopolitiche, pandemia, interruzioni delle catene di approvvigionamento, rialzi dei tassi di interesse, inflazione e riduzione del potere d'acquisto delle fasce più sensibili al prezzo. Nonostante ciò, il comparto ha dimostrato una resilienza superiore rispetto a molti altri settori, sostenuto da una domanda strutturalmente meno elastica e da una clientela alto-spendente meno esposta alle oscillazioni cicliche. La capacità delle maison di trasferire a valle gli aumenti dei costi attraverso significative politiche di up-pricing ha consentito di preservare livelli di marginalità elevati anche in un contesto di contrazione dei volumi. Tale strategia, tuttavia, ha progressivamente modificato la composizione della domanda, riducendo il peso dei consumatori aspirazionali e accentuando la dipendenza da una clientela ristretta ma ad altissima capacità di spesa. Ne è derivato un settore più polarizzato, in cui la creazione di

valore è sempre più legata alla gestione sofisticata della brand equity, alla personalizzazione dell'esperienza e alla capacità di intercettare i Very Important Clients senza compromettere l'attrattività complessiva del marchio.

Parallelamente, le imprese hanno dovuto implementare una serie di azioni correttive per salvaguardare la sostenibilità economico-finanziaria nel lungo termine: razionalizzazione delle scorte, investimenti selettivi nella digitalizzazione e nell'omnicanalità, rafforzamento del controllo sulla supply chain, attenzione crescente ai temi ESG e alla tracciabilità. In un contesto caratterizzato da volatilità dei trend stilistici e crescente pressione competitiva, il presidio delle competenze distintive e della qualità produttiva è divenuto un elemento imprescindibile per mantenere coerenza strategica e vantaggio competitivo. All'interno di questo quadro, la crescita per vie esterne continua a rappresentare una leva privilegiata per rispondere in tempi rapidi ai fabbisogni di capitale, di competenze e di integrazione verticale. Le operazioni di consolidamento lungo la filiera – sia a monte, attraverso l'acquisizione di fornitori strategici, sia a valle, mediante l'espansione distributiva – rispondono all'esigenza di rafforzare il controllo, aumentare la scalabilità e mitigare i rischi operativi. Allo stesso tempo, l'interesse degli investitori finanziari testimonia l'attrattività di un settore capace di generare margini elevati e multipli significativi, pur a fronte di un rischio reputazionale e creativo non trascurabile. Ne emerge l'immagine di un'industria che, pur rimanendo ancorata a valori di heritage, artigianalità ed esclusività, è pienamente inserita nelle dinamiche della finanza globale e della competizione internazionale. La tensione tra creatività e disciplina economica, tra rarità simbolica e scalabilità industriale, rappresenta il tratto distintivo del settore dei Personal Luxury Goods nella sua fase contemporanea: una tensione che ne alimenta la complessità ma che, al contempo, ne costituisce la principale fonte di vitalità e trasformazione.

In conclusione, questi capitoli hanno delineato il quadro teorico e concettuale necessario per comprendere le differenze strutturali e operative tra acquirenti strategici e acquirenti finanziari, con particolare attenzione agli effetti che tali caratteristiche possono generare sulle performance delle società target. L'analisi condotta finora si è concentrata prevalentemente sui profili motivazionali, organizzativi e competitivi che guidano i diversi tipi di bidder, evidenziando come la natura dell'acquirente influenzi le dinamiche post-acquisitive e il potenziale di creazione di valore. Tuttavia, non si è ancora affrontato in

modo diretto la dimensione applicativa della finanza d'impresa all'interno di questi processi: aspetti quali le modalità di finanziamento delle operazioni straordinarie, le scelte di struttura del capitale, l'evoluzione dei livelli di indebitamento in un contesto macroeconomico caratterizzato da crescente incertezza, così come le specifiche forme operative adottate per perseguire gli obiettivi strategici, rimangono ancora da indagare. Il capitolo successivo sarà pertanto dedicato a un approfondimento empirico degli elementi fin qui delineati. In particolare, l'analisi si concentrerà su un insieme selezionato di casi studio, attraverso i quali sarà possibile osservare concretamente le scelte strategiche e finanziarie adottate da gruppi industriali e investitori di private equity nelle fasi di acquisizione e gestione delle partecipazioni.

Terzo capitolo: impatto della tipologia di bidder sulle performance post-acquisizione delle società target.

Introduzione

Alla luce del quadro teorico e settoriale delineato nei capitoli precedenti, il presente capitolo propone un approfondimento empirico volto a indagare il ruolo che la natura dell'investitore può assumere nel determinare le traiettorie evolutive delle imprese acquisite nel settore dei beni di lusso personali. L'obiettivo è comprendere come le strategie implementate da differenti tipologie di acquirenti -industriali e finanziari- possano influenzare le performance, le scelte strategiche e l'assetto organizzativo delle società target nel periodo successivo all'acquisizione, specialmente in un contesto caratterizzato da forti discontinuità macroeconomiche.

Il capitolo si articola in due momenti tra loro strettamente connessi: in primo luogo, l'attenzione viene posta sul lato bidder, attraverso l'analisi di tre player acquirenti, selezionati per rappresentare differenti modelli di investitore. L'obiettivo è osservare come tali soggetti abbiano performato nel medesimo scenario macroeconomico, quali scelte strategiche e politiche industriali abbiano adottato e quali risultati economico-finanziari abbiano conseguito. Questo passaggio permette di delineare il profilo degli investitori, mettendone in luce orientamento strategico, capacità di adattamento agli shock esogeni e modalità di gestione delle partecipazioni acquisite. Successivamente, il focus principale del capitolo è posto sulle società target, analizzate in una prospettiva sia pre sia post acquisizione. L'intento è evidenziare come l'ingresso di differenti tipologie di investitore possa riflettersi sulle scelte strategiche, organizzative e, ove possibile, sulle dinamiche economico-finanziarie delle imprese. L'analisi assume una natura qualitativa-comparativa e non ambisce a fornire risultati generalizzabili; piuttosto, mira a individuare possibili relazioni tra struttura proprietaria, approccio gestionale e meccanismi di creazione di valore, offrendo spunti interpretativi utili per futuri approfondimenti su campioni più ampi e metodologie di tipo quantitativo.

In questo modo, le basi teoriche sviluppate nei capitoli precedenti trovano applicazione concreta lungo un percorso che parte dalla dimensione settoriale, passa attraverso le caratteristiche degli investitori e giunge infine all'osservazione diretta delle imprese acquisite, consentendo una lettura integrata del fenomeno delle acquisizioni nel lusso accessibile.

3.1 Analisi di operatività di player bidder-side

Come anticipato, lo scopo dell'analisi di tre grandi attori del settore dei PLG "bidder-side", quali Gruppo Prada SPA, Pattern Group SPA e Style Capital SGR, è quella di comprendere come questi gruppi si siano evoluti negli ultimo quinquennio attraverso operazioni di crescita esterna. In particolare, si concentrerà l'attenzione sulla direzione delle operazioni di business combination, verticali- integrazione di supplier o distributori- o orizzontali – integrazione di competitor diretti e indiretti- nonché sulle modalità di finanziamento di tali processi di espansione. La seguente analisi è arricchita dall'analisi delle principali voci di bilancio e dei più significativi KPI, volta non solo a comprendere il generale andamento delle attività di gruppo, ma anche i meccanismi intrinseci del settore della moda di lusso, che rimane nello sfondo un grande tema d'interesse per l'autore dell'elaborato.

3.1.1 Gruppo Prada

Il Gruppo Prada è leader nel panorama globale del lusso, con una prospettiva concettuale e all'avanguardia, una profonda conoscenza dei materiali e dei processi e un focus continuo su innovazione e creatività. Appartengono al gruppo alcuni dei marchi più prestigiosi al mondo: Prada, Miu Miu, Church's, Car Shoe, Versace, Marchesi 1824 e Luna Rossa. Il successo di questi ultimi si basa su un modello di business originale, che combina l'elevata competenza artigianale con processi di produzione industriale. Questa integrazione consente al Gruppo di trasformare i propri concetti di moda innovativi in prodotti commercialmente validi, mantenendo al contempo flessibilità produttiva, controllo tecnico del know-how, qualità e sostenibilità. I prodotti del Gruppo sono realizzati in 26 stabilimenti industriali di proprietà (23 in Italia, 1 nel Regno Unito, 1 in Francia e 1 in Romania) e da una rete di produttori esterni accuratamente selezionati e monitorati. A questi ultimi il Gruppo fornisce materie prime, modelli e prototipi, permettendo così una supervisione costante in ogni fase della produzione. Questo approccio è volto a ottenere una manifattura d'eccellenza e a garantire una notevole flessibilità nell'organizzazione produttiva. Nel corso degli anni, il Gruppo Prada ha sviluppato strategicamente la propria rete distributiva fino a includere 609 punti vendita diretti nelle più prestigiose destinazioni dello shopping internazionale, rafforzando l'immagine di ciascun marchio. Infatti, i punti vendita non rappresentano solamente il luogo fisico dove poter acquistare i prodotti, bensì agiscono come veri e propri "brand ambassador", trasmettendo l'immagine di ogni brand in modo coerente, chiaro ed efficace.

Evoluzione storica

Prada venne fondato nel 1913 a Milano, ed è conosciuto in tutto il mondo per il suo gusto stilistico all'avanguardia, risultato dell'osservazione non convenzionale della società, della rielaborazione delle tendenze e del buon gusto. In ogni collezione uomo e donna i canoni estetici condivisi vengono rivisti, attraverso una prospettiva inusuale e allo stesso tempo i nuovi prodotti sfidano i processi materiali con tecnologia e saper fare. Nel 1993 Prada fondò Miu Miu, mezzo creativo, alternativo e sperimentale di Miuccia Prada. Volutamente lontano dall'immaginario estetico tradizionale, il marchio si fa portavoce di una donna emancipata e consapevole. Nello stesso anno il Gruppo fondò la Fondazione Prada. Nel 1997 venne fondata il team velistico Prada Challenge per competere nella Coppa America del 2000 e Prada lanciò la sua collezione di abbigliamento sportivo Linea Rossa, entrando così in un segmento dapprima inesplorato. Nel 1999 il Gruppo acquisì il brand inglese di footwear Church's, fondato nel 1873, che ancora oggi produce calzature artigianali "English-style" nella storica sede di Northampton. Le collezioni di Church's, icone di lusso contemporaneo, si distinguono per un'estetica senza tempo e una qualità eccezionale. L'acquisizione del brand permise al gruppo di ampliare la propria gamma prodotti, arricchendo l'offerta dedicata all'uomo già esistente presso Prada, affiliandosi ad un brand che aspira ad eleganza, sofisticatezza e tradizione. Nel 2001 il Gruppo acquisì il brand italiano di calzature da uomo Car Shoe, fondato nel 1963 da Gianni Mostile. Quest'ultimo riuscì a combinare due grandi passioni, le auto da corsa e le calzature fatte a mano, in un prodotto innovativo e riconoscibile. Grazie a questa acquisizione il Gruppo ottenne il controllo di un prodotto dalle stile casual di eccellente fattura, entrando in un altro segmento complementare e non direttamente in competizione con quello delle calzature eleganti da uomo. Nel 2003 il Gruppo strinse una partnership strategica con Luxottica, il quale grazie al contratto di licensing, produce e distribuisce globalmente l'occhialeria di Prada e Miu Miu. Nel 2011 la società capogruppo Prada SPA ottenne con successo la quotazione sulla Borsa valori di Hong Kong. Successivamente, nel 2014 acquisì la storica pasticceria Marchesi 1824: fondata nel 1824 dalla famiglia Marchesi, guadagnò fin da subito un'ottima reputazione per via dei suoi eccellenti prodotti artigianali e divenne il caffè di riferimento della "Milano bene" del tempo. Questa operazione non rispondeva soltanto a una logica di diversificazione, ma rappresentava una scelta strategica lungimirante: Prada ha infatti anticipato il crescente interesse del settore del lusso verso il mondo del food come veicolo di valori culturali, identitari ed esperienziali, rafforzando

la propria immagine di eccellenza e di made in Italy autentico e confermandosi come brand che non vende semplicemente un prodotto bensì un lifestyle. Ad oggi il bistrot conta 4 punti vendita in location prestigiose, di cui uno a Londra, nel quartiere Mayfair. Nel 2015 il Gruppo strinse una partnership strategica stretta con Coty, società statunitense attiva in questo settore, per la produzione e distribuzione delle fragranze a marchio Miu Miu. Il Gruppo Prada, LVMH, Cartier e OTB fondarono nel 2021 l'Aura Blockchain Consortium, con lo scopo di utilizzare la tecnologia blockchain per rendere più trasparente e sicura l'intera supply chain del lusso, offrendo soluzioni per il ciclo di vita completo dei prodotti, dall'origine dei materiali alla rivendita. Nel 2024 il Gruppo e L'Oréal hanno firmato un contratto pluriennale di licenza per la creazione, sviluppo e distribuzione di prodotti cosmetici (beauty & fragrances) a marchio Miu Miu, concludendo così la collaborazione con la statunitense Coty. La decisione arriva dopo anni di fruttuosa collaborazione con L'Oréal, che nel 2018 aveva già stipulato un contratto pluriennale per la produzione e distribuzione di prodotti cosmetici a marchio Prada. Infine, a dicembre 2025 il Gruppo ha annunciato la chiusura dell'acquisizione del brand italiano Versace, detenuto precedentemente da Capri Holdings. L'acquisizione crea un polo del lusso italiano capace di competere con i giganti francesi, diversificando il portafoglio del gruppo e sfruttando sinergie di mercato, specialmente negli USA, dove Versace è particolarmente forte.

Questa timeline risulta essere piuttosto sintetica in quanto si concentra unicamente sui brand che tuttora fanno parte del Gruppo Prada, sebbene esso in anni passati abbia abbracciato all'interno del proprio perimetro anche brand come Jil Sander e Alaia. Infatti, negli anni 2000 il gruppo diede inizio ad un processo di espansione aggressivo volto a sostenere la competizione con altri gruppi come LVMH e Gucci Group, l'allora predecessore di Kering. Così, acquisì la maggioranza di Helmut Lang, Jil Sander, Church's, Fendi, Alaia e Genny. Prada pianificava di finanziare queste acquisizioni tramite un'IPO nel 2001, che però non avvenne a causa della crisi di fiducia sfociata successivamente all'attacco delle Torri gemelle a New York. L'elevato indebitamento del gruppo, combinato alle difficoltà finanziarie di alcune controllate e alle tensioni sviluppatesi tra management e designer, portarono alla cessione di quasi tutti i brand acquisiti nel corso del processo di espansione. Il sogno di un conglomerato di lusso italiano sotto l'egida del Gruppo Prada pareva essere finito ma fu proprio la decisione di concentrarsi sui propri brand a salvare

l'intero gruppo, che oggi rappresenta uno dei pochi ancora in robusta crescita nel mezzo di una profonda crisi del lusso.

Inoltre, in quest'analisi non viene preso in considerazione il reale assetto societario del gruppo, che dall'ultimo bilancio depositato (conclusosi il 31/12/2024) risultava essere composto dalla società capogruppo, Prada SPA, e da ulteriori 74 società partecipate (di cui 67 controllate da un punto di vista giuridico). Alcune di queste ultime sono siti di produzione e distribuzione locali presenti nei diversi stati in cui il gruppo è operativo; altre società sono rappresentate da terzisti integrati nel corso del tempo al fine di ottenere un maggiore controllo sulla supply chain; infine, alcune controllate sono società immobiliari, detenute al fine di tutelare il patrimonio immobiliare del gruppo dai rischi operativi del settore moda. Nell'arco temporale analizzato la società ha effettuato diverse operazioni di acquisizione di aziende artigiane e più operazioni di fusione per incorporazione per snellire la struttura societaria, soprattutto con riferimento al ramo aziendale di Church's.

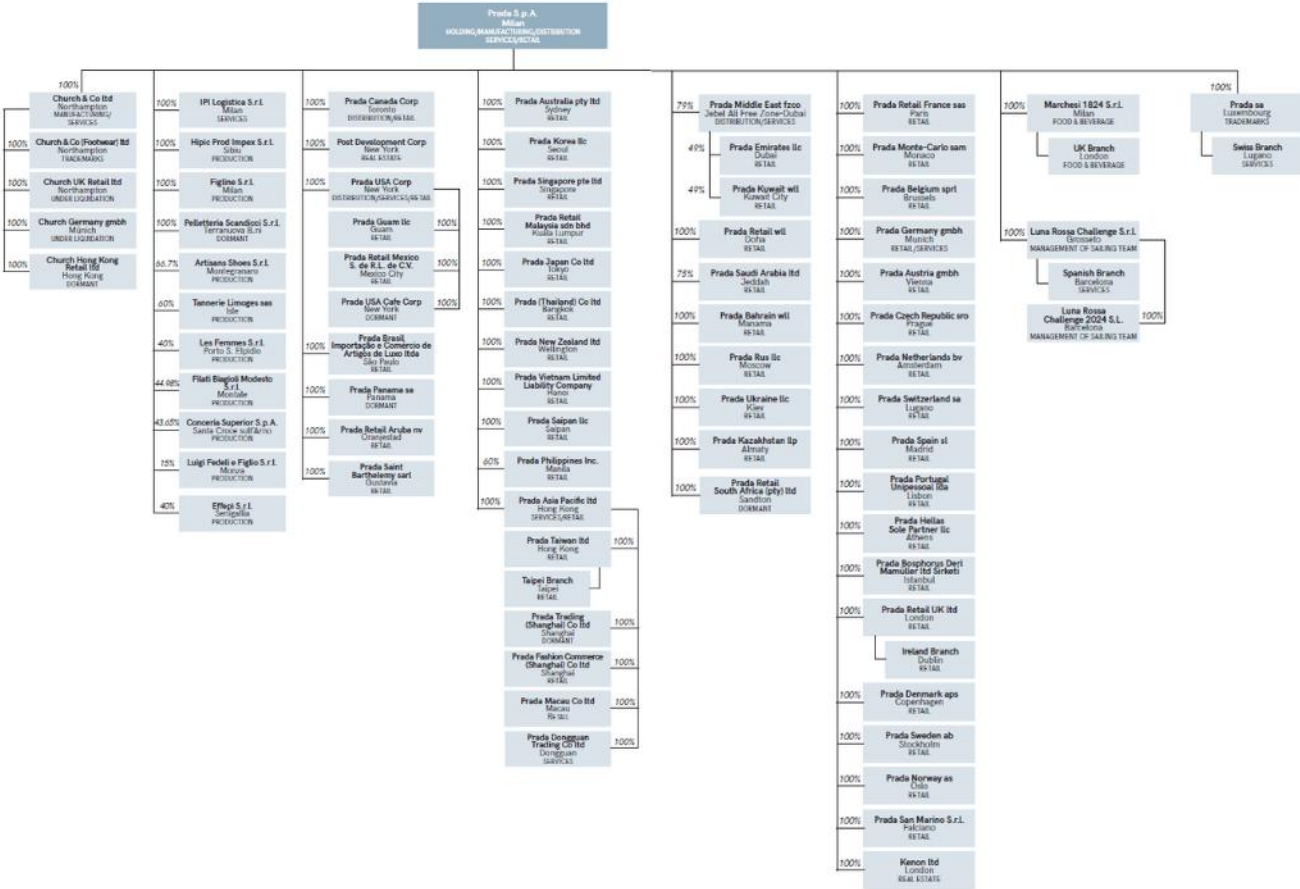


Figura 1: struttura societaria del Gruppo al 31/12/2026.

Analisi di bilancio

Si è proceduto a svolgere una breve analisi di bilancio sui bilanci consolidati depositati negli ultimi 6 esercizi sociali, dal 2019 al 2024 (Prada S.P.A., 2019-2024). Come stabilito dal report annuale, la distribuzione del fatturato del Gruppo evidenzia una forte concentrazione per brand, con Prada che rappresenta la quota largamente predominante (circa il 67%), seguita da Miu Miu (32%), mentre gli altri marchi contribuiscono in misura marginale. Dal punto di vista geografico, il fatturato risulta ben diversificato, con l'area Asia-Pacifico che costituisce il principale mercato (33%), seguita da Europa (31%) e Americhe (17%). Il Giappone mantiene una rilevanza autonoma e significativa (13%), riflettendo la storica forza del gruppo in questo mercato. Nel complesso, la struttura geografica del fatturato indica una solida esposizione internazionale, con una particolare enfasi sui mercati asiatici ad alta crescita. Il fatturato è cresciuto ad un CAGR dell'11% e negli anni è rimasto stabilmente composto per un 98% da fatturato derivante dalla cessione dei prodotti e per un 2% da royalties, rappresentanti i proventi derivanti dalla concessione del marchio a partner terzi leader in settori dove il Gruppo Prada non opera direttamente con la propria produzione. Per quanto riguarda i costi caratteristici, sono aumentati ad un CAGR del 7%: in particolare, il costo del venduto è aumentato ad un CAGR pari al 4%, mentre le spese operative di altro genere (ovvero le spese legate al design e sviluppo, spese di comunicazione, spese commerciali e spese generali e amministrative) sono cresciute al CAGR del 9%. Si ritiene interessante riportare l'incidenza sul fatturato di alcuni dei costi soprariportati: infatti, mentre il costo del venduto ha avuto un'incidenza media del 20%, i costi commerciali legati alle risorse impiegate nella vendita dei prodotti, rappresentano in media il 42% del fatturato. Questo dimostra l'importanza dei canali di vendita diretti per il Gruppo e l'intenzione di continuare ad investirvi come veri e propri flagship dei brand. Parallelamente, una categoria di costi operativi che è contenuta è rappresentata dai costi generali e amministrativi, con un 6% medio di incidenza sul fatturato. Nonostante non sia esplicitato nei bilanci, è possibile ipotizzare che il Gruppo implementi costantemente una strategia di ottimizzazione di tali risorse, mantenendo snella la struttura organizzativa e accentrando lo svolgimento di tali attività per i diversi brand e le diverse società del gruppo in poche unità. Non solo, con la nascita di sistemi di gestione sempre più sofisticati e arricchiti con l'AI è possibile che molte attività siano state delegate alla tecnologia,

permettendo alle persone di svolgere le attività con un grado di soggettività maggiore e a maggior valore aggiunto.

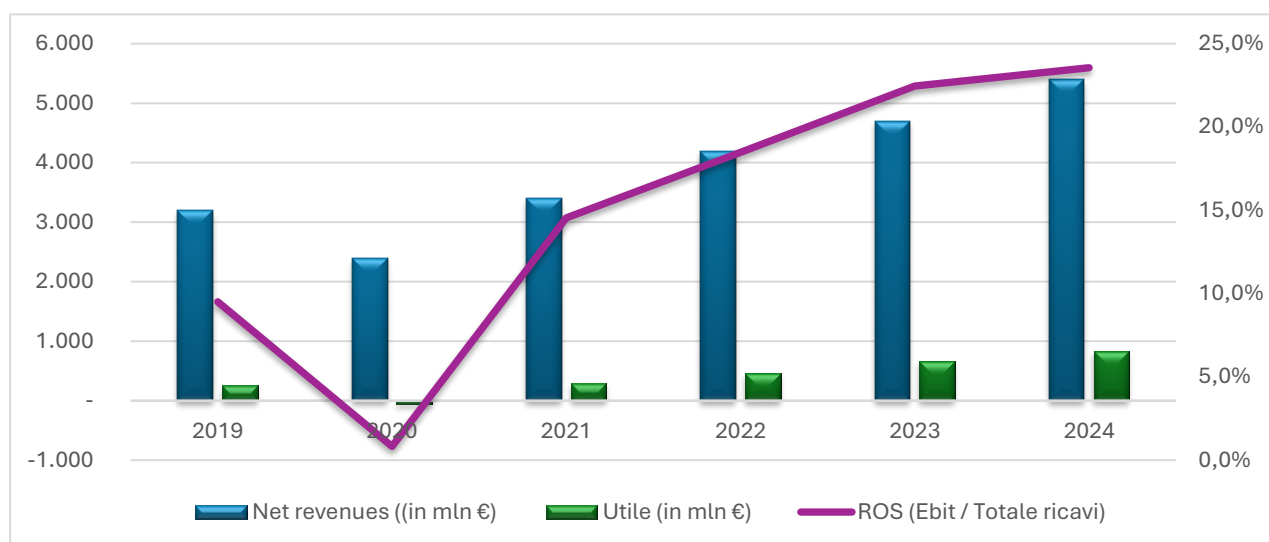


Grafico 13: andamento fatturato, utile e ROS del Gruppo Prada (elaborazione autonoma).

Nel complesso, la maggior crescita del fatturato rispetto alle spese caratteristiche ha comportato una crescita più che proporzionale del margine operativo (EBIT), che negli esercizi analizzati ha ottenuto un CAGR del 33%. Inoltre, il margine operativo ha rappresentato mediamente il 15% del fatturato, rimanendo positivo anche durante e immediatamente dopo la pandemia. L'incidenza delle spese relative agli interessi e oneri finanziari è rimasta pressoché invariata, mentre sono aumentati gli oneri finanziari relativi alle passività finanziarie per diritto d'uso. Anche il risultato d'esercizio ha ottenuto un CAGR molto elevato, pari al 27%, attestandosi su una media del 9% del fatturato, ma raggiungendo ben il 16% nel 2024.

Il Gruppo Prada ha dimostrato una notevole capacità di generazione di cassa operativa. Il Cash Flow from Operating Activities (CFO) rappresenta il motore dell'azienda: analizzando l'andamento degli ultimi anni, si osserva un CAGR pari al 17% che riflette l'efficacia delle strategie di vendita e l'ottimizzazione del capitale circolante netto. Una crescita costante del CAGR in quest'area indica che l'aumento dei ricavi non è solo "contabile", ma si traduce in liquidità immediata, fondamentale per sostenere gli investimenti senza ricorrere eccessivamente al debito esterno. Spostando l'attenzione sul Cash Flow from Investing Activities (CFI), che è cresciuto ad un CAGR del 9%, emerge la strategia di espansione e rinnovamento del Gruppo: infatti, gli esborsi per investimenti

(Capex) si riflettono direttamente nello Stato Patrimoniale sotto la voce Attività non correnti, in particolare nelle Immobilizzazioni Materiali e Immateriali. L'acquisto di nuovi immobili strategici o il restyling dei negozi esistenti incrementa il valore degli asset a lungo termine. Questo legame dimostra come la cassa generata dalla gestione operativa venga riallocata per rafforzare la struttura patrimoniale, garantendo al Gruppo il controllo diretto dei propri canali distributivi d'eccellenza. E' proprio la gestione delle rete di distribuzione ad influenzare fortemente il Cash Flow from Financing Activities (CFF) del Gruppo, infatti in base all'IFRS 16, i contratti di godimento di beni di terzi a lungo termine (come la locazione immobiliare e il leasing finanziario) danno luogo ad un debito finanziario, nonostante nella sostanza le attività sottostanti siano operative. Questo accade perché questi tipi di contratti vengono equiparati a un finanziamento per l'acquisto del "diritto d'uso" dell'asset. Di conseguenza, i rimborsi della quota capitale dei leasing non appaiono nel flusso operativo, ma vengono rendicontati nel flusso finanziario, influenzando la PFN del Gruppo. In generale i flussi negativi della gestione finanziaria indicano che il Gruppo non ha fatto ricorso in modo significativo a nuova finanza esterna per sostenere gli investimenti, ma ha invece utilizzato le risorse disponibili per rimborsi di debito e/o remunerazione degli azionisti. L'analisi del rendiconto finanziario evidenzia una solida capacità di generazione di cassa dalla gestione caratteristica, con cash flow operativi costantemente positivi nel periodo considerato e in grado di coprire i flussi di cassa della gestione degli investimenti. La variazione delle disponibilità liquide, positiva in quattro su sei esercizi, rappresenta la sintesi delle tre gestioni. In particolare, le riduzioni di cassa osservate non sono riconducibili a difficoltà operative, bensì all'utilizzo consapevole di liquidità preesistente per finanziare investimenti e acquisizioni, mantenendo al contempo una posizione di liquidità complessivamente solida. Nel complesso, l'analisi dei cash flow indica che le acquisizioni del Gruppo Prada risultano prevalentemente finanziate tramite cassa generata internamente, con un ricorso limitato a nuove fonti di finanziamento esterno e senza compromettere l'equilibrio finanziario complessivo.

Per le ragioni enunciate nell'analisi del CFF, il Gruppo espone due posizioni finanziarie nette diverse: la prima è la PFN "tradizionale", cioè che considera come debiti finanziari quelli strettamente bancari o derivanti dall'emissione di titoli di debito; la seconda è la PFN rettificata per le passività finanziarie per diritto d'uso. La PFN "tradizionale" è rappresentata da un surplus di liquidità a partire dall'esercizio 2021 che da allora è

cresciuto ad un CAGR del 36%. La PFN rettificata per le passività finanziarie per diritto d'uso è invece rappresentata da un deficit costante, che negli esercizi oggetto d'analisi fluttua tra i 1,5 e i 2,8 miliardi di euro. Nonostante sembri molto elevata e possa quindi far dubitare di un possibile sbilanciamento verso il debito, la leva finanziaria rettificata-ovvero il rapporto PFN rettificata per le passività per diritto d'uso su patrimonio netto-del gruppo negli ultimi 3 esercizi si attesta su una media del 45%, il che significa che per ogni 100€ di risorse investite, 45€ sono rappresentati da risorse di terzi e 55€ da mezzi propri. Inoltre, poiché nel calcolo sono presenti le passività per diritto d'uso (in gran parte rappresentati da affitti futuri capitalizzati per l'IFRS 16), questo 45% non è solo debito bancario, bensì rappresenta principalmente l'impegno a pagare l'affitto dei negozi (asset strategici). In aggiunta a questa fotografia della leva finanziaria, è necessario evidenziare il significativo percorso di deleveraging intrapreso dal 2019, anno in cui il rapporto era pari al 95%.

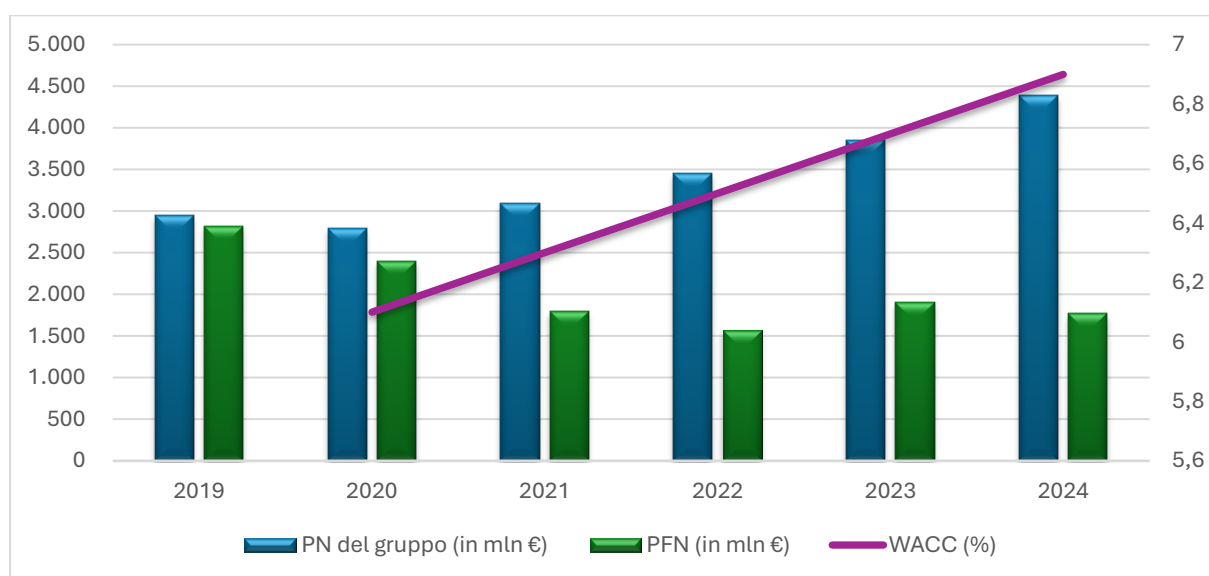


Grafico 14: andamento PN del gruppo, PFN e WACC del Gruppo Prada (elaborazione autonoma). Tale miglioramento strutturale riflette la solida generazione organica di capitale, che ha alimentato la crescita del patrimonio netto, unita a una progressiva contrazione della PFN rettificata, a conferma di un'efficiente gestione operativa e finanziaria. Inoltre, con riferimento unicamente al debito bancario, il Gruppo è ricorso al suo utilizzo in modo via via inferiore, passando da un rapporto debito bancario su patrimonio netto di 28% al 9%; mentre la composizione del debito bancario è coerente con la natura capital heavy del gruppo, con un rapporto tra debito breve e di lungo termine medio pari a 35/65.

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DEL GRUPPO PRADA	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	CAGR
(ammontare in migliaia di euro)							
Ricavi	5.431.557	4.726.411	4.200.674	3.365.667	2.422.739	3.225.594	11,0%
Ebit	1.279.550	1.061.692	775.990	489.484	20.061	306.779	33,1%
Risultato netto d'esercizio imputabile al gruppo	838.907	671.026	465.193	294.254	(54.139)	255.788	26,8%
PN del gruppo	4.399.365	3.853.795	3.482.217	3.113.894	2.832.057	2.967.158	8,2%
Indebitamento finanziario medio annuo (bancario+passività finanziarie per diritto d'uso)	2.688.475	2.630.864	2.725.698	2.836.253	3.063.046	1.620.452	10,7%
Capitale Investito Netto (CIN)	6.194.941	5.790.789	5.073.699	4.936.402	5.296.489	5.809.417	1,3%
Attività totali	8.549.959	7.615.051	7.377.578	6.959.011	6.527.927	7.038.439	4,0%
ROS (Ebit/ Totale ricavi)	23,6%	22,5%	18,5%	14,5%	0,8%	9,5%	
ROI - (EBIT/ CIN)	20,7%	18,3%	15,3%	9,9%	0,4%	5,3%	31,4%
ROA - (EBIT /Attività totale)	15,0%	13,9%	10,5%	7,0%	0,3%	4,4%	
ROE - (utile/PN)	19,1%	17,4%	13,4%	9,4%	-1,9%	8,6%	17,2%
ROD (oneri finanziari/debito finanziario medio) inclusi passività finanziarie per diritto d'uso	3,4%	3,5%	2,4%	2,4%	2,4%	4,6%	-5,9%
ICR (Ebit/oneri finanziari inclusi su passività finanziarie per diritto d'uso)	14,07	11,69	11,85	7,20	0,28	4,14	
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
Debito finanziario totale (bancario+passività finanziarie per diritto d'uso)	2.779.301	2.597.648	2.664.080	2.787.316	2.885.189	3.240.903	-3,0%
PFN; surplus/(deficit)	(1.775.511)	(1.913.980)	(1.572.677)	(1.807.759)	(2.444.769)	(2.820.842)	-8,8%
PFN (escluse passività finanziarie per diritto d'uso) surplus/(deficit)	599.602	196.908	5.349	237.653	(311.357)	(405.544)	
CFO netto	1.651.617	1.155.281	1.123.697	1.143.528	592.419	809.895	15,3%
Moltiplicatore del capitale proprio (Attività/PN)	1,94	1,98	2,12	2,23	2,31	2,37	-3,9%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/attività)	51,5%	50,6%	47,2%	44,7%	43,4%	42,2%	4,1%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	63%	67%	77%	90%	102%	109%	-10,4%
Debt to equity (debito bancario/PN) (escluse passività finanziarie per diritto d'uso)	9%	13%	16%	24%	27%	28%	-19,9%
PFN/Equity	-40,4%	-49,7%	-45,2%	-58,1%	-86,3%	-95,1%	-15,7%
PFN escluse passività finanziarie per diritto d'uso/Equity	cash positive	cash positive	cash positive	cash positive	-11%	-14%	
PFN/CFO netto	-1,08	-1,66	-1,40	-1,58	-4,13	-3,48	-21,0%
PFN escluse passività finanziarie per diritto d'uso/CFO netto	cash positive	cash positive	cash positive	cash positive	-0,53	-0,50	

Tabella 1: principali metriche del Gruppo Prada negli anni 2019-2024 (elaborazione autonoma).

L'analisi è proseguita con l'esame del WACC del Gruppo Prada. L'analisi del costo medio ponderato del capitale consente di inquadrare il profilo di rischio operativo e finanziario sottostante alle attività del gruppo. Poiché il WACC rappresenta una misura sintetica del rischio complessivo percepito dagli investitori, un suo livello particolarmente elevato segnala una significativa esposizione al rischio. Tale evidenza assume rilievo nell'interpretazione delle scelte strategiche del gruppo a livello business e corporate. Tali parametri sono stati oggetto di una stima autonoma. Si precisa inoltre che, a differenza di quanto avviene nell'analisi della solidità della struttura finanziaria e della sostenibilità del debito, nel calcolo del WACC l'equity è rappresentato dal valore di capitalizzazione del Gruppo²⁸. Tale scelta è motivata dal fatto che il WACC esprime il costo opportunità attuale dei finanziatori, il quale dipende dal valore di mercato del capitale investito e non da valori

²⁸ <https://finance.yahoo.com/quote/1913.HK/history/>

contabili di natura storica. Il WACC complessivo del Gruppo è stato calcolato come media del costo dell'equity e del costo del debito ponderato in base al peso di equity e debito sulle risorse totali. In particolare, il costo dell'equity è l'unico dato non direttamente desumibile dai bilanci ed è perciò stato stimato applicando la formula del Capital Asset Pricing Model:

$$k_e^t = R_f + \beta_L^t(R_m - R_f)$$

Con riferimento al Beta del Gruppo, la sua stima è stata effettuata tramite il deleveraging del Beta Levered del Gruppo, individuato su Yahoo Finance²⁹; essendo quest'ultimo calcolato come media del Beta Levered degli ultimi 5 esercizi sociali di cui si dispongono informazioni verificate, la leva finanziaria utilizzata per neutralizzare l'effetto del debito è rappresentata dalla leva finanziaria media adottata nei medesimi esercizi sociali.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \frac{D}{E}}$$

Ottenuto il Beta Unlevered, si è calcolato il Beta Levered di ciascun esercizio in analisi in base alla leva finanziaria in essere.

$$\beta_L^{\text{anno } t} = \beta_U \cdot \left[1 + (1 - T) \frac{D_t}{E_t} \right]$$

Come tasso di rendimento risk free si è adottato il tasso di rendimento annuo del Bund tedesco a 10 anni, in quanto riflette il rendimento associato ad attività a rischio "nullo" nell'euro-zona e presenta la medesima valuta adottata dal Gruppo nella redazione del bilancio consolidato³⁰. Con riferimento al tasso di rendimento medio di mercato si è adottato il rendimento medio annuo dell'indice MSCI World, indice azionario globale che rappresenta la performance di circa 1.500 società a media e grande capitalizzazione in 23 mercati sviluppati³¹. Le considerazioni in base alle quali si è scelto questo indice risiedono nel fatto che esso riflette il rischio dei mercati nei quali opera il gruppo, è coerente con la base di investitori del Gruppo e ha un lungo track record. Il Beta levered stimato presenta un andamento decrescente, in linea con la politica di struttura finanziaria implementata

²⁹ <https://finance.yahoo.com/quote/1913.HK/key-statistics/>

³⁰ <https://tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>

³¹ <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/251881/ishares-msci-world-ucits-etf-inc-fund>

dal Gruppo nel corso degli anni; inoltre, in media Beta si attesta su livelli molto minori rispetto al Beta di mercato che, per definizione, è pari a 1.

Il WACC stimato è, complessivamente, piuttosto contenuto ma presenta un andamento contrario rispetto al Beta Equity Levered, infatti, da un iniziale 6,1% è arrivato al 6,9%. Tale dinamica è riconducibile alla progressiva riduzione della leva finanziaria. Sebbene la diminuzione dell'indebitamento comporti una riduzione del rischio azionario e del costo dell'equity, il minore ricorso al debito -caratterizzato da un costo inferiore rispetto al capitale proprio e da benefici fiscali- determina un aumento del peso dell'equity nella struttura finanziaria. In linea con la Proposizione II di Modigliani e Miller (1963), la riduzione della leva finanziaria e del relativo tax shield può pertanto tradursi in un incremento del costo medio ponderato del capitale. L'analisi del WACC evidenzia come, nonostante gli ingenti investimenti in capitale fisso sostenuti dal Gruppo, tali impieghi risultino ampiamente supportati da una solida capacità di generazione di cassa derivante dalla gestione caratteristica. La robustezza dei flussi di cassa operativi, unitamente a una struttura finanziaria equilibrata, contribuisce a contenere sia il rischio operativo sia quello finanziario complessivo del gruppo. In tale contesto, il profilo di rischio che emerge appare compatibile con la possibilità di intraprendere, anche in prospettiva futura, operazioni di maggiore rilevanza economico-finanziaria, analogamente a quanto avvenuto in occasione dell'acquisizione di Versace per 1,3 miliardi di euro, senza compromettere l'equilibrio complessivo del capitale investito.

WACC	2024	2023	2022	2021	2020
(ammontare in migliaia di euro)					
Beta levered (5Y monthly) (2024-2020)	0,82				
PFN	(1.775.511)	(1.913.980)	(1.572.677)	(1.807.759)	(2.444.769)
Capitalizzazione di mercato	18.200.000	14.900.000	13.000.000	16.200.000	12.800.000
Gearing ratio	9,8%	12,8%	12,1%	11,2%	19,1%
Gearing ratio medio	13,0%				
Tax rate medio	18%				
Beta Unlevered	0,74				
Tax rate t	29,0%	30,7%	3,4%	30,0%	-4,9%
Beta Levered t	0,79	0,81	0,83	0,80	0,89
Tasso risk Free (Rf) Bund tedesco a 10 anni *	2,41%	2,43%	1,18%	0,00%	0,00%
Tasso di rischio medio di mercato (Rm) STOXX 600	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%
Costo dell'equity (Ke t)	7,3%	7,3%	7,0%	6,8%	6,8%
Capitalizzazione+PFN	19.975.511	16.813.980	14.572.677	18.007.759	15.244.769
WACC	6,9%	6,7%	6,5%	6,3%	6,1%
ROIC - (NOPAT/CIN)	15,1%	13,2%	14,8%	7,4%	0,3%
* Negli esercizi in cui il rendimento dell'obbligazione è diventato negativo si sono assunti valori pari allo 0%.					

Tabella 2: stima del WACC del Gruppo Prada (elaborazione autonoma).

Infine, il costo medio ponderato del capitale è stato confrontato con il rendimento sul capitale investito (ROIC), calcolato come rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito netto, che misura la capacità dell'impresa di generare reddito operativo tramite l'impiego del capitale complessivamente impiegato dalla gestione caratteristica. Dall'analisi emerge che il rendimento del capitale investito risulta, per la maggior parte degli anni, significativamente superiore al costo di tale capitale; questa condizione implica la creazione di valore economico per gli azionisti, in quanto ogni euro investito nell'attività operativa produce un rendimento eccedente la remunerazione richiesta dai finanziatori. Solo in alcuni esercizi il ROIC si avvicina o scende sotto il WACC, segnalando una temporanea compressione della redditività operativa, verosimilmente riconducibile a fattori congiunturali legati alla pandemia e alle complessità da essa derivanti; calcolando la media di rendimento del capitale investito netto (escludendo il dato outlier del 2019) essa risulta essere pari a 11,2%. In sunto, la persistente prevalenza del ROIC sul WACC conferma una struttura economico-finanziaria sana e una gestione efficiente del capitale investito, coerente con il posizionamento competitivo e la capacità del Gruppo Prada di generare valore nel medio-lungo periodo.

Conclusione

Alla luce del contesto macroeconomico delineato – caratterizzato da forte volatilità della domanda, polarizzazione della clientela verso i top spender, pressione sui volumi e crescente centralità della customer experience – il percorso del Gruppo Prada evidenzia una strategia coerente e disciplinata di adattamento competitivo. In un settore in cui la crescita recente è stata trainata prevalentemente dall'aumento dei prezzi piuttosto che dall'espansione dei volumi, il gruppo ha consolidato il proprio posizionamento attraverso il rafforzamento del controllo sulla filiera produttiva, l'investimento nella rete retail diretta e una gestione prudente della leva finanziaria, privilegiando la generazione organica di cassa quale principale fonte di finanziamento delle iniziative strategiche. Tale impostazione si è riflessa, nel periodo 2019–2024, in una crescita sostenuta del fatturato, in un significativo miglioramento della redditività operativa e in un progressivo percorso di deleveraging, con creazione di valore testimoniata dalla persistente superiorità del ROIC rispetto al WACC. L'acquisizione di Versace, perfezionata a fine 2025, rappresenta l'esito della solidità economico-finanziaria raggiunta e della capacità del gruppo di intraprendere operazioni di maggiore rilievo strategico senza compromettere l'equilibrio complessivo della struttura patrimoniale. Inoltre, rafforza la tesi secondo la quale la strategia di crescita per via esterne è tuttora estremamente rilevante per i player del settore, per poter continuare a rispondere ai trend della domanda, sempre più complessi ed incalzanti. Nel complesso, l'evidenza empirica suggerisce che, nel contesto di turbolenza che ha interessato il settore dei personal luxury goods tra il 2020 e il 2024, Prada abbia adottato un modello di crescita equilibrato, fondato su disciplina finanziaria, controllo industriale e rafforzamento del posizionamento competitivo, dimostrando una capacità di adattamento agli shock macroeconomici coerente con la natura di investitore industriale di lungo periodo.

3.1.2 Gruppo Pattern

Pattern, Headquarter del Gruppo Pattern, rappresenta una storia di successo Made in Italy nel 2000 a Torino, dall'idea imprenditoriale dei due Fondatori, attualmente Direttori Tecnici e Azionisti di Maggioranza del Gruppo, Fulvio Botto e Franco Martorella, di costruire un'azienda leader nella Prototipia e Ingegnerizzazione di capispalla e abbigliamento maschile di lusso. Nel 2017 è iniziato un percorso di crescita strutturato che ha portato, grazie prima al conseguimento della Certificazione Elite di Borsa Italiana e poi alla quotazione sul Mercato Euronext Growth di Milano di Borsa Italiana nel 2019, alla creazione di Pattern Group: il primo Polo italiano di Ingegneria e Produzione per il

Fashion Luxury. L'obiettivo primario dell'IPO è stato il reperimento di capitale proprio per finanziare una crescita per linee esterne, limitando il ricorso esclusivo all'indebitamento bancario.

Composto da un network di aziende italiane leader nella prototipia e nella produzione, il Gruppo Pattern vanta un solido posizionamento nelle principali categorie di prodotto del Fashion Luxury, dalla ricerca e ingegneria fino alla produzione. La demand side del Gruppo è rappresentata proprio da clienti B2B del lusso assoluto, società brand owners che esternalizzano parte della produzione ad eccellenze artigiane in Italia. Il Gruppo si pone l'obiettivo di coprire l'intera linea di business (R&D, ingegneria e prototipazione, produzione) delle principali categorie prodotto del Fashion Luxury (abbigliamento uomo e donna, accessori, tessuti fermi, maglieria e pelletteria), sviluppando la maggior parte delle collezioni che sfilano sulle passerelle di Londra, Milano, Parigi e New York. Ad ogni modo, gran parte della forza lavoro del gruppo è afferente alle aree della progettazione, della gestione delle produzioni e di staff, dal momento che la produzione viene fatta largamente con laboratori esterni. La rete di subappaltatori a cui Pattern si appoggia certificata attraverso lo standard SA8000 e, in ogni caso, tra il gruppo e tali attori si è instaurata una relazione profonda collaborazione, tale per cui il gruppo è in grado di gestire tutte le fasi di produzione, prestando grande attenzione alla qualità di ogni capo e ai tempi di consegna.

Evoluzione storica

A partire dal 2017, il Gruppo Pattern ha avviato una strategia di crescita esterna per costruire un polo integrato nell'ingegneria e produzione del fashion luxury. Nel 2017 entra in Pattern Roscini Atelier, storico atelier umbro specializzato nella modellistica e produzione femminile di alta gamma. Nel 2019 compare Società Manifattura Tessile (S.M.T.), azienda emiliana attiva nella maglieria di lusso e produzione di knitwear. Nel 2021, Pattern acquisisce Idee Partners, realtà toscana focalizzata su progettazione, ingegnerizzazione e produzione di pelletteria di lusso, che include anche Petri & Lombardi, storica pelletteria di Firenze. Il 2022 è un anno di espansione verticale e diversificazione: entrano Zanni da Reggio Emilia, specialista nella maglieria senza cuciture (WholeGarment), e RGB, azienda toscana focalizzata su accessori in pelle; in quell'anno Pattern avvia anche una partnership con Dyloan Bond Factory, società abruzzese leader in tecnologie innovative, R&D e produzione di semilavorati/finiture di lusso. Nel 2023, viene acquisito Nuova Nicol S.r.l., maglificio vicino a Bologna con competenze

nella produzione di maglieria di qualità, e Pattern completa il controllo azionario di Petri & Lombardi, Dyloan Bond Factory e RGB consolidandone l'integrazione nel gruppo. Come stabilito nel bilancio consolidato dell'esercizio 2023, a seguito di tali operazioni straordinarie, è stata operata l'integrazione dei team e delle tre strutture in un'unica conduzione strategica ed operativa, in sintonia con le specificità dei clienti, iniziando a generare le sinergie attese, in particolare in termini di segmentazioni delle produzioni nei tre stabilimenti per i singoli clienti ed aumentando il consolidamento del gruppo. Queste acquisizioni hanno permesso a Pattern di coprire tutte le principali categorie del fashion luxury -dall'ingegnerizzazione alla produzione di abbigliamento, maglieria, pelletteria e accessori- consolidando un network produttivo Made in Italy diffuso su più regioni (che coincidono a quelle in cui si sono sviluppati i distretti manifatturieri dove sono concentrate le maestranze italiane). Inoltre, nel 2023 il gruppo ha ceduto a Burberry lo stabilimento produttivo di Collegno, per un valore di 22,4 milioni di euro, liberando così liquidità necessaria per le fasi di integrazione post-acquisizioni delle società controllate e, ovviamente, per portare avanti il processo di espansione esterna. Nel 2024 ha avuto inizio un processo di semplificazione, che ha visto come primo protagonista la società Dyloan Bond Factory, ma che proseguirà con altre società controllate. In aggiunta a questo, nel 2024 il gruppo ha dato il benvenuto alla target Umbria Verde Mattioli, specializzata nella produzione di maglieria. Pattern detiene inoltre il 24% della società Manifatture Tessili Double (MTD), con sede in Santeramo in Colle (Bari), operante anch'essa nel settore dell'abbigliamento, costituita nel medesimo esercizio.

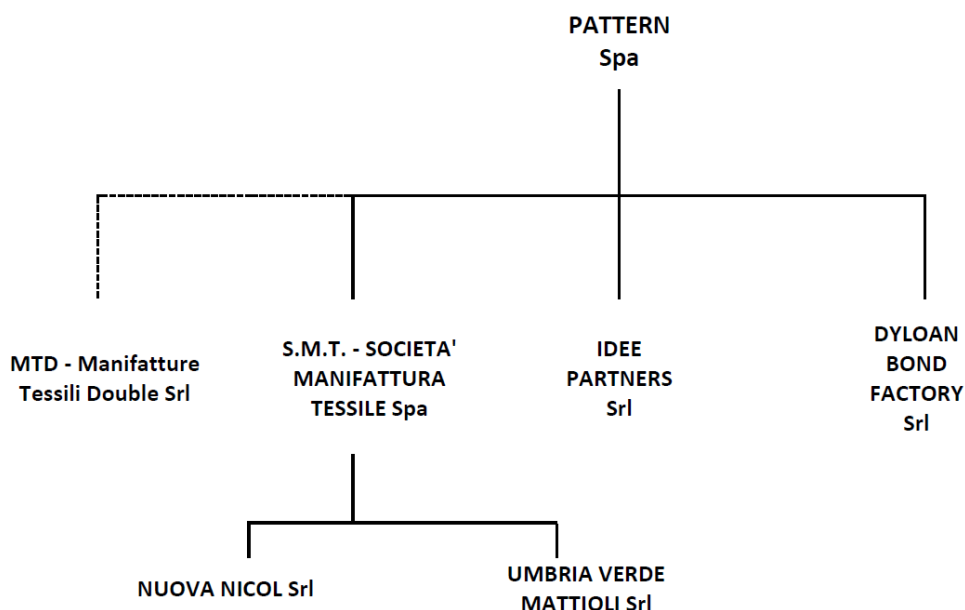


Figura 2: struttura societaria del Gruppo al 31/12/2024.

Ad oggi, il percorso di espansione e consolidamento intrapreso dal Gruppo gli ha permesso di strutturarsi in cinque diversi Poli, ciascuno specializzato nella realizzazione di attività specifiche e a sua volta composto da società controllate specializzate:

- il Polo della ricerca e sviluppo (R&D), rappresentato da D-house;
- il Polo dell'innovazione e produzione lean di capi finiti e prodotti semi-finiti, rappresentato da Dyloan Bond Factory;
- il Polo dell'abbigliamento uomo e donna, composto da 3 diverse sedi del Gruppo, a Tollegno, Santeramo in Colle e Spello;
- il Polo della maglieria del lusso, composto da diverse società controllate: SMT, Zanni, Nuova Nicol e Umbria Verde;
- il Polo della pelletteria, composto da due sedi della società controllata Idee partners.

Inoltre, come stabilito dal Piano Strategico 2026-2028 pubblicato dal Gruppo, esso intende continuare l'implementazione del processo di M&A selettivo, al fine di acquisire società che eccellono nell'innovazione e sviluppo del prodotto.

Analisi di bilancio

Diversamente da quanto fatto per il Gruppo Prada, si propone un'analisi più puntuale, riportando una breve sintesi dei fatti di principale rilievo avvenuti in ciascun esercizio sociale (Pattern S.P.A., 2019-2024). Questo approccio è considerato più utile alla comprensione del reale andamento economico, patrimoniale e finanziario del Gruppo che, essendo nato da pochi anni, sta attraversando una fase di forte espansione in un periodo caratterizzato da grandi complessità macroeconomiche e settoriali.

L'esercizio 2019 segna lo spartiacque strategico per il Gruppo con la quotazione sul mercato Euronext Growth Milan. L'obiettivo primario dell'IPO è stato il reperimento di capitale proprio per finanziare una crescita per linee esterne, limitando il ricorso esclusivo all'indebitamento bancario. Nonostante il sostenimento di costi non ricorrenti legati alla quotazione (1,2 milioni di euro), l'andamento gestionale è risultato estremamente favorevole sia in termini di volumi che di marginalità, con un EBITDA adjusted attestatosi intorno al 13%. In un contesto globale dominato dall'incertezza pandemica, il Gruppo ha adottato una politica di prudenza finanziaria, sottoscrivendo finanziamenti a medio-lungo termine per 10,5 milioni di euro a condizioni agevolate, volti a stabilizzare la tesoreria e ottimizzare il costo del debito pregresso. Sebbene gli indici di redditività (ROA e ROI) abbiano subito una flessione fisiologica dovuta al consolidamento di S.M.T. e all'incremento dei mezzi propri, il Gruppo ha confermato un'elevata capacità di conversione del profitto operativo in flussi di cassa.

Nel 2021 la ripresa dei volumi è stata trainata dal segmento core (abiti donna e capispalla) e dalla crescita esponenziale dei canali digitali dei brand del lusso. L'acquisizione di Idee Partners ha ufficialmente dato il via alla creazione del "Polo Italiano della Progettazione del Lusso", una scelta rivelatasi strategica per mitigare i rischi settoriali. Il 2021 è stato caratterizzato da una spinta decisa verso l'espansione verticale e la diversificazione merceologica, con l'ingresso nel Gruppo di realtà specializzate nella maglieria integrale (Zanni) e negli accessori in pelle (RGB), oltre alla partnership con Dyloan Bond Factory per l'innovazione tecnologica. Nonostante le tensioni su prezzi e margini causate dalla crisi energetica, tutte le divisioni hanno registrato performance positive, supportate da un rafforzamento delle strutture amministrative e delle operations.

Il 2023 rappresenta un anno di risultati superiori alle attese, trainato dalla resilienza del segmento Ready-to-Wear e della Maglieria. L'operazione di maggior rilievo è stata la

cessione dello stabilimento di Collegno a Burberry, che ha generato una plusvalenza di 20,3 milioni di euro. Tale liquidità è stata prontamente reinvestita nel processo di integrazione delle controllate e nella semplificazione societaria (fusioni per incorporazione di Petri & Lombardi Srl ed RGB Srl in Idee Partners Srl; fusione per incorporazione di Zanni Srl in Società Manifattura Tessile Srl), volta a generare sinergie industriali e logistiche. Gli ammortamenti e svalutazioni sono aumentati in modo considerevole a causa della svalutazione della partecipazione in Dyloan Bond Factory, che ha inciso per 4 milioni di euro. Sul fronte finanziario, si è registrato un incremento degli oneri dovuto al rialzo dei tassi, sebbene mitigato da una quota di debito a tasso fisso pari al 60%.

L'esercizio 2024 è stato influenzato da un contesto macroeconomico sfidante e da un cambio di perimetro consolidato che ha comportato una riduzione netta dei ricavi per 10,5 milioni di euro, aggravata da una flessione organica dei volumi. L'ebitda è diminuito del 30,8%. Incide su questo risultato il costo del lavoro che è rimasto in linea con lo scorso anno, intorno ai 37 milioni di euro. La riduzione dei volumi non ha trovato corrispondenza in un'analoga riduzione di questa voce di costo, nonostante le azioni di risparmio intraprese, che avranno effetto più avanti nel tempo, generando nel breve termine costi straordinari. L'ebit ha registrato una contrazione maggiore, pari al 58,2% rispetto al 2023, a causa della svalutazione del valore residuo dell'avviamento maturato sulla partecipazione in Dyloan Bond Factory, pari a 2,3 milioni di euro e a svalutazioni straordinarie di 573 mila euro nella stessa Dyloan. Al lordo della suddetta svalutazione e dell'ammortamento degli avviamenti, la redditività operativa resta solida. La gestione fiscale è risultata particolarmente onerosa (tax rate al 34,3%), poiché le perdite di alcune controllate non hanno compensato pienamente il carico fiscale delle società in utile. L'esercizio si è chiuso con un utile di quasi 400 mila euro, mentre l'utile di Gruppo è stato negativo per quasi un milione di euro. Nonostante le difficoltà del settore pelletteria, il Gruppo ha proseguito il piano di semplificazione gestionale e l'espansione del polo della maglieria con l'acquisizione di Umbria Verde Mattioli.

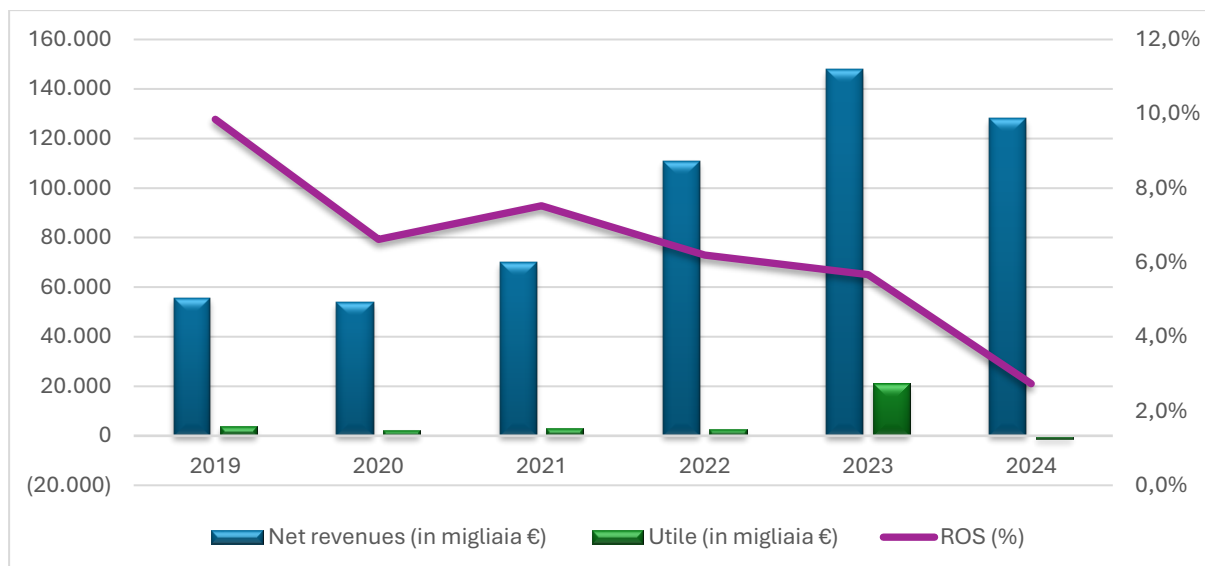


Grafico 15: andamento di fatturato, Utile del gruppo e ROS del Gruppo Pattern (elaborazione autonoma).

In generale, nell'arco di tempo analizzato i ricavi del gruppo sono cresciuti ad un CAGR del 18%. La distribuzione geografica del fatturato è variata molto nel tempo: sebbene i ricavi generati dalle vendite effettuate in Europa siano diminuiti dell'11%, rappresentano ancora circa il 50% del fatturato totale; i ricavi generati in Italia sono aumentati del 20%, arrivando a rappresentare il 30% dei ricavi totali nel 2024; e infine, i ricavi derivanti da paesi extra-EU sono aumentati del 92%, raggiungendo quota 20% del totale. I costi operativi sono aumentati in modo proporzionale all'aumento dei ricavi, ad un CAGR del 18% e di conseguenza, anche l'EBITDA ha avuto lo stesso tasso di crescita medio composto. Diversamente da quest'ultimo, l'EBIT ha dimostrato un CAGR negativo, pari al -9%, a causa dell'aumento degli ammortamenti (legato ai crescenti investimenti nelle immobilizzazione), e alle importanti svalutazioni dell'avviamento di Dyloan Bond Factory, effettuati principalmente negli esercizi 2023 e 2024. Il saldo della gestione finanziaria è sempre stato negativo, sebbene, negli ultimi anni sia stato compensato in gran parte dagli ottimi risultati conseguiti dalla liquidità investita. L'unico esercizio che si discosta da tale andamento è il 2023, anno della cessione del ramo aziendale a Burberry, con conseguente realizzo di una plusvalenza di oltre 20 milioni di euro. È importante soffermarsi sul fatto che, se le condizioni di mercato non fossero peggiorate e il Gruppo avesse proseguito sull'ottima traiettoria di crescita mostrata sino al 2023, tutti i tassi di crescita medi composti commentati sinora sarebbero stati positivi ed estremamente ottimisti. A sostegno di questa tesi basti considerare che il CAGR del fatturato realizzato tra il 2019 e il 2023 era pari al 27%; il CAGR dell'EBITDA era pari al 33%; quello dell'utile adjusted

(neutralizzato l'effetto della plusvalenza realizzata sulla cessione del ramo aziendale a Burberry e delle svalutazioni) era pari al 10%. Considerando il passaggio del risultato d'esercizio da un utile di circa 3,8 milioni di euro nel 2019, ad una perdita di un milione di euro nel 2024, il dato potrebbe apparire critico, nonché fuorviante: sull'ultimo esercizio, infatti, hanno pesato in modo particolare le svalutazioni degli avviamenti e la fiscalità. Prendendo come riferimento l'utile d'esercizio adjusted si ha invece una fotografia ben più rappresentativa della situazione economica reale: presenta un'incidenza sul fatturato media pari al 5%, con un CAGR lievemente negativo (-5%), che riflette l'inasprimento delle condizioni di mercato alle quali il Gruppo deve operare. Nonostante il ROE sia in sofferenza nel 2024 per le ragioni sopraindicate, la media dell'indice di redditività del PN si attesta sul 20%.

Per quanto riguarda le voci di stato patrimoniale, è interessante notare come, in linea con le aspettative, le immobilizzazioni sono cresciute notevolmente (CAGR del 72%) in 6 esercizi; in particolar modo ad avere l'esplosione più importante sono state le immobilizzazioni immateriali, rappresentate principalmente da avviamenti delle partecipate, brevetti industriali e licenze software. Il capitale circolante netto è aumentato del 30%; la sua incidenza media sul capitale investito netto è poco superiore rispetto a quella presentata dal Gruppo Prada, in linea con la natura del business dei due gruppi (il primo B2B e il secondo B2C). Il Patrimonio Netto del gruppo evidenzia una crescita significativa e costante nel periodo 2019-2024, passando da 17,4 milioni di euro a 36,3 milioni di euro, con un CAGR pari a +16%. Tale andamento riflette un progressivo rafforzamento della struttura patrimoniale del Gruppo, sostenuto dalla generazione di risultati positivi e dal consolidamento delle riserve. Il debito finanziario totale mostra un aumento rilevante nel periodo analizzato, passando da 3,7 milioni di euro nel 2019 a 43,2 milioni di euro nel 2024, con un CAGR pari a +63,6%. Il rapporto Debt/Equity evidenzia una crescente incidenza del debito sulla struttura patrimoniale, passando da 0,21 nel 2019 a 1,19 nel 2024 (CAGR +41%). Il livello attuale indica una struttura finanziaria più equilibrata ma maggiormente levered rispetto al passato, compatibile con una gestione finanziaria sostenibile.

Passando al rendiconto finanziario, la gestione operativa genera flussi di cassa strutturalmente positivi lungo tutto il periodo analizzato, confermando la capacità del Gruppo di trasformare il risultato economico in liquidità. La gestione degli investimenti

presenta saldi costantemente negativi, riflettendo un'intensa attività di impiego di risorse finanziarie coerente con una strategia di crescita e rafforzamento industriale. I deflussi cumulati nel periodo indicano un assorbimento significativo di liquidità, finanziato in parte dalla gestione operativa e, nei momenti di maggiore intensità, dal ricorso alla gestione finanziaria. In cinque dei sei esercizi analizzati la gestione finanziaria ha generato un flusso di cassa positivo, nonostante i rimborsi del debito e la distribuzione di dividendi, grazie al forte ricorso all'indebitamento. Il saldo complessivo delle tre gestioni risulta lievemente positivo nel 2024, determinando una sostanziale stabilità delle disponibilità liquide. Negli anni precedenti si osserva una maggiore volatilità, con esercizi caratterizzati da forti assorbimenti di cassa (2022) e altri da significativi incrementi delle disponibilità liquide (2020-2021). Nel complesso, la dinamica evidenzia una gestione attiva e flessibile della liquidità, in grado di assorbire cicli di investimento intensi senza compromettere l'equilibrio finanziario di breve periodo.

La Posizione Finanziaria Netta riflette la dinamica dei flussi sopra descritti. Dopo una fase di cash positive protrattasi fino al 2021, la PFN diventa negativa nel 2022 a seguito del forte assorbimento di cassa legato agli investimenti. Nel 2023 si registra un temporaneo riequilibrio, mentre nel 2024 la PFN si attesta a -14,4 milioni di euro, coerentemente con l'intensificazione degli investimenti e il ricorso a mezzi di terzi evidenziato dal saldo positivo della gestione finanziaria. La PFN risulta pertanto espressione di scelte strategiche di crescita, più che di tensioni strutturali di liquidità. Il rapporto PFN/PN evidenzia una leva finanziaria moderata, pari al 40% nel 2024, in miglioramento rispetto al 56% registrato nel 2022. Nonostante il ritorno a una PFN negativa, l'indicatore rimane su livelli compatibili con una struttura patrimoniale solida, sostenuta dalla significativa

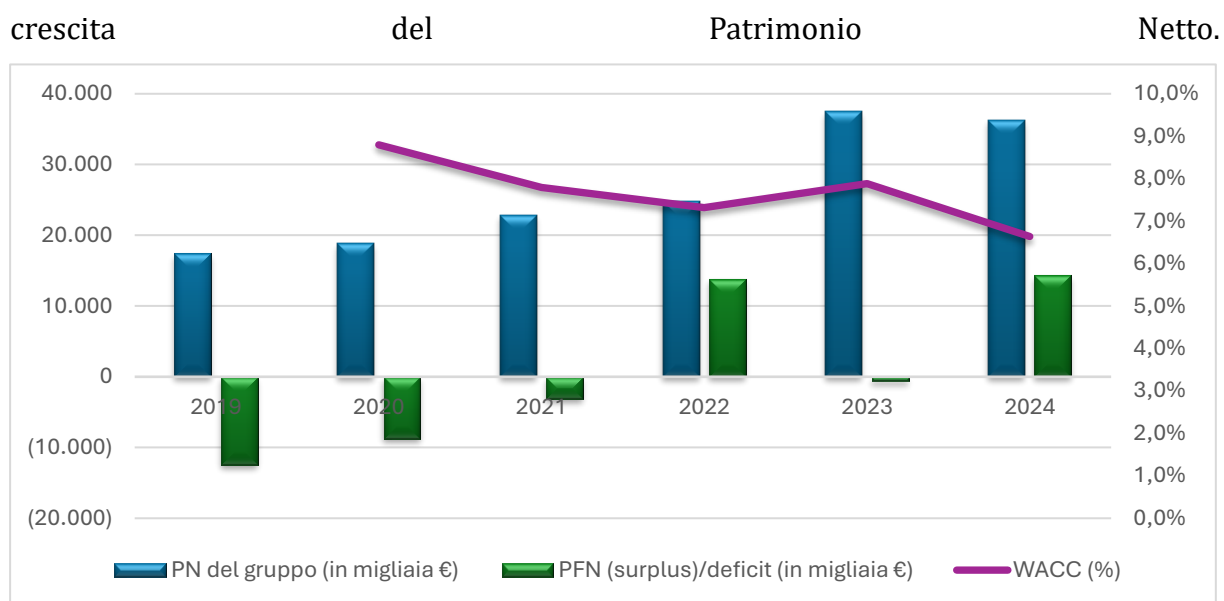


Grafico 16: andamento di PN di gruppo, PFN e WACC del Gruppo Pattern (elaborazione autonoma).

L'analisi congiunta dei flussi di cassa e della PFN suggerisce che le acquisizioni realizzate nel periodo siano state finanziate attraverso una combinazione di autofinanziamento operativo e ricorso a mezzi di terzi, con una prevalenza di quest'ultima componente negli esercizi caratterizzati da maggiore intensità degli investimenti. In particolare, i flussi di cassa positivi della gestione operativa hanno contribuito in modo significativo alla copertura degli impieghi legati alle operazioni di acquisizione, pur non risultando sufficienti, nei singoli esercizi, ad assorbire integralmente i deflussi della gestione degli investimenti. Nel complesso, le acquisizioni appaiono pertanto finanziate secondo un approccio equilibrato, volto a preservare la liquidità disponibile e il rafforzamento patrimoniale, facendo leva sull'accesso al debito in misura funzionale e non eccessiva rispetto ai mezzi propri.

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DEL GRUPPO	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	CAGR
(Valori percentuali o assoluti in euro)							
Ricavi	128.015.638	147.904.233	111.011.213	70.025.703	53.863.721	55.737.586	18,1%
Ebitda	13.030.428	18.827.765	11.118.671	7.689.925	5.384.785	5.944.539	17,0%
Ebit	3.502.071	8.385.628	6.882.400	5.266.023	3.565.561	5.490.852	-8,6%
Risultato netto d'esercizio imputabile al	(1.017.212)	21.118.867	2.593.065	2.998.895	2.269.894	3.792.621	
PN di gruppo	36.315.239	37.458.694	24.796.050	22.922.861	18.932.242	17.393.698	15,9%
Indebitamento finanziario medio annuo	34.566.431	29.400.147	26.306.621	17.275.234	9.265.584	3.688.327	56,4%
Capitale Investito Netto (CIN)	57.916.299	41.853.659	43.481.275	22.037.106	12.155.336	5.008.125	63,2%
Attività totali	121.331.980	108.051.742	102.998.965	70.559.823	50.029.472	32.948.165	29,8%
Ebitda / Totale ricavi	10,2%	12,7%	10,0%	11,0%	10,0%	10,7%	-1,0%
ROS (Ebit / Totale ricavi)	2,7%	5,7%	6,2%	7,5%	6,6%	9,9%	
ROI - (EBIT/ CIN)	6,0%	20,0%	15,8%	23,9%	29,3%	109,6%	
ROA - (EBIT /attività)	2,9%	7,8%	6,7%	7,5%	7,1%	16,7%	
ROE - (Utile/PN)	-2,8%	56,4%	10,5%	13,1%	12,0%	21,8%	
ROD (oneri finanziari/debito finanziario r	2,8%	2,8%	1,1%	0,7%	1,2%	1,5%	13,3%
ICR (Ebit/oneri finanziari)	3,67	10,09	24,24	42,12	31,94	100,60	
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI	31.12.2024	31.12.2023	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	
Debito finanziario totale	43.238.180	25.894.681	32.905.613	19.707.628	14.842.840	3.688.327	63,6%
PFN (surplus)/deficit	14.375.244	(641.598)	13.852.986	(3.086.557)	(8.776.163)	(12.385.573)	
Moltiplicatore del capitale proprio (Attività	3,34	2,88	4,15	3,08	2,64	1,89	12,0%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/att	29,9%	34,7%	24,1%	32,5%	37,8%	52,8%	-10,7%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	1,19	0,69	1,33	0,86	0,78	0,21	41,2%
PFN/Equity	40%	cash positive	56%	cash positive	cash positive	cash positive	
Indice di copertura del debito (PFN/EBIT	1,10	cash positive	1,25	cash positive	cash positive	cash positive	

Tabella 3: principali metriche del Gruppo Pattern negli anni 2019-2024 (elaborazione autonoma).

Infine, è stata effettuata una stima autonoma del costo medio ponderato del capitale (WACC) del Gruppo, seguendo lo stesso processo di calcolo effettuato per quantificare il WACC del Gruppo Prada. Solo a fini riassuntivi, quindi, si è calcolato il Beta Levered di ciascun esercizio a partire dal Beta Levered calcolato da Yahoo Finance; ottenuto questo dato si è proceduto al costo del capitale proprio (K_e) e infine si è calcolato il WACC sulla base del peso del capitale proprio e della PFN sulle risorse finanziarie totali. Ai fini della determinazione del costo del capitale proprio, il tasso risk free è stato assunto pari al rendimento del titolo di Stato tedesco a 10 anni, in quanto rappresentativo di un'attività priva di rischio nell'area euro, coerentemente con il contesto geografico in cui opera il Gruppo Pattern e i suoi principali clienti. Il premio per il rischio di mercato è stato invece stimato facendo riferimento all'indice STOXX 600, già utilizzato nell'analisi di quello che potrebbe essere un cliente-tipo del gruppo, quale Prada. Tale scelta riflette la natura del modello di business di Pattern, fortemente dipendente dall'andamento dei

brand del settore del personal luxury goods, risultando pertanto coerente adottare un proxy di mercato che rappresenti il contesto economico-finanziario in cui operano i clienti finali del gruppo. Il Beta Levered stimato per ciascun esercizio è risultato essere pari al Beta Unlevered (0,88) quando la PFN era costituita da liquidità in eccesso; mentre, nei due esercizi in cui la PFN è rappresentata da indebitamento netto, il Beta Levered è oscillato tra lo 0,96 e lo 0,90, valori superiori rispetto al Beta Levered stimato del Gruppo Prada (nonostante esso presentasse costantemente un indebitamento superiore alle disponibilità liquide). Questa differenza nel rischio operativo non diversificabile dei due Gruppi è riconducibile alla natura del modello di business adottato dalle due entità. In qualità di brand owner, Prada beneficia di una forte riconoscibilità del marchio e di un significativo pricing power, che consentono di preservare vendite e marginalità anche in fasi di rallentamento macroeconomico, riducendo l'elasticità dei ricavi al ciclo. Al contrario, il Gruppo Pattern, operando come fornitore terzista per i principali marchi del lusso, risulta maggiormente esposto alla volatilità degli ordini dei clienti e non può compensare eventuali contrazioni della domanda attraverso marchi propri. Tale asimmetria, unitamente a una struttura di margini mediamente inferiori, giustifica un livello di beta più elevato e una maggiore sensibilità al ciclo economico. Coerentemente con la II proposizione di Modigliani-Miller, il costo dell'equity aumenta all'aumentare dell'indebitamento netto, in funzione del maggior rischio finanziario sopportato dagli azionisti; mentre il WACC diminuisce all'aumentare dell'indebitamento netto in funzione del minor costo del debito rispetto al costo dell'equity e del maggior peso del debito sulla totalità delle risorse finanziarie.

WACC	2024	2023	2022	2021	2020
(ammontare in migliaia di euro)					
Beta levered (5Y monthly) (2024-2020)	0,92				
PFN (surplus)/deficit	14.375.244	(641.598)	13.852.986	(3.086.557)	(8.776.163)
Capitalizzazione di mercato	68.450.000	93.350.000	95.840.000	95.710.000	54.860.000
Gearing ratio	21,0%	0,0%	14,5%	0,0%	0,0%
Gearing ratio medio	7,1%				
Tax rate medio	37%				
Beta Unlevered	0,88				
Tax rate t	89%	17%	38%	29%	13%
Beta Levered t	0,90	0,88	0,96	0,88	0,88
Tasso risk Free (Rf) Bund tedesco a 10 anni *	2,41%	2,43%	1,18%	0,00%	0,00%
Tasso di rischio medio di mercato (Rm) STOXX 600	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%	8,58%
Costo dell'equity (Ke t)	8,0%	7,8%	8,3%	7,6%	7,6%
Capitalizzazione+PFN	82.825.244	92.708.402	109.692.986	92.623.443	46.083.837
WACC	6,6%	7,9%	7,3%	7,8%	8,8%
ROIC - (NOPAT/CIN)	1,0%	9,4%	10,3%	17,5%	26,0%
* Negli esercizi in cui il rendimento dell'obbligazione è diventato negativo si sono assunti valori pari allo 0%.					

Tabella 4: stima del WACC del Gruppo Pattern (elaborazione autonoma).

Anche in questo caso, a conclusione dell'analisi, si sono posti a confronto il costo medio ponderato del capitale e il rendimento del capitale investito (ROIC), al fine di verificare se ci sia stata o meno generazione di valore a favore dei finanziatori, di rischio o di debito che siano. Ad eccezione dell'esercizio 2024, il ROIC si è mantenuto su livelli superiori rispetto al WACC, confermando l'ipotesi di generazione di valore grazie all'espansione inorganica. Tale dinamica si è manifestata nonostante la progressiva riduzione dell'indice nel corso degli anni, riconducibile alla fase del ciclo di vita nella quale si trova il Gruppo: essendo esso nato da pochi anni e in forte espansione, nel 2019 presentava un Capitale Investito Netto basso che man mano è aumentato in modo più che proporzionale rispetto al NOPAT grazie all'espansione delle attività, ragione per cui negli esercizi il rapporto NOPAT/CIN è andato diminuendo.

In aggiunta all'analisi individuale, si sono confrontati alcuni KPI dei gruppi analizzati sinora: il Gruppo Prada e il Gruppo Pattern. In particolare, grazie al proprio pricing power e all'attrattività dei brand, il Gruppo Prada ha avuto un rendimento sulle vendite medio pari a circa il 15%, più del doppio rispetto a quello ottenuto dal Gruppo Pattern nel medesimo periodo. Il confronto tra l'intensità di investimento, misurata attraverso il rapporto CAPEX/ricavi, evidenzia una differenza strutturale tra il Gruppo Prada e il

Gruppo Pattern. In particolare, Prada presenta un rapporto mediamente inferiore (attorno al 9%), riflettendo un modello di business caratterizzato da una maggiore flessibilità produttiva e da una minore rigidità della base di costi operativi. In qualità di brand owner, il Gruppo Prada può infatti modulare i volumi produttivi in funzione del ciclo economico, preservando la redditività anche in fasi di rallentamento della domanda. Al contrario, il Gruppo Pattern mostra un rapporto CAPEX/ricavi medio più elevato (intorno al 15%), coerente con la natura industriale e labour-intensive del modello di business dei terzisti del lusso. Tale maggiore intensità di investimento implica una struttura produttiva meno comprimibile nel breve periodo e una più elevata leva operativa, che amplifica l'impatto delle variazioni dei ricavi sui risultati economici. Questo elemento contribuisce a spiegare il livello strutturalmente inferiore del ROS registrato dal Gruppo Pattern rispetto a Prada, nonché una maggiore volatilità dei flussi operativi. In conclusione, una più elevata intensità di CAPEX a fronte di margini operativi inferiori si traduce in una maggiore esposizione al ciclo economico e, conseguentemente, in un più elevato rischio operativo percepito dagli investitori, coerente con i valori di beta e WACC osservati per il Gruppo Pattern rispetto al Gruppo Prada.

Conclusioni

L'analisi del Gruppo Pattern evidenzia un percorso di crescita fortemente orientato all'integrazione industriale e all'espansione per linee esterne, coerente con l'obiettivo di costruire un polo italiano dell'ingegneria e produzione nel fashion luxury. Le acquisizioni selettive realizzate negli ultimi anni hanno consentito di ampliare progressivamente il perimetro operativo e di consolidare competenze distintive nelle principali categorie merceologiche, rafforzando il posizionamento del Gruppo come partner strategico dei brand del lusso. Tale impostazione si è tradotta in una crescita significativa delle dimensioni operative e in un rafforzamento della struttura industriale nel corso della fase espansiva del ciclo settoriale. Tuttavia, la natura B2B del modello di business, privo di pricing power diretto e dipendente dagli ordinativi dei brand clienti, ha comportato una maggiore esposizione alla contrazione dei volumi registrata nell'ultimo esercizio. La riduzione dei ricavi, non accompagnata da un proporzionale ridimensionamento dei costi produttivi – caratterizzati da una significativa rigidità – ha determinato una compressione della redditività operativa e un risultato netto negativo, ulteriormente influenzato da un carico fiscale particolarmente oneroso. In definitiva, il caso Pattern mostra come un modello di crescita inorganica e ad alta intensità industriale possa generare valore nelle

fasi di espansione, ma al contempo amplificare la volatilità dei risultati nelle fasi di rallentamento, evidenziando la stretta relazione tra struttura operativa, leva finanziaria e sensibilità al ciclo settoriale.

3.1.3 Style Capital SGR

L'analisi delle performance di Style Capital SGR richiede un approccio prevalentemente qualitativo, coerente con la natura degli investimenti di private equity, per i quali i rendimenti non sono osservabili attraverso metriche periodiche di mercato, ma si materializzano principalmente sotto forma di capital gain al momento della dismissione delle partecipazioni.

Strategia d'investimento

Style Capital³² è una società di gestione del risparmio italiana specializzata nei settori del Lifestyle, Fashion e Personal Luxury Goods, con una strategia di investimento focalizzata su imprese di medie dimensioni, caratterizzate da un fatturato indicativamente compreso tra 20 e 200 milioni di euro. Il fondo non prevede limitazioni geografiche e seleziona società dotate di una forte identità di marca, di un know-how creativo interno consolidato e di un significativo potenziale di crescita internazionale, con una bassa concentrazione geografica dei ricavi e un modello distributivo orientato allo sviluppo dei canali retail e digitali.

Dal punto di vista operativo, Style Capital effettua investimenti in equity con un ticket medio pari a circa 40 milioni di euro, generalmente compreso in un intervallo tra 20 e 70 milioni, anche attraverso la possibilità di coinvestimento da parte dei limited partners. Il portafoglio è tipicamente composto da 6-8 partecipazioni, con un orizzonte temporale di investimento compreso tra i 4 e i 6 anni, in funzione delle specificità del piano industriale delle società target. L'intervento del fondo può assumere la forma di operazioni di maggioranza o di minoranza, attraverso aumenti di capitale, acquisizioni di quote esistenti o leveraged buy-out caratterizzati da livelli di leva finanziaria contenuti. In tale contesto, Style Capital svolge un ruolo attivo di "smart capital", supportando le partecipate nelle scelte strategiche relative all'espansione geografica, allo sviluppo retail e digitale e al rafforzamento dell'organizzazione manageriale.

³² <https://www.stylecapital.it/>

Panoramica sui progetti d'investimento

Un riscontro particolarmente significativo sull'efficacia della strategia di investimento emerge dall'analisi di alcuni business case conclusi con successo. L'operazione su *Twinsset* (Light Force S.p.A.), avviata nel dicembre 2008 tramite un aumento di capitale che ha portato Style Capital a detenere una partecipazione pari al 25%, si è conclusa nel luglio 2012 con un multiplo sul capitale investito pari a circa 9x e un tasso interno di rendimento (IRR) del 77%. Nel periodo di holding, il fatturato della società è cresciuto da 38 milioni a 103 milioni di euro, registrando un CAGR del 39%, mentre l'EBITDA è aumentato da 6,9 milioni a 23,7 milioni di euro, con un miglioramento dell'EBITDA margin dal 18% al 23%. Tale crescita è stata sostenuta dall'espansione della rete retail, con l'apertura di sette punti vendita monomarca diretti, dallo sviluppo del canale e-commerce e dall'ampliamento del portafoglio prodotti.

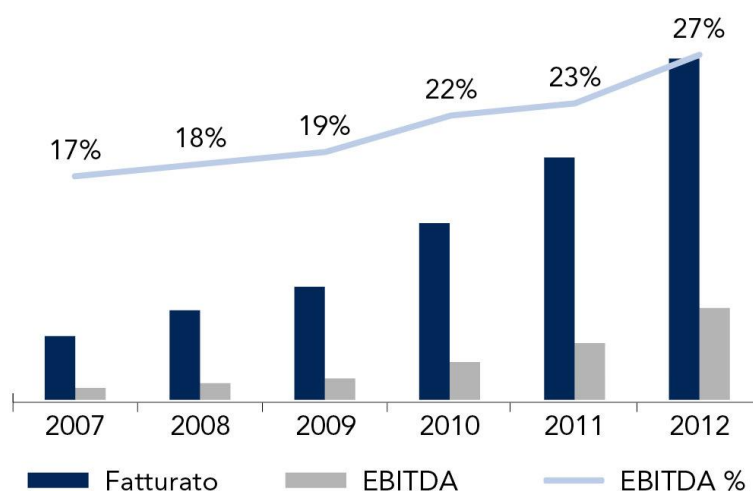


Grafico 17: andamento di fatturato, EBITDA e margine operativo lordo di Twinsset (fonte: Style Capital SGR).

Un ulteriore esempio rilevante è rappresentato dall'investimento in *Golden Goose*, effettuato nel marzo 2013 attraverso un'operazione di soft leveraged buy-out che ha consentito a Style Capital di acquisire una partecipazione pari al 38,25%, con il controllo della governance societaria. Il disinvestimento, avvenuto nel maggio 2015, ha generato un multiplo sul capitale investito pari a 4,6x e un IRR superiore al 99%. Durante il periodo di investimento, il fatturato della società è aumentato da 21,4 milioni a 76 milioni di euro, con un CAGR del 49%, mentre l'EBITDA è cresciuto da 5,7 milioni a circa 18 milioni di euro. La creazione di valore è stata trainata dall'accelerazione dell'internazionalizzazione, dall'apertura di 13 punti vendita monomarca, dallo sviluppo del canale e-commerce e dall'ingresso in nuovi mercati attraverso accordi di distribuzione e franchise.

Anche l'operazione su *Zimmermann* costituisce un caso di successo significativo, sebbene caratterizzato da una tempistica più recente. Style Capital è entrata nel capitale della società nel febbraio 2021, acquisendo una quota di circa il 70%, per poi procedere a un disinvestimento parziale nel novembre 2023. Nel periodo considerato, il fatturato è cresciuto da 221,3 milioni a 506,5 milioni di dollari australiani, con un CAGR del 32%, mentre l'EBITDA è aumentato da 41,2 milioni a 122,7 milioni di dollari australiani. La crescita è stata sostenuta dall'espansione del canale retail in Europa e negli Stati Uniti, dal rafforzamento della presenza nei mercati asiatici e mediorientali e dall'ampliamento della categoria accessori.

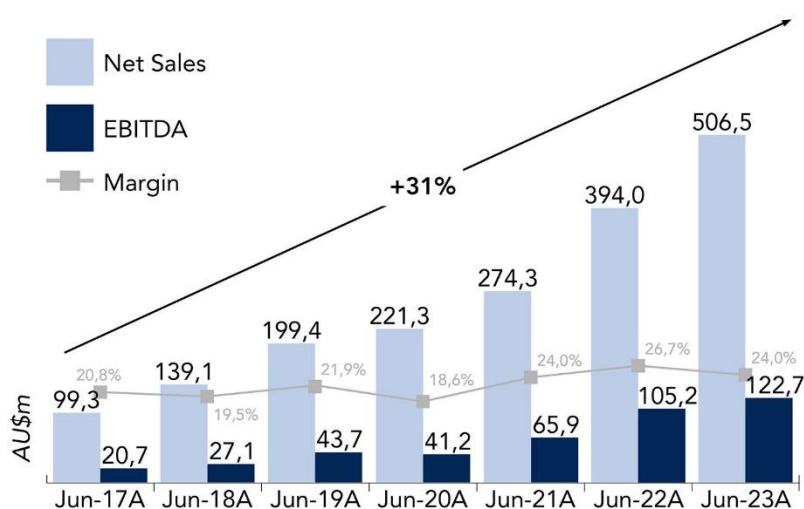


Grafico 18: andamento di fatturato, EBITDA e margine operativo lordo di Zimmermann (fonte: Style Capital SGR).

Accanto a tali operazioni concluse con risultati particolarmente positivi, il portafoglio di Style Capital include partecipazioni ancora in essere che presentano performance più eterogenee. Nel caso di *Forte_Forte*, società nella quale il fondo è entrato nel 2017 acquisendo una partecipazione di maggioranza pari al 54,96%, l'investimento ha consentito una significativa evoluzione del modello di business. Il fatturato del marchio ha raggiunto circa 30 milioni di euro, con una quota di ricavi esteri pari a circa il 65%, e la rete retail è stata progressivamente ampliata fino a comprendere 9 negozi monomarca nelle principali capitali internazionali da Roma a Londra, da Cannes a Los Angeles, da Londra a Madrid, che oggi generano circa il 30% dei ricavi complessivi. Tuttavia, la piena valorizzazione dell'investimento risulta condizionata dal contesto di mercato avverso che

caratterizza il segmento di riferimento³³. Osservando il bilancio d'esercizio redatto dalla società (Forte_Forte S.R.L., 2017-2024), dal 2017 al 2024 i ricavi hanno avuto un CAGR del 11%, l'EBIT del 6% e l'incidenza di quest'ultimo sui ricavi è passata da rappresentare il 14% al 12%. L'andamento dell'EBIT non è stato affatto lineare: infatti, dopo una crescita stabile tra il 2017 e il 2019 ha subito un'inversione di rotta, causata probabilmente dalla pandemia, ed è tornato a crescere nel 2022. La società ha aumentato il ricorso al capitale di debito, che è passato dal valere poco più di 1.3 milioni di euro a circa 3,4 milioni di euro ma, grazie all'aumento di capitale effettuato dal fondo, il rapporto debt to equity è diminuito del 55% (passando dal 62% al 28% in 8 anni). L'andamento dell'EBIT e della gestione finanziaria si sono riflessi sul risultato d'esercizio, che negli anni osservati ha avuto un CAGR negativo seppure contenuto (-5%), ma dal 2022 ha dimostrato un trend di resilienza e risalita.

Un altro esempio è l'investimento avvenuto nel 2018 nel capitale di *MSGM*, marchio italiano attivo nel segmento del luxury contemporary, acquisendo una partecipazione pari al 32% del capitale sociale attraverso un'operazione che ha combinato l'acquisto di quote esistenti con un rilevante aumento di capitale³⁴. L'investimento è stato concepito con l'obiettivo di sostenere una fase di ulteriore sviluppo dimensionale e di rafforzamento del posizionamento internazionale della società, facendo leva sulla riconoscibilità del marchio e sul suo forte contenuto creativo. Al momento dell'ingresso del fondo, *MSGM* presentava una rete di dieci punti vendita monomarca distribuiti tra Europa e mercati extraeuropei, con una presenza già significativa in Asia e Medio Oriente. Il piano industriale delineato con il supporto di Style Capital prevedeva un'accelerazione dello sviluppo del canale retail diretto, attraverso l'apertura di nuovi flagship store nelle principali capitali della moda internazionale, tra cui Londra e New York, nonché un più ampio programma di espansione che contemplava l'apertura di circa 30 negozi monomarca a livello globale nel triennio successivo. Parallelamente, sul fronte wholesale, l'intervento del fondo era finalizzato al potenziamento della struttura distributiva, con particolare attenzione al mercato statunitense, ritenuto strategico per la crescita futura del brand. Dal punto di vista economico-finanziario, *MSGM* aveva registrato nel 2017 un fatturato complessivo pari a circa 50 milioni di euro, con un tasso di crescita medio annuo

³³ <https://www.fashionmagazine.it/business/milano-fashion-week-for-te-for-te-style-capital-insieme-al-wholesale-per-capsule-customizzate-116512>

³⁴ <https://www.pambianconews.com/2018/02/26/a-style-capital-il-32-di-msgm-231461/>

del 15% nel triennio precedente e un margine operativo lordo attestato intorno al 18%. Nonostante tali premesse, l'evoluzione successiva dell'investimento si è inserita in un contesto di mercato particolarmente sfidante per il segmento del lusso accessibile, elemento che ha contribuito a rendere più complesso il pieno dispiegarsi delle strategie di crescita delineate nella fase iniziale dell'operazione. Tra il 2018 e il 2024, MSGM ha affrontato anni complessi (MSGM S.R.L., 2018-2024), nei quali il fatturato ha avuto un CAGR negativo, pari al -10% e un EBIT decisamente più sofferente, che dai 10 milioni di euro del 2018 è arrivato a -4,8 milioni di euro. Osservando lo Stato patrimoniale consolidato si può notare immediatamente un generale ridimensionamento del business; infatti, le attività totali sono passate dai 47 milioni di euro del 2018 a 35,7 milioni di euro nel 2024. La struttura finanziaria si è rafforzata, grazie alla diminuzione del peso del debito sulle fonti totali; inoltre, nonostante le difficoltà, il 2024 è stato l'unico esercizio conclusosi con una perdita, mentre gli altri anni l'utile è rimasto positivo, anche se con un andamento piuttosto altalenante.

Infine, un progetto che la SGR ha concluso ma con poco successo, è quello rappresentato dall'investimento in *LuisaViaRoma* avvenuto nel 2021³⁵. Quest'ultimo si inserisce in una fase storica in cui il canale digitale ha assunto un ruolo strategico centrale nel settore del lusso: nel 2021, in piena fase pandemica, il commercio elettronico ha registrato una crescita straordinaria, accelerando processi di digitalizzazione già in atto e rafforzando la rilevanza delle piattaforme omnicanale come leve fondamentali di sviluppo. In tale contesto, l'ingresso di Style Capital nel capitale di LuisaViaRoma, piattaforma di e-commerce di moda di alta gamma con una presenza fisica selettiva a Firenze e New York, rispondeva a una logica industriale coerente con le dinamiche di mercato prevalenti. L'operazione, realizzata attraverso il veicolo Florence S.r.l., ha portato all'acquisizione complessiva del 42% della società per un controvalore di circa 140 milioni di euro, di cui Style Capital deteneva il 22%, accompagnato dal controllo della governance grazie al possesso di azioni di categoria speciale. Il successivo mutamento della traiettoria dell'investimento deve tuttavia essere interpretato alla luce del profondo cambiamento del contesto macroeconomico e settoriale intervenuto nella fase post-pandemica. Il

³⁵ <https://www.fashionmagazine.it/business/obiettivo-del-riassetto--la-quotazione-a-style-capital-il-40-di-luisaviaroma.-anche-marco-marchi-entra-come-socio-108160#:~:text=an.bi.&text=Il%20riassetto%20azionario%20di%20LuisaViaRoma,anni%2C%20probabilmente%20a%20Piazza%20Affari.&text=an.bi>

progressivo ritorno a condizioni di normalità nei comportamenti di consumo ha ridimensionato il tasso di crescita dell'e-commerce, mentre il deterioramento dello scenario macroeconomico ha inciso in modo significativo sulla domanda di beni di lusso, in particolare nella fascia del lusso accessibile. In questo scenario, LuisaViaRoma ha manifestato crescenti tensioni finanziarie, culminate nel 2024 con l'ammissione alla procedura di composizione negoziata della crisi e con il ricorso a strumenti di gestione degli esuberanti per una parte significativa della forza lavoro. In tale contesto, Style Capital ha proceduto alla dismissione della propria partecipazione, cedendo la quota del 22% detenuta in Florence S.r.l. a Tommaso Maria Andorlini³⁶, amministratore delegato della società, già azionista di minoranza attraverso la holding di controllo. L'operazione, il cui valore non è stato reso pubblico, ha determinato un riassetto della governance volto a ricondurre la società a una dimensione imprenditoriale di lungo periodo. Nel complesso, il caso LuisaViaRoma evidenzia come un investimento avviato su presupposti strategicamente razionali e coerenti con il contesto di mercato del momento possa subire una revisione sostanziale degli esiti attesi a seguito di shock esogeni e di un rapido mutamento delle condizioni macroeconomiche e settoriali.

A completamento dell'analisi, il portafoglio di Style Capital include alcuni investimenti di acquisizione molto recente, per i quali non risulta ancora possibile condurre una valutazione attendibile delle performance economico-finanziarie a causa della limitata storicità post-investimento. In particolare, nel 2023 il fondo ha effettuato investimenti in U-Power e Soeur, mentre nel 2024 ha acquisito una partecipazione in Autry. Tali operazioni si inseriscono in una fase più recente della strategia di investimento e presentano caratteristiche eterogenee rispetto ai casi precedentemente analizzati.

U-Power è un gruppo italiano fondato nel 2006, attivo nella progettazione e commercializzazione di calzature antinfortunistiche e abbigliamento tecnico per la sicurezza sul lavoro, con una forte presenza nei mercati europei e un posizionamento di leadership nel segmento delle calzature professionali ad alte prestazioni. L'ingresso di Style Capital nel capitale della società risponde a una logica di diversificazione del portafoglio, in quanto il modello di business di U-Power si colloca prevalentemente nel settore del workwear tecnico piuttosto che in quello del lusso accessibile, pur

³⁶ <https://www.pambianconews.com/2025/12/11/nuovo-corso-per-luisaviaroma-style-capital-cede-il-10-ad-andorlini-e-si-prepara-alluscita-468508/>

presentando interessanti prospettive di crescita internazionale e di estensione verso segmenti lifestyle affini.

Soeur è un marchio francese di moda contemporanea fondato nel 2007, attivo nel prêt-à-porter femminile e caratterizzato da un'estetica essenziale e da un posizionamento nel segmento premium. Il brand opera principalmente nei mercati europei, con una rete di boutique dirette e una significativa presenza nel canale wholesale internazionale. L'investimento in *Soeur* appare coerente con il tradizionale focus di Style Capital sui marchi a forte identità stilistica, sebbene la recente acquisizione non consenta ancora una valutazione puntuale degli effetti dell'intervento del fondo sulle performance operative³⁷.

Autry, infine, è un marchio di sneaker lifestyle rilanciato negli ultimi anni, attivo nel segmento casual-premium e con una crescente visibilità nei mercati internazionali. L'investimento realizzato nel 2024 si inserisce in una strategia di ampliamento e diversificazione del portafoglio verso categorie di prodotto differenti rispetto al core business del lusso accessibile, puntando su un brand con forte potenziale di sviluppo commerciale, retail ed e-commerce³⁸. Analogamente ai due progetti d'investimento precedenti, l'operazione su *Autry* segnala una progressiva estensione del perimetro di investimento di Style Capital verso segmenti contigui al fashion e al lifestyle, ma caratterizzati da dinamiche di domanda e profili di rischio in parte distinti.

Alcuni progetti d'investimento effettuati dalla SGR -nello specifico Damiani, Sundek e RE/DONE- non sono stati analizzati a causa dell'assenza di informazioni relative ai deal e dell'impossibilità di reperire i bilanci in anni così addietro.

³⁷ <https://www.pambianconews.com/2023/09/27/style-capital-acquisisce-l80-del-marchio-parigino-soeur-385278/>

³⁸ <https://financecommunity.it/quadrivio-group-cede-autry-a-style-capital-sgr-gli-advisor/>

Società target	Entrata	Quota di partecipazione	Controllo	Stato	Andamento
<i>Twinset</i>	2008	25%	NO	ceduta	↗
<i>Damiani</i>	2008	5,34%	NO	ceduta	↗
<i>Sundek</i>	2008	60%+40%	SI	ceduta	↗
<i>Golden Goose</i>	2012	38,25%	SI	ceduta	↗
<i>Forte_Forte</i>	2017	54,96%	SI	in portafoglio	↘
<i>MSGM</i>	2018	32%	NO	in portafoglio	↘
<i>RE/DONE</i>	2018	30%+70%	SI	in portafoglio	-
<i>LuisaViaRoma</i>	2021	42%	NO	ceduta	↘
<i>Zimmermann</i>	2021	70%	SI	ceduta	↗
<i>Zimmermann</i>	2023	15%	NO	in portafoglio	↗
<i>UPower</i>	2023	5,96%	NO	in portafoglio	↗
<i>Soeur</i>	2023	80%	SI	in portafoglio	↗
<i>Autry</i>	2024	50,20%	SI	in portafoglio	↗

Tabella 5: schema riassuntivo dei diversi progetti d'investimento effettuati da Style Capital SGR³⁹.

Conclusione

Gli investimenti più recenti evidenziano l'evoluzione della strategia di Style Capital verso una maggiore diversificazione settoriale, in risposta sia al mutato contesto macroeconomico sia alle criticità emerse nel segmento del lusso accessibile negli anni più recenti. Il PE ha saputo cogliere opportunità di crescita molto valide, ma nonostante questo, non è immune alla volatilità del settore del Personal Luxury Goods, né all'instabilità macroeconomica, come d'altronde non lo sono nemmeno le grandi maison del lusso, anche se godono di una minore esposizione esposte alle variabili congiunturali grazie alla riconoscibilità del brand. La contrazione del potere d'acquisto del ceto medio e la crescente polarizzazione dei consumi hanno progressivamente spostato la domanda verso l'hard luxury, da un lato, le esperienze e le piccole indulgenze, dall'altro. In tale scenario, i marchi posizionati nella fascia intermedia del lusso incontrano maggiori difficoltà nel sostenere i volumi di vendita e nel compensare la rigidità dei costi fissi, con effetti negativi sulle performance economico-finanziarie nel breve-medio periodo. Di conseguenza, le criticità riscontrate non appaiono riconducibili a carenze nella strategia di investimento del fondo, quanto piuttosto a fattori macroeconomici e settoriali che hanno inciso in modo significativo sulla capacità di crescita delle società partecipate.

3.2 Analisi comparativa di business cases

L'analisi comparativa si basa sullo studio qualitativo e quantitativo dell'evoluzione di due società target: Forte_Forte e Blumarine (Blufin). La prima è stata acquisita nel 2017 dalla

³⁹ Per stabilire se l'andamento delle performance aziendali sia stato positivo o negativo si sono osservati i valori assoluti e il CAGR di fatturato, EBIT e risultato netto d'esercizio di ciascuna società (o gruppo) analizzata, dall'esercizio in cui la SGR ha acquisito la partecipazione fino all'ultimo bilancio disponibile.

SGR Style Capital. La scelta di questo caso risponde a una logica di coerenza metodologica con l'analisi precedentemente condotta sul lato bidder. I fondi di private equity, infatti, quando investono in società brand owner indipendenti e già operative, tendono generalmente ad adottare un approccio di gestione focalizzato sulla singola partecipazione, sviluppando strategie specifiche per ciascun brand piuttosto che promuovere integrazioni operative tra le diverse società in portafoglio. In tali contesti, la creazione di valore si fonda prevalentemente su interventi mirati di natura manageriale, finanziaria e distributiva, calibrati sulle caratteristiche distintive di ciascuna impresa. Pertanto, l'analisi delle scelte strategiche e delle politiche di investimento adottate dal fondo consente di disporre di una chiave interpretativa particolarmente utile per comprendere l'evoluzione della target nel periodo successivo all'acquisizione. L'approccio tipico del private equity, infatti, rende più diretto il legame tra le decisioni assunte a livello di investitore e le dinamiche osservabili a livello di singola società partecipata. Diversamente, Blumarine è entrata a far parte di Exelite (precedentemente Holding Eccellenze Italiane) alla fine del 2019, un gruppo industriale attivo nel settore moda. In questo caso, la comprensione delle dinamiche della target non dipende esclusivamente dalle caratteristiche della singola operazione, ma anche dal modello di business e dall'approccio strategico tipico dei gruppi industriali del lusso, già esaminati nella parte precedente del capitolo.

La selezione delle società oggetto di analisi risponde all'esigenza di garantire la massima omogeneità possibile sotto il profilo settoriale e dimensionale, così da rendere più significativa la comparazione degli effetti legati alla diversa natura dell'investitore. Entrambi i business operano nel segmento del luxury accessible womenswear, condividendo un posizionamento di fascia medio-alta, una forte componente creativa e una struttura distributiva tipica del sistema moda contemporaneo, caratterizzata dalla coesistenza di canali wholesale, retail diretto ed e-commerce. Tali elementi consentono di collocare le due realtà in un contesto competitivo comparabile, riducendo l'influenza di variabili esogene di natura settoriale.

Inoltre, la scelta di concentrarsi su società operanti nel segmento del lusso accessibile risponde anche all'esigenza di ampliare la prospettiva rispetto all'analisi condotta sul lato bidder. I principali acquirenti esaminati in precedenza risultano infatti posizionati, direttamente o indirettamente, nel segmento del lusso intermedio o assoluto,

tradizionalmente caratterizzato da una minore volatilità della domanda nei periodi di crisi macroeconomica. Lo studio di target attive in una fascia di mercato più sensibile alle variazioni del potere d'acquisto e alla fiducia dei consumatori consente quindi di osservare contesti in cui le scelte strategiche e gestionali dell'investitore possono incidere in misura più marcata sulle performance aziendali. In questo modo, l'analisi non si limita a confrontare tipologie di proprietari differenti, ma esplora anche come tali modelli di governance operino in un segmento maggiormente esposto alle turbolenze congiunturali.

Ulteriore criterio di selezione è rappresentato dalla diversa configurazione strategica delle aziende al momento dell'acquisizione. Una delle due società presentava le caratteristiche di un brand storico in fase di rilancio, situazione che ha favorito l'ingresso di un investitore industriale orientato a una logica di valorizzazione di lungo periodo. L'altra, al contrario, si trovava in una fase di crescita e consolidamento della propria identità di marca, risultando coerente con l'intervento di un fondo di private equity interessato ad accelerarne lo sviluppo e a migliorarne la scalabilità. Infine, la scelta di analizzare l'evoluzione delle due imprese lungo un orizzonte temporale che include gli anni della pandemia da Covid-19 e la successiva fase di instabilità macroeconomica consente di osservare come modelli proprietari differenti abbiano reagito agli stessi shock esogeni. Questo elemento rafforza la comparabilità dei casi e permette di valutare la resilienza delle strategie adottate in contesti di elevata incertezza. Nel complesso, pur non ambendo a formulare conclusioni di carattere universale, la comparazione tra i due casi studio offre una chiave di lettura concreta per comprendere come la natura dell'investitore possa incidere sulle scelte gestionali e sulle performance delle società target, aprendo la strada a successive ricerche di più ampia portata.

3.2.1 Business case: Blumarine (Blufin)

Il marchio Blumarine nasce nel 1977 a Carpi per iniziativa di Anna Molinari e del marito Gianpaolo Tarabini Castellani, all'interno del distretto emiliano della maglieria. Nel 1988 viene costituito il Gruppo Blufin, destinato a diventare la struttura industriale e commerciale di riferimento per i marchi sviluppati attorno all'universo Blumarine. Fin dalle origini, l'azienda mostra una marcata vocazione internazionale, che si traduce in un progressivo ampliamento della rete distributiva e in una presenza sempre più strutturata nei mercati esteri. Nel corso degli anni Novanta Blufin consolida la propria crescita attraverso l'apertura di boutique monomarca in Italia e all'estero e l'ingresso in mercati

asiatici strategici (Singapore, Seoul, Taipei, Tokyo, Hong Kong), affiancando all'espansione geografica un ampliamento dell'offerta tramite linee sviluppate in licenza, come il segmento casa, il bridal e il childrenswear. Questa fase di sviluppo consente al gruppo di configurarsi come una realtà italiana del prêt-à-porter femminile di lusso accessibile con una rete distributiva capillare e una quota significativa di ricavi generata fuori dai confini nazionali.

Tra gli anni Duemila e il decennio successivo, la strategia aziendale prosegue lungo la direttrice della diversificazione e dell'estensione di marca, con un ricorso sempre più strutturato al licensing anche in categorie accessorie, mentre la presenza commerciale viene rafforzata in Medio Oriente ed Europa. Parallelamente, tuttavia, iniziano a emergere difficoltà strutturali riconducibili sia alla crescente competizione internazionale sia alla trasformazione dei modelli distributivi, sempre più orientati al canale digitale. La pressione sui margini e l'erosione della redditività diventano progressivamente più evidenti ed inizia a manifestarsi la necessità di un intervento strutturale di riorganizzazione, senza il quale il modello di business è ormai insostenibile⁴⁰. In questo contesto, il 2 dicembre 2019 il 100% di Blufin viene acquisito da Marco Marchi tramite Eccellenze Italiane Holding (EIH), fondata nel 2019 come holding per la gestione delle partecipazioni in Blufin ed Exelite, alla quale fa capo il brand Liu Jo. Blufin ha ottenuto una valutazione di 20 milioni di euro, a fronte di un patrimonio netto poco superiore ai 4 milioni di euro; la differenza verrà registrata nel bilancio della controllante come avviamento. L'operazione si inserisce in un progetto più ampio volto alla creazione di un polo italiano della moda capace di aggregare marchi con una forte identità storica e rilanciarli attraverso sinergie industriali, manageriali e distributive. L'acquisizione assume fin da subito le caratteristiche di un intervento di turnaround, realizzato in una fase particolarmente complessa sia per la situazione pregressa dell'azienda sia per l'imminente shock legato alla pandemia. È importante soffermarsi su una precisazione: Eccellenze Italiane Holding SRL partecipa all'89% Exelite SPA (fondata nel 1995 e usata come holding per la gestione delle partecipazioni in Liu Jo) e al 100% Blufin SPA (Eccellenze Italiane Holding S.R.L., 2019). Ad ogni modo, lo stesso Marco Marchi, in più interviste, parla di Exelite come la diretta partecipante di Blufin. Negli anni successivi, la strategia di rilancio si concentra sul riposizionamento del marchio e sul recupero di

⁴⁰ <https://moda.mam-e.it/blumarine/>

rilevanza nei mercati internazionali. L'obiettivo non è soltanto riattivare la desiderabilità del brand, ma anche riequilibrare il modello di business, individuando negli accessori e nei mercati esteri, in particolare Medio Oriente e Stati Uniti, le principali direttrici di sviluppo. In questa prospettiva Blumarine viene progressivamente reinterpretato come brand a vocazione più lifestyle, con categorie a maggiore marginalità e scalabilità destinate ad assumere un peso crescente rispetto all'abbigliamento tradizionale.

La fase più recente del processo di trasformazione segna un passaggio strutturale decisivo. A partire dal 1° gennaio 2026 EIH assumerà la gestione del marchio Blumarine attraverso un accordo di licenza master che includerà la produzione, la promozione e la commercializzazione di tutte le categorie di prodotto precedentemente gestite dalla società proprietaria del brand, subentrando inoltre nelle relative licenze; in funzione di questo cambio operativo, Blufin cesserà le attività produttive entro la fine dell'esercizio 2026⁴¹. Così facendo, EIH assumerà di fatto il controllo integrale del modello di business del marchio, gestendo produzione, promozione, commercializzazione e retail in un'ottica di piena integrazione.

Alla luce della ricostruzione storica, Blufin si presentava come un gruppo proprietario di un marchio con forte riconoscibilità internazionale, Blumarine, ma inserito in una struttura industriale e organizzativa non più sostenibile sotto il profilo economico-finanziario. L'interesse della bidder appare quindi riconducibile alla presenza di asset immateriali di valore – identità di marca, heritage e diffusione internazionale – a fronte di performance economiche compromesse e di un modello operativo inefficiente, elementi tipici di un'operazione di turnaround. In tale contesto, è verosimile che il prezzo pagato per l'acquisizione di una società legata ad un marchio storico così prestigioso, sia stato molto favorevole, proprio in ragione delle prospettive pessimistiche che caratterizzavano il business al momento dell'operazione.

Prima di procedere con l'analisi delle performance pre-acquisizione, è opportuno delineare il profilo della bidder, al fine di comprendere la natura industriale e strategica del soggetto che ha promosso l'operazione. Sebbene la società capogruppo sia EIH, Exelite

⁴¹ <https://www.pambianconews.com/2026/02/04/exelite-prende-le-redini-di-blumarine-accordo-di-licenza-con-blufin-473378/>

riveste un ruolo strategico all'interno del Gruppo ed è l'unica società operativa prima del 2019; pertanto, l'analisi delle performance ante-2019 è condotta su quest'ultima.

Bidder-side: il Gruppo Exelite (poi Eccellenze Italiane Holding)

Il gruppo Exelite ha origine dal progetto imprenditoriale avviato da Marco Marchi, già fondatore nel 1995 del marchio Liu Jo e autore di un percorso di successo nel segmento della moda premium. L'idea di aggregare realtà con competenze e patrimoni di marca complementari ha portato alla riconfigurazione nel 2019 del Gruppo industriale, concepito come piattaforma di aggregazione strategica in grado di mettere a sistema competenze industriali, manageriali e distributive di diversi marchi italiani di moda storici e ad alto potenziale. Nel 2019, tramite EIH, il Gruppo realizza la sua prima operazione significativa acquisendo Blufin, proprietaria del marchio Blumarine, dando avvio a un progetto di integrazione e valorizzazione dei brand all'interno di una piattaforma più ampia. Negli anni successivi, il gruppo amplia il proprio perimetro con marchi come le diverse linee di Liu Jo, la nuova divisione dedicata all'uomo e altre società operative nei servizi di produzione, logistica e digitale. Nel quinquennio precedente all'acquisizione di Blufin, il Gruppo era composto dalle diverse entità produttive e distributive acquisite, o costituite negli anni in Italia e all'estero, al fine dello svolgimento delle attività di Liu Jo e i suoi brand minori. In questo arco temporale (2015-2019) il Gruppo ha aumentato il proprio fatturato ad un CAGR pari al 7%, passando da 305 a 395 milioni di euro grazie all'espansione delle attività, desumibile dall'aumento della crescita delle immobilizzazioni materiali ad un CAGR del 29%. Complessivamente, i costi della produzione sono cresciuti ad un CAGR del 7%, seguendo una dinamica proporzionale all'aumento del fatturato, suggerendo che quest'ultimo è aumentato grazie all'effettivo aumento dei volumi venduti, che di riflesso ha richiesto l'ampliamento della capacità produttiva (Exelite S.P.A., 2015-2019). Il risultato operativo è cresciuto del 10%, passando da 30,7 a 44,6 milioni di euro. Ad ogni modo, il risultato d'esercizio imputabile al gruppo ha sostenuto un CAGR negativo, pari al -2%, attestandosi su una media di 30 milioni di euro. La leggera riduzione dell'utile è imputabile al peggioramento del saldo finanziario, infatti, nel quinquennio gli oneri finanziari sono aumentati del 15%, di fronte ad una diminuzione dei proventi del 40%. Il patrimonio netto del gruppo è diminuito del 21%, a fronte di un aumento del debito bancario di breve e lungo termine del 169%; nonostante il dato possa sembrare allarmante, il rapporto debt/equity si è assestato sul valore di 45%,

che non solo è sostenibile ma dimostra anche una strategia finanziaria più sofisticata, dove il gruppo sfrutta il debito come leva per generare maggiore valore, a fronte di un costo medio ponderato del capitale inferiore e di un maggiore scudo fiscale.

Analisi delle performance pre-acquisizione

L'analisi delle performance nel periodo precedente all'acquisizione è finalizzata a comprendere le condizioni economiche e strategiche che hanno reso la società un progetto di investimento rilevante per l'acquirente; nonché quale sia stato il contributo del player industriale nella gestione della target post-acquisizione. Inizialmente, l'analisi avrebbe dovuto riguardare esclusivamente i due esercizi precedenti all'acquisizione; ad ogni modo, si è verificato che una visione così ristretta non avrebbe permesso di comprendere la vera evoluzione della situazione economico patrimoniale e finanziaria di Blufin. Di conseguenza, si è deciso di analizzare, anche se più sinteticamente, i cinque esercizi precedenti, ovvero l'arco temporale 2015-2019 (compreso quest'ultimo esercizio, dato che l'acquisizione è avvenuta proprio all'inizio di dicembre). Sono stati analizzati i bilanci d'esercizio redatti da Blufin, chiusi il 31 dicembre di ciascun anno, in quanto la società, pur detenendo due partecipazioni di controllo, presentava i requisiti per l'esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato da parte della società capogruppo (ex art. 27 D. Lgs. 127/91)⁴². Suddette partecipazioni sono rappresentate da:

- la partecipazione al 100% del capitale sociale di Blumarine SRL, poi fusa per incorporazione nella società controllante nel novembre 2019;
- la partecipazione all'80% del capitale sociale di Marcel Art Stamperia SRL, in liquidazione dall'esercizio 2015 e completamente svalutata (svalutazione pari a € 1.186.860).

Ad inizio 2015 Blufin deteneva il 90% della società Blumarine SRL, la cui partecipazione era iscritta ad un valore di € 9.296; nel corso dell'anno ne ha acquisito il restante 10% per un valore di € 16.664. Dall'analisi emerge un'erronea contabilizzazione della rinuncia al credito vantato verso Blumarine SRL per un valore di € 857.559, la quale è stata imputata ad incremento del valore della partecipazione. Tale trattamento ha comportato una rivalutazione della partecipazione priva di adeguato fondamento contabile. Dunque, alla

⁴² Il D.Lgs. 127/1991 (art. 27) esonera dall'obbligo di bilancio consolidato i gruppi "di modeste dimensioni" che, su base consolidata/aggregata, non superano per due esercizi consecutivi due dei seguenti limiti: € 25 milioni di attivo, € 50 milioni di ricavi, 250 dipendenti medi.

fine dell'esercizio il valore delle partecipazioni in imprese controllate (interamente imputabile a Blumarine SRL) è pari a € 883.519. Questo errore sarà successivamente rilevato e corretto con l'entrata di Exelite e la partecipazione verrà svalutata al valore finale di € 22.960.

L'analisi delle performance di Blufin nel quinquennio pre-acquisizione evidenzia un progressivo e marcato deterioramento della redditività operativa (Blufin S.P.A., 2015-2019). A fronte di una contrazione dei ricavi pari a circa il 18% nel periodo considerato, i costi produttivi si sono ridotti in misura sensibilmente inferiore (-10%), segnalando una struttura di costo rigida e una significativa leva operativa. Tale asimmetria ha amplificato l'impatto della flessione del fatturato sui margini, determinando un crollo dell'EBITDA (che passa da 2,4 milioni di euro a -8,6 milioni di euro) e un peggioramento ancora più accentuato dell'EBIT (da 1,3 milioni di euro a -10,3 milioni di euro). La dinamica riflette verosimilmente il peso di costi fissi e ammortamenti legati a investimenti effettuati negli anni precedenti, che continuano a gravare su volumi in diminuzione. Parallelamente, si osserva una forte riduzione del livello di Capex, che nel periodo si attesta mediamente intorno allo 0.1% dei ricavi, segnalando una fase di sotto-investimento e un possibile rinvio di spese necessarie al mantenimento della capacità produttiva. Il risultato netto di esercizio imputabile al gruppo è stato negativo in quattro dei cinque esercizi analizzati e in netto peggioramento, passando da circa -0,6 milioni di euro nel 2015 a oltre -10,5 milioni nel 2019, a conferma della progressiva erosione della capacità dell'impresa di generare valore. Anche la struttura patrimoniale mostra segnali di indebolimento: il patrimonio netto si è progressivamente ridotto nel periodo (CAGR pari a -36%), mentre i debiti finanziari complessivi risultano in calo di circa il 34% tra il 2015 e il 2018; nel dicembre 2019 Blufin ha ricevuto un finanziamento da 3 milioni di euro dalla controllante EIH, facendo così tornare il CAGR dei debiti finanziari positivo, pari al 6%. Il debito bancario è invece in calo costante del 32%. Nonostante questo, gli oneri finanziari sono aumentati del +49%, da 34 mila euro a 169 mila euro; nel bilancio dell'esercizio 2019 è specificato che 167 mila euro di oneri finanziari fanno riferimento a prestiti concessi da banche, il che porta il costo del debito bancario al 23%. Non vengono fornite ulteriori spiegazioni in merito all'aumento degli oneri finanziari. Il ROD dell'esercizio, ad ogni modo, rimane contenuto grazie al costo bassissimo del finanziamento concesso da parte della controllante. In questo contesto, il rapporto debt to equity registra comunque un peggioramento (da 12% a 89%), riflettendo la contrazione del PN e l'aumento del debito

per finanziamento dei soci. La posizione finanziaria netta è risultata negativa tra il 2015 e il 2018, grazie a disponibilità di cassa maggiori rispetto ai debiti finanziari, sebbene tale surplus si sia ridotto di circa il 20% nel periodo. Il trend è stato invertito nel 2019, dove, a causa del finanziamento da parte di soci menzionato pressappoco, la PFN è diventata positiva, segnalando la presenza di indebitamento netto pari a 46 mila euro. A conferma della rigidità della struttura organizzativa e dei costi rilevata in sede di analisi quantitativa, Blufin ha dovuto ricorrere ripetutamente alla Cassa Integrazione Guadagni Straordinaria per crisi aziendale (ottobre 2016–ottobre 2017 e dicembre 2017–novembre 2018, con ulteriore utilizzo nel 2018), in quanto la struttura del personale risultava non più coerente con i volumi di attività. Tali interventi evidenziano una configurazione operativa sovradimensionata rispetto alla capacità dell'impresa di generare ricavi. Parallelamente, nell'arco temporale analizzato, erano emerse criticità nella gestione commerciale e nei rapporti con partner e licenziatari, tra cui la rinegoziazione di contratti a condizioni economiche peggiorative e difficoltà nella rete distributiva, con effetti negativi sulla continuità delle vendite. Nel 2018 il management ha avviato un primo tentativo di rilancio attraverso il lancio del brand Be Blumarine, caratterizzato da un posizionamento di prezzo inferiore di circa il 20-30% rispetto alle linee tradizionali, una riorganizzazione della rete vendita e un diverso orientamento degli investimenti in comunicazione, con maggiore focalizzazione sui canali digitali.

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DI BLUFIN	2019	2018	2017	2016	2015	CAGR
(Valori percentuali o assoluti in euro)						
Ricavi	23.661.847	30.665.630	41.031.891	44.260.657	54.000.822	-18,6%
Ebitda	(8.674.780)	(6.735.703)	671.824	2.108.965	2.420.027	
Costi produttivi	33.954.850	39.013.052	40.948.899	42.761.176	52.695.481	-10,4%
Ebit	(10.293.003)	(8.347.422)	82.992	1.499.481	1.305.341	
Oneri finanziari	169.206	14.685	23.508	22.922	34.370	49,0%
Risultato netto d'esercizio imputabile al gruppo	(10.539.440)	(8.021.730)	(73.185)	831.851	(637.965)	
PN di gruppo	4.073.737	14.128.909	23.556.969	24.924.463	25.114.720	-36,5%
Indebitamento finanziario medio annuo	2.225.257	962.638	1.534.550	2.435.794	1.445.280	11,4%
Capitale Investito Netto (CIN)	4.115.469	11.244.016	17.805.114	17.275.454	19.679.052	-32,4%
Ebitda / Totale ricavi	-36,7%	-22,0%	1,6%	4,8%	4,5%	
ROS (Ebit / Totale ricavi)	-43,5%	-27,2%	0,2%	3,4%	2,4%	
ROI - (EBIT/ CIN)	-250,1%	-74,2%	0,5%	8,7%	6,6%	
ROE - (Utile/PN)	-258,7%	-56,8%	-0,3%	3,3%	-2,5%	
ICR (Ebit/oneri finanziari)	-60,83	-568,43	3,53	65,42	37,98	
ROD (oneri finanziari/debito finanziario medio annuo)	7,6%	1,5%	1,5%	0,9%	2,4%	33,7%
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI	2019	2018	2017	2016	2015	CAGR
Capex	225.465	(273.708)	420.651	(290.178)		
CCN	7.898.915	15.172.641	21.602.860	23.078.059	22.882.881	-23,3%
Debito finanziario totale	3.613.308	837.206	1.088.070	1.981.029	2.890.559	5,7%
Capex /ricavi	1,0%	-0,9%	1,0%	-0,7%	0,0%	
CCN/ricavi	33,4%	49,5%	52,6%	52,1%	42,4%	-5,8%
Moltiplicatore del capitale proprio (Attività/PN)	4,06	1,82	1,56	1,54	1,67	24,9%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/attività)	24,6%	55,1%	64,1%	64,8%	60,0%	-20,0%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	89%	6%	5%	8%	12%	66,6%
PFN (surplus)/deficit	46.262	(2.680.363)	(5.547.325)	(7.444.479)	(5.238.016)	
Leva finanziaria (PFN/PN)	1%	cash positive	cash positive	cash positive	cash positive	
dipendenti	62	110	117	132	135	-18%
costi del personale procapite	84.805	47.133	43.648	48.920	49.416	14%

Tabella 6: principali metriche di Blufin negli anni 2015-2019 (elaborazione autonoma).

Nel complesso, il quadro pre-acquisizione mostra un'impresa in evidente difficoltà, con margini erosi dalla rigidità della struttura dei costi, limitata capacità di adattamento al calo dei ricavi, progressivo assorbimento di patrimonio e una crescente incidenza degli oneri finanziari, elementi che hanno progressivamente compromesso la sostenibilità economica della gestione.

Alla luce di quanto è emerso dall'analisi delle performance pre-acquisizione, si è proceduto con l'analisi delle performance post-acquisizione, prestando particolare attenzione e quelle che sono state le azioni strategiche implementate dal nuovo management per la ristrutturazione aziendale e il rilancio del brand.

Analisi delle performance post-acquisizione: parte qualitativa

Esercizio 2020 – Ristrutturazione e messa in sicurezza

Il 2020 rappresenta per Blufin il primo esercizio pienamente gestito dal nuovo socio insediatosi a fine 2019 e coincide con una fase di profonda discontinuità rispetto alla

gestione precedente. Come prima azione strategica, Marchi ha assegnato la direzione creativa a Nicola Brognano, un giovane stilista la cui mission era quello di rilanciare il brand per attrarre una fascia di clientela più giovane e dinamica. Considerata la limitata possibilità di incidere sui ricavi nel breve termine, anche per le specificità del settore moda, il management ha concentrato gli sforzi sulla riorganizzazione aziendale e sulla razionalizzazione della struttura dei costi, avviando un processo di risanamento volto a ristabilire condizioni di sostenibilità operativa. Il fatturato dell'esercizio ha subito una marcata contrazione, passando da circa 23 a 15 milioni di euro, risultato in larga parte ereditato dalle campagne vendite precedenti e fortemente penalizzato dagli effetti della pandemia da Covid-19. Le chiusure temporanee dei punti vendita retail e la debolezza del canale wholesale hanno inciso negativamente sia sulle vendite dirette sia sui ricavi da royalties, mentre la revisione dei minimi garantiti concessi ad alcuni distributori esteri ha riflesso il peggioramento delle condizioni di mercato. A fronte della flessione dei ricavi, il management è intervenuto in modo deciso sul lato dei costi. Il costo del prodotto è migliorato di circa dieci punti percentuali grazie a una gestione più attenta dei processi produttivi e delle rimanenze, mentre i costi di struttura sono stati ridotti di oltre 5 milioni di euro (circa -36%). Anche i costi di campionario (tra i quali, dal 2015, sono presenti i costi di R&D relativi alle nuove collezioni), si sono contratti di oltre il 50%, in coerenza con la razionalizzazione dell'offerta. Inoltre, in ottica di ristrutturazione, si era avviata una procedura di licenziamento collettivo che avrebbe dovuto coinvolgere una parte consistente della forza lavoro di Blufin. Ad ogni modo, il confronto con le parti sociali e il deterioramento del contesto macroeconomico hanno portato alla revoca dei licenziamenti e all'adozione di strumenti di cassa integrazione. L'insieme degli interventi commentati pressappoco ha consentito un miglioramento del margine operativo lordo per 4 milioni di euro rispetto all'esercizio precedente (da -8,6 a -4 milioni di euro), pur in presenza di una perdita d'esercizio (pari a € 3.066.152). Infine, il bilancio sconta inoltre oneri straordinari per circa 650 mila euro legati alla ristrutturazione societaria. Sul piano finanziario e patrimoniale, il 2020 segna un passaggio cruciale. A fronte delle perdite accumulate, la società si sarebbe trovata in una situazione di deficit patrimoniale (dove la perdita supera l'ammontare di capitale sociale e riserva legale); per tale motivo l'azionista controllante ha rinunciato al rimborso di un finanziamento di 3 milioni di euro precedentemente concesso, destinando tale importo alla copertura delle perdite e al ripristino del capitale sopra i limiti di legge. Contestualmente è stato erogato un nuovo

finanziamento per circa 2 milioni di euro, a conferma del sostegno finanziario del nuovo gruppo alla fase di risanamento. Negli anni successivi, la società capogruppo concederà ulteriori finanziamenti a Blufin, anche se di valore molto inferiore rispetto ai primi; infatti, in totale, i finanziamenti stanziati dal socio controllante aumenteranno di ulteriori 190 mila euro nell'arco di 3 esercizi. Nel complesso, il 2020 si configura quindi come un esercizio di transizione, caratterizzato da un forte ridimensionamento dei volumi ma anche dall'avvio di un incisivo processo di ristrutturazione operativa e di ricapitalizzazione, che ha posto le basi per il successivo percorso di rilancio.

Esercizio 2021 – Prosecuzione del risanamento e primi investimenti di rilancio

Nel 2021 Blufin ha proseguito il percorso di risanamento economico avviato nell'esercizio precedente, operando in un contesto ancora condizionato dagli effetti della pandemia. La prolungata chiusura di negozi e outlet nella prima parte dell'anno ha continuato a penalizzare il canale wholesale e le vendite complessive, con un fatturato inferiore alle attese di budget. A incidere negativamente sono state anche minori vendite su alcune linee di prodotto e un incremento dei resi concessi ai clienti per far fronte alle difficoltà del mercato. Nonostante la debolezza dei ricavi, l'esercizio evidenzia un progressivo spostamento dell'attenzione dalla sola riduzione dei costi verso una logica di rilancio del prodotto e dei marchi. I costi di campionario risultano infatti in aumento di circa 500 mila euro rispetto al budget, a fronte degli investimenti necessari per lo sviluppo delle nuove collezioni dei brand principali. Dal punto di vista degli investimenti in immobilizzazioni, si osserva un rafforzamento della presenza diretta nel canale retail. Le immobilizzazioni immateriali aumentano per circa 580 mila euro, principalmente per migliorie su beni di terzi relative alla ristrutturazione di punti vendita e outlet. Anche le immobilizzazioni materiali crescono, seppure senza un dettaglio analitico delle singole voci. Sul piano delle immobilizzazioni finanziarie, la società acquisisce il 100% di Blu Outlet SRL per un valore di € 17.190, operazione funzionale alla gestione diretta di punti vendita outlet già esistenti e coerente con la strategia di maggiore controllo della distribuzione. Permangono tuttavia tensioni economiche, come dimostrato dalla perdita d'esercizio (pari a €2.405.640) e dal ricorso alle misure normative di "sterilizzazione" delle perdite previste dalla legislazione emergenziale, che consentono di rinviare nel tempo gli obblighi di ricapitalizzazione (D.L. n. 228 del 2021, altresì detto decreto Milleproroghe). Sul piano organizzativo, l'anno segna anche la prosecuzione del processo di ridimensionamento del personale, con uscite

concordate e chiusura di alcuni reparti, rese possibili dallo sblocco dei licenziamenti dopo la fase emergenziale. Inoltre, nell'esercizio i debiti verso imprese sottoposte al controllo delle controllanti esigibili entro l'esercizio successivo aumentano di circa 6 milioni di euro. Questo incremento, non accompagnato da variazioni proporzionali nei costi operativi, evidenzia un allungamento delle tempistiche di regolamento infragruppo. Tale dinamica appare coerente con il processo di integrazione progressiva della società nel perimetro del gruppo, nell'ambito del quale le società correlate hanno svolto una funzione di sostegno finanziario indiretto, consentendo a Blufin di finanziare il proprio capitale circolante attraverso risorse interne al gruppo. Riassumendo, il 2021 rappresenta un esercizio di transizione tra la fase di pura ristrutturazione del 2020 e l'avvio di una graduale strategia di rilancio: a fronte di risultati economici ancora deboli (sebbene in miglioramento, come dimostra il margine operativo lordo pari a -2,4 milioni di euro), si osservano i primi segnali di investimento su prodotto, rete distributiva e struttura commerciale, sostenuti dalla solidità finanziaria del gruppo di appartenenza.

Esercizio 2022 – Ritorno all'utile e rafforzamento della rete diretta

Il 2022 segna per Blufin un punto di svolta rispetto agli esercizi precedenti, con il ritorno a un risultato netto positivo, pari a € 208.766. L'andamento dell'anno riflette il progressivo riequilibrio tra volumi di attività e struttura dei costi, nonché gli effetti delle azioni di riorganizzazione e rilancio avviate dopo l'acquisizione. Le vendite hanno raggiunto i livelli previsti a budget, mentre la prosecuzione delle politiche di riposizionamento del marchio ha comportato un incremento degli investimenti in marketing, sostenuti tuttavia da un contesto operativo più stabile rispetto al biennio pandemico. Un elemento centrale dell'esercizio è rappresentato dal rafforzamento del controllo diretto della rete distributiva. In data 16 aprile 2022 è stata completata la fusione per incorporazione di Blu Outlet SRL, con la quale Blufin ha portato all'interno del proprio perimetro societario la gestione di punti vendita outlet precedentemente acquisiti. L'operazione ha comportato anche un incremento del personale, coerente con l'internalizzazione di tali attività, e ha contribuito a rendere più integrata la struttura commerciale. Dal punto di vista degli investimenti, si rilevano ulteriori interventi su immobili e punti vendita. Le immobilizzazioni immateriali aumentano per circa 509 mila euro, principalmente per adeguamenti e migliorie su locali di terzi destinati alla rete retail, mentre le immobilizzazioni materiali crescono anche per effetto dell'apporto dei beni derivanti

dall'incorporazione della controllata. Tali investimenti risultano coerenti con la strategia di rafforzamento della presenza diretta sul mercato e di valorizzazione dei canali distributivi a maggiore marginalità. Il miglioramento del risultato economico è inoltre favorito dal contenimento dei costi, in particolare del costo del personale, a seguito delle precedenti azioni di razionalizzazione organizzativa. Il margine operativo lordo raggiunge i 484 mila euro, tornando positivo per la prima volta dal 2017. Complessivamente, il 2022 rappresenta quindi il primo esercizio in cui gli effetti della ristrutturazione si traducono in un ritorno alla redditività, segnando l'avvio di una fase di maggiore stabilizzazione operativa e di crescita più sostenibile.

Esercizio 2023 – Consolidamento operativo e rafforzamento creativo

Nel 2023 Blufin conferma il percorso di stabilizzazione avviato nell'esercizio precedente, chiudendo l'anno con un utile pari a € 119.083 e mantenendo un andamento complessivamente positivo. Le vendite risultano in linea con i budget prefissati e prosegue la strategia di riposizionamento del marchio, accompagnata da un rafforzamento degli investimenti in marketing, in coerenza con l'obiettivo di consolidare la visibilità e l'attrattività del brand sui mercati di riferimento. Un elemento distintivo dell'esercizio è rappresentato dal rafforzamento delle attività di ricerca e sviluppo in ambito creativo. Blufin ha sviluppato un progetto di design e ideazione estetica finalizzato alla realizzazione dei campionari per le nuove collezioni a marchio Blumarine, includendo le linee Show Primavera-Estate 2024, Resort 2024, Pre-Fall 2024 e Show Autunno-Inverno 2024/25. Tali attività testimoniano un rinnovato impegno sul fronte stilistico, considerato leva strategica per il rilancio e il consolidamento dell'identità del brand. Questa traiettoria è confermata dalla nomina di un nuovo direttore creativo: Walter Chiapponi - creativo italiano applaudito dai critici, che ha guidato Tod's fino a settembre 2023. Sul piano degli investimenti, le immobilizzazioni immateriali crescono principalmente per spese sostenute su outlet e negozi non di proprietà, mentre le immobilizzazioni materiali non registrano variazioni significative, essendo limitate a interventi di sostituzione o ripristino. Questo indica una fase di consolidamento dell'infrastruttura commerciale già rafforzata negli esercizi precedenti, più che un'ulteriore espansione. Permangono tuttavia alcune criticità sul fronte del capitale circolante. Le rimanenze risultano in forte aumento rispetto al 2022, a causa di un incremento dei resi relativi alla stagione autunno/inverno, ritardi nelle consegne della stagione primavera/estate dovuti a fattori climatici e

annullamenti di ordini già prodotti. Tale dinamica ha determinato un appesantimento del magazzino, che la società prevede di smaltire prevalentemente attraverso il canale outlet, evitando politiche aggressive di riduzione dei prezzi. Dal punto di vista finanziario, le disponibilità liquide si riducono anche per effetto del rimborso di circa 1 milione di euro di mutui e del pagamento di debiti commerciali verso fornitori rilevanti. Inoltre, nel corso dell'esercizio si registra un utilizzo significativo dei fondi per il personale a seguito di dimissioni e uscite concordate, in linea con il continuo processo di ottimizzazione della struttura organizzativa. Il 2023 funge da anno di consolidamento del nuovo assetto operativo: a una redditività ancora contenuta (con un EBITDA di 560 mila euro), si affianca un rafforzamento dell'investimento creativo e commerciale, pur in presenza di tensioni sul capitale circolante che evidenziano la necessità di una gestione attenta dell'equilibrio finanziario.

Esercizio 2024 – Nuova fase di discontinuità tra tensioni operative e rafforzamento patrimoniale

Nel 2024 Blufin ha registrato un'inversione di tendenza rispetto al biennio precedente, con un EBITDA che torna negativo (pari a € 1.869.907) e chiudendo l'esercizio con una perdita pari a € 1.751.406. Il calo delle vendite, passate da circa 26,8 a 22,8 milioni di euro, riflette un contesto di mercato particolarmente complesso per il settore tessile-abbigliamento, oltre agli effetti di una fase di transizione creativa legata al cambio della direzione stilistica, con l'ingresso di David Koma a metà anno. Tale discontinuità ha inciso sulla coerenza delle collezioni e sulle tempistiche di presentazione al mercato, influenzando negativamente la performance commerciale dell'esercizio. Nonostante la contrazione dei ricavi, la società ha continuato a investire sul rafforzamento del brand e sullo sviluppo delle collezioni. Anche nel 2024 risultano attive attività di ricerca e sviluppo in ambito creativo, finalizzate all'ideazione e alla realizzazione dei prototipi per le nuove collezioni a marchio Blumarine, a conferma della centralità della leva stilistica nel percorso di rilancio di medio periodo. Tali investimenti, pur non traducendosi immediatamente in un miglioramento dei risultati economici, rappresentano un elemento strategico per la competitività futura del marchio. Dal punto di vista patrimoniale, l'esercizio è stato caratterizzato da un intervento significativo dei soci volto al rafforzamento della struttura finanziaria. La riserva originata nel 2020 a seguito della precedente rinuncia a un finanziamento soci è stata riclassificata a "conto futuro aumento

di capitale” e ulteriormente incrementata per circa 2,1 milioni di euro a seguito di una nuova rinuncia al credito da parte dell’azionista, per un valore complessivo di € 5.099.681. A seguito di tali operazioni, i debiti verso soci per finanziamenti risultano azzerati, con un rafforzamento della base patrimoniale della società. Sul fronte operativo, la composizione delle immobilizzazioni non evidenzia variazioni rilevanti, con investimenti limitati principalmente a interventi di ripristino e sostituzione. Le rimanenze sono risultate in aumento anche per effetto dell’applicazione del principio contabile OIC 34, che ha comportato l’iscrizione di accantonamenti a fondo resi attesi. Nel corso dell’esercizio sono inoltre proseguiti interventi di riduzione del personale, in linea con il continuo adattamento della struttura organizzativa ai livelli di attività. In sintesi, il 2024 si configura come un esercizio di transizione, segnato da un peggioramento della performance economica ma anche da un rafforzamento patrimoniale e dalla prosecuzione degli investimenti creativi, elementi che delineano una fase di riassetto funzionale alla definizione di un nuovo equilibrio operativo negli esercizi successivi.

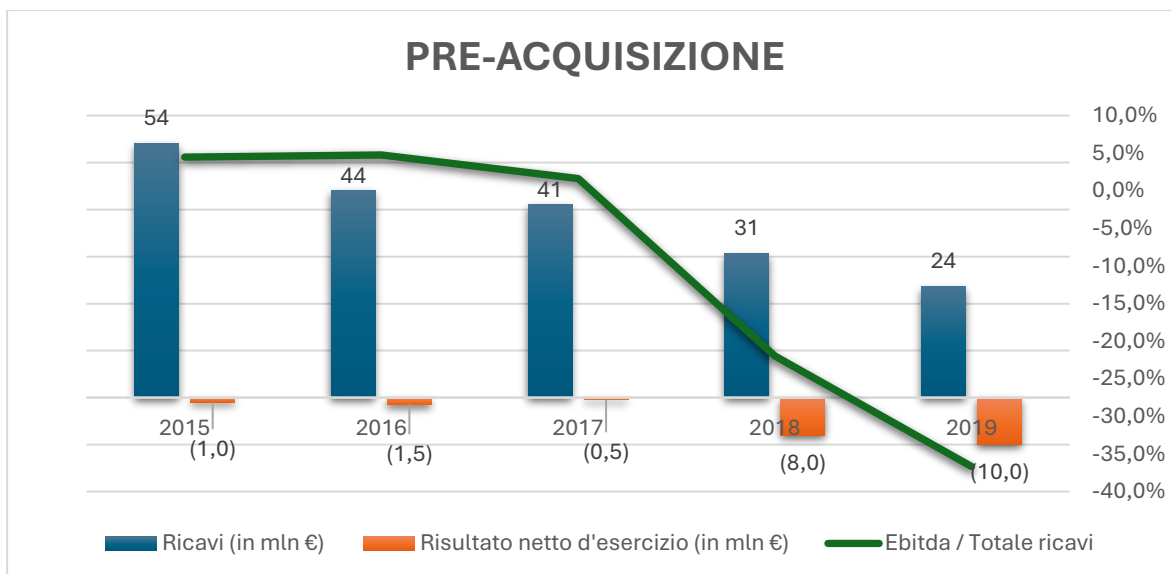
A seguito dell’analisi puntuale dei singoli esercizi della fase post-acquisizione, si è ritenuto opportuno affiancare una lettura maggiormente quantitativa dell’evoluzione dei principali indicatori economico-finanziari di Blufin SPA, al fine di rendere più immediato il confronto con l’analisi condotta per il periodo pre-acquisizione. In quest’ottica, è stata dapprima esaminata la dinamica dei KPI nel periodo 2020–2024 attraverso il calcolo dei tassi di crescita medi composti (ove possibile⁴³), per poi estendere l’osservazione all’intero arco temporale che va dall’esercizio dell’acquisizione (2019) all’ultimo bilancio disponibile, così da offrire una visione complessiva dell’evoluzione della società nel passaggio dalla fase pre a quella post-acquisizione. Per quest’ultima osservazione si è applicato il tasso di variazione complessivo, calcolato come: $((\text{valore 2024} - \text{valore 2019}) / \text{valore 2019})$.

Analisi delle performance post-acquisizione: parte quantitativa

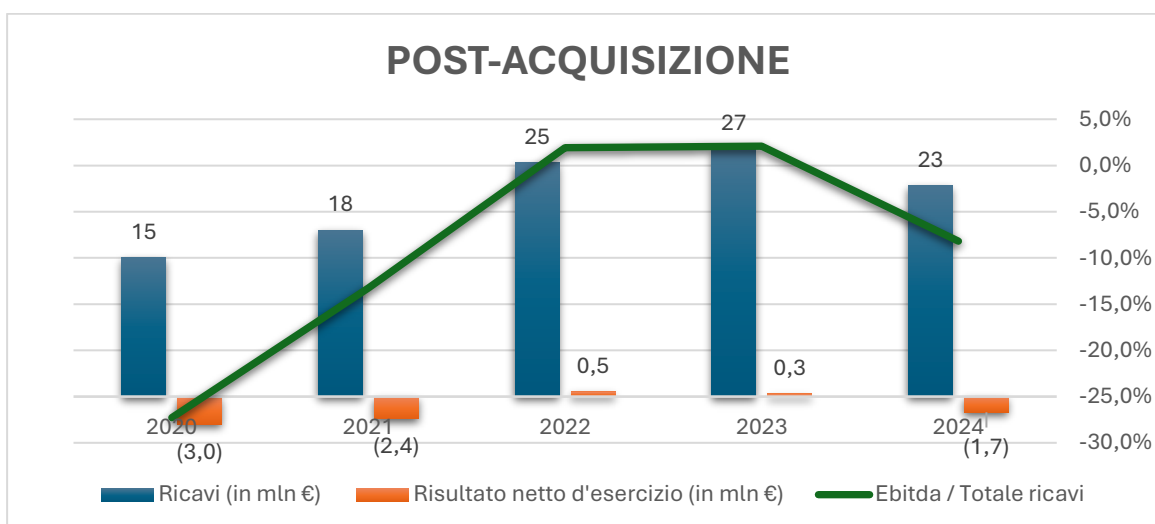
Complessivamente, nel periodo 2020-2024 (Blufin S.P.A., 2020-2024) i ricavi sono aumentati ad un tasso di crescita medio composto dell’11%, passando da circa 15 a 23 milioni di euro, portando finalmente ad un’inversione del trend delle performance pre-acquisizione. Nonostante questo, gli sforzi del management non sono bastati a riportare il

⁴³ Il CAGR non è applicabile in presenza di valori negativi, poiché la sua formulazione implica il calcolo della radice n-esima di un rapporto che, assumendo segno negativo, risulta matematicamente non definito o economicamente privo di significato.

fatturato ai livelli pre-pandemia, che superavano il fatturato 2024 di circa 800 mila euro, con un tasso di variazione complessivo del -4%. Come stabilito più volte nel corso dell'analisi, questi risultati sono dovuti in parte all'immagine del brand ereditata dal precedente azionista, in parte alle difficoltà macroeconomiche -che dapprima con la pandemia e poi con la crisi generalizzata- hanno colpito il settore dell'abbigliamento e in parte alla strategia di rilancio del brand, che è ancora in fase di assestamento (vedi i continui cambi alla direzione creativa). I costi produttivi sono passati da 19,5 a 25 milioni di euro, con un CAGR del 6,4%, nel tentativo di adattare la capacità produttiva e distributiva ai crescenti, ma difficilmente prevedibili, volumi di vendita. Coerentemente con questi ultimi, i costi produttivi non hanno raggiunto i livelli pre-pandemia di quasi 34 milioni di euro, con un tasso di variazione complessivo negativo del 26%. L'EBITDA margin è migliorato sensibilmente passando da -27,3% a -8,%, mentre il ROS è passato da -30,5% a -9,7%, rallentato dai maggiori ammortamenti legati all'aumento degli investimenti in capitale fisso operativo. Sebbene la variazione della marginalità sia positiva, l'andamento dei due KPI è stato tutt'altro che lineare: infatti, come stabilito nel corso dell'analisi puntuale, EBITDA ed EBIT hanno alternato valori positivi a valori negativi, chiudendo l'ultimo bilancio depositato con valori negativi, anche se contenuti rispetto a quelli pre-acquisizione. A conferma di questo, il tasso di variazione complessivo di EBITDA margin e ROS per il periodo 2019-2024 è pari al 78%. Il miglioramento della marginalità è dovuto alle politiche di razionalizzazione dei costi e di riorganizzazione della struttura societaria, quali il ridimensionamento dell'organico e la fusione per incorporazione delle società controllate. Il risultato d'esercizio, coerentemente con quanto visto sinora, è migliorato passando da una perdita di poco più di 3 milioni di euro ad una perdita di 1,7 milioni di euro. La variazione complessiva tra il 2019 e il 2024 è invece estremamente positiva, pari al +83%.



Grafici 19: andamento dei ricavi, risultato netto d'esercizio e dell'EBITDA margin negli anni pre-acquisizione (elaborazione autonoma).



Grafici 20: andamento dei ricavi, risultato netto d'esercizio e dell'EBITDA margin negli anni post-acquisizione (elaborazione autonoma).

Per quanto riguarda gli investimenti in capitale fisso (Capex), il periodo post-acquisizione mostra una dinamica discontinua, coerente con le diverse fasi attraversate dalla società. Dopo una fase iniziale di compressione degli investimenti durante l'emergenza pandemica, il Capex è tornato a crescere in modo significativo negli esercizi successivi, riflettendo gli interventi di ristrutturazione dei punti vendita, il rafforzamento del canale retail diretto e gli investimenti a supporto del rilancio del brand. Il confronto con il 2019 evidenzia un incremento complessivo molto contenuto (+1%), a conferma del fatto che gli

investimenti post-acquisizione sono stati più mirati e selettivi rispetto al periodo precedente, privilegiando interventi funzionali al riposizionamento e alla maggiore efficienza operativa piuttosto che a un'espansione indiscriminata della struttura.

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DI BLUFIN	2024	2023	2022	2021	2020	CAGR 20-24	2019	Variazione totale 19-24
(Valori percentuali o assoluti in euro)								
Ricavi	22.813.242	26.841.188	25.345.798	18.081.474	14.986.638	11,1%	23.661.847	-4%
Ebitda	(1.869.907)	560.426	484.444	(2.393.630)	(4.088.370)		(8.674.780)	78%
Costi produttivi	25.030.722	26.578.680	25.191.533	20.910.588	19.550.415	6,4%	33.954.850	-26%
Ebit	(2.217.480)	262.508	154.265	(2.829.114)	(4.563.777)		(10.293.003)	78%
Oneri finanziari	108.037	136.692	117.744	83.928	54.616	18,6%	169.206	-36%
Risultato netto d'esercizio imputabile al gruppo	(1.751.406)	119.083	208.766	(2.405.640)	(3.066.152)		(10.539.440)	83%
PN di gruppo	2.278.068	1.929.792	1.810.709	1.601.943	4.007.583	-13,2%	4.073.737	-44%
Indebitamento finanziario medio annuo	2.596.152	4.449.653	5.426.182	4.695.849	3.529.822	-7,4%	2.225.257	17%
Capitale Investito Netto (CIN)	2.003.540	3.684.939	220.386	(629.728)	5.334.556	-21,7%	4.115.469	-51%
Ebitda / Totale ricavi	-8,2%	2,1%	1,9%	-13,2%	-27,3%		-36,7%	78%
ROS (Ebit / Totale ricavi)	-9,7%	1,0%	0,6%	-15,6%	-30,5%		-43,5%	78%
ROI - (Ebit/ CIN)	-110,7%	7,1%	70,0%	449,3%	-85,6%		-250,1%	56%
ROE - (Utile/PN)	-76,9%	6,2%	11,5%	-150,2%	-76,5%		-258,7%	70%
ICR (Ebit/oneri finanziari)	-20,53	1,92	1,31	-33,71	-83,56		-60,83	66%
ROD (oneri finanziari/debito finanziario medio annuo)	4,2%	3,1%	2,2%	1,8%	1,5%	28,1%	7,6%	-45%
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI								
Capex	250.226	232.399	673.419	1.232.438	(74.473)		248.425	1%
CCN	2.052.557	2.145.412	4.850.858	6.036.460	4.996.644	-19,9%	1.904.102	8%
Debito finanziario totale	1.200.000	3.992.304	4.907.001	5.945.363	3.446.335	-23,2%	3.613.308	-67%
Capex /ricavi	1,1%	0,9%	2,7%	6,8%	-0,5%		1,0%	
CCN/ricavi	9,0%	8,0%	19,1%	33,4%	33,3%	-27,9%	8,0%	
Moltiplicatore del capitale proprio (Attività/PN)	6,34	8,90	11,69	14,62	3,75	14,0%	4,06	56%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/attività)	15,8%	11,2%	8,6%	6,8%	26,7%	-12,3%	24,6%	-36%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	53%	2,07	2,71	3,71	86%	-11,5%	89%	-41%
PFN (surplus)/deficit	(274.528)	1.755.147	(1.590.323)	(2.231.671)	1.331.503		46.262	
Leva finanziaria (PFN/PN)	cash positive	91%	cash positive	cash positive	33%		1%	
dipendenti	82	80	75	19	92	-3%	62	32%
costi del personale procapite	56.188	55.948	47.242	211.371	32.485	14,7%	84.805	-34%

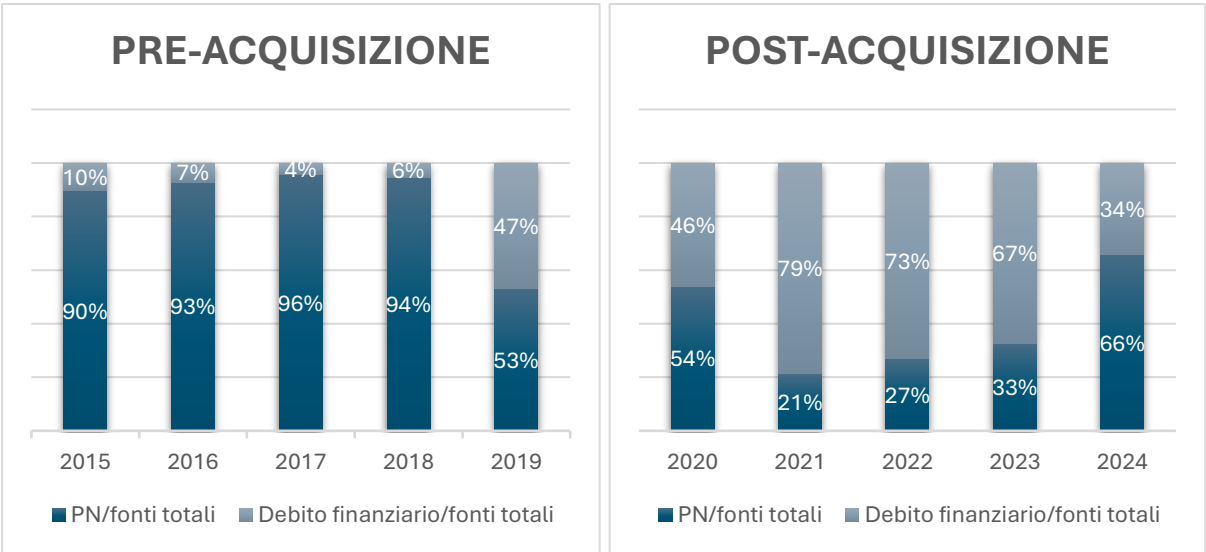
Tabella 7: principali metriche di Blufin negli anni 2020-2024 e confronto con 2019 (elaborazione autonoma).

Il Capitale Circolante Netto (CCN) evidenzia nel periodo post-acquisizione una progressiva razionalizzazione della gestione operativa di breve termine, con un CAGR negativo di circa il 20%. L'attivo circolante registra infatti una lieve riduzione complessiva (-3% tra il 2020 e il 2024), passando da circa 14 a 12,5 milioni di euro, segnale di una maggiore attenzione alla gestione delle scorte e del capitale immobilizzato nel ciclo operativo. Questo risultato assume particolare rilievo se si considera che il periodo è stato caratterizzato da criticità commerciali, quali resi, ritardi nelle consegne e discontinuità nella rete distributiva, che avrebbero potuto generare un accumulo strutturale di magazzino. Parallelamente, i debiti a breve termine risultano in aumento (+3%), passando da circa 9 a 10,4 milioni di euro. Tale dinamica indica un maggiore utilizzo della leva operativa di breve periodo -in particolare verso fornitori e altri soggetti commerciali-

come strumento di finanziamento del ciclo produttivo e distributivo. Rispetto al 2019 il CCN ha avuto una variazione complessiva dell'8%, passando da € 1.904.102 a € 2.052.557. A ulteriore conferma del progressivo miglioramento nella gestione del capitale circolante, sono stati analizzati anche i tempi medi di incasso dai clienti e di pagamento ai fornitori, sia nel periodo pre sia post-acquisizione. Nel periodo precedente l'ingresso del nuovo azionista, i giorni medi di pagamento dei fornitori si attestavano su valori medi intorno agli 86 giorni, mentre nel periodo 2020-2024 si osserva un significativo allungamento delle dilazioni. In particolare, nel 2024 i giorni medi di pagamento ai fornitori risultano pari a 157 giorni, valore di gran lunga superiore rispetto alla media pre-acquisizione. Tale dinamica evidenzia un crescente utilizzo del credito commerciale quale leva di finanziamento del ciclo operativo. Se in una prima lettura l'allungamento dei tempi di pagamento potrebbe essere interpretato come espressione di un rafforzamento del potere contrattuale della società, sostenuto dall'appartenenza al gruppo e dalla maggiore solidità percepita dai fornitori, un'analisi più approfondita della composizione dei debiti commerciali suggerisce una diversa chiave interpretativa. L'incremento dei giorni di dilazione risulta infatti strettamente correlato al progressivo aumento dei debiti verso società sottoposte alla medesima attività di direzione e coordinamento. In tale contesto, l'allungamento delle tempistiche di regolamento appare coerente con una logica di integrazione infragrupo, nell'ambito della quale le società fornitrici hanno svolto anche una funzione di sostegno finanziario indiretto, consentendo a Blufin di finanziare parte del proprio fabbisogno operativo attraverso risorse interne al gruppo. Per quanto riguarda i clienti, i dati disponibili consentono di osservare una riduzione dei tempi medi di incasso nel periodo post-acquisizione, con un CAGR negativo pari a -14%, passando da 131 giorni nel 2020 a 71 giorni nel 2024. Pur in assenza di ulteriori dettagli qualitativi, tale dinamica suggerisce un miglioramento nella gestione del credito commerciale e una maggiore attenzione al controllo dei flussi di cassa in entrata. Nel complesso, la combinazione di una riduzione dell'attivo circolante e di un moderato incremento delle passività correnti segnala una gestione più efficiente del capitale circolante netto, orientata a contenere il fabbisogno finanziario legato all'operatività, pur in un contesto di elevata volatilità delle vendite.

Per quanto riguarda la struttura finanziaria, nel periodo post-acquisizione il patrimonio netto ha avuto un CAGR negativo del 13%: nonostante la ricapitalizzazione effettuata in due tranches da parte del socio controllante, i risultati d'esercizio negativi portati a nuovo

hanno inciso pesantemente sulle consistenze patrimoniali. Complessivamente, tra il 2019 e il 2024 il patrimonio netto è diminuito del 44%. Il debito bancario è diminuito in media del 4% tra il 2020 e il 2024, passando da 1,4 a 1,2 milioni di euro; mentre confrontando il 2024 con l'esercizio in cui è avvenuta l'acquisizione, emerge che il debito bancario è aumentato del 96% (il debito bancario del 2019 era pari a circa 613 mila euro). Il debito finanziario complessivo, che è dato dalla somma di debito bancario e finanziamenti concessi dal socio controllante, ha avuto un CAGR negativo del 23%, influenzato principalmente dalla decisione da parte del socio controllante di rinunciare ai crediti, trasferendo tali disponibilità a riserve di PN. Complessivamente tra il 2019 e il 2024 il debito finanziario è diminuito del 67%. Il rapporto debt to equity ha seguito le oscillazioni del debito finanziario, raggiungendo il picco del 2021 (quando il debito era 3,7 volte il PN), per poi andare diminuendo grazie alla rinuncia del credito da parte del socio controllante, fissando il rapporto al 53%. Complessivamente, dall'anno in cui è avvenuta l'acquisizione, il rapporto debt to equity ha avuto una riduzione del 41%. Questo andamento evidenzia un progressivo riequilibrio della struttura finanziaria, non tanto per effetto di una crescita autonoma del patrimonio netto -che, al contrario, si è ridotto per via delle perdite cumulate- quanto per la diminuzione dell'indebitamento finanziario, resa possibile dal sostegno diretto del socio controllante. La struttura finanziaria di Blufin risulta quindi meno esposta al rischio di leva rispetto agli anni immediatamente successivi all'acquisizione, ma permane una dipendenza significativa dal supporto patrimoniale del socio, elemento che evidenzia come il percorso di riequilibrio sia ancora in fase di consolidamento.



Grafici 21 e 22: andamento delle fonti di finanziamento negli anni pre e post-acquisizione; il debito

finanziario è considerato al lordo delle disponibilità liquide al fine di evidenziare il livello di indebitamento effettivamente assunto dalla società (elaborazione autonoma).

La posizione finanziaria netta ha evidenziato nel periodo 2020–2024 un andamento fortemente altalenante, riflettendo non solo l'evoluzione del debito finanziario complessivo, ma anche le dinamiche operative e commerciali che hanno caratterizzato la fase di rilancio. Le oscillazioni della PFN risultano infatti strettamente connesse all'andamento delle vendite e, in particolare, alle mancate opportunità commerciali registrate in alcuni esercizi. Tra i fattori che hanno inciso negativamente sulla generazione di cassa si segnalano i cambiamenti nei licenziatari, che hanno comportato discontinuità nella distribuzione, l'aumento dei resi concessi ai clienti nei periodi di maggiore difficoltà del mercato e le complessità legate ai cambi nella direzione creativa. Questi ultimi hanno determinato, in alcune stagioni, ritardi nello sviluppo e nella consegna delle collezioni, con conseguenti slittamenti nelle vendite e negli incassi. La PFN è passata da un indebitamento netto di circa 1,3 milioni di euro nel 2020, ad una cassa netta di circa 274 mila euro. Anche in questo caso, nonostante il suo deterioramento durante gli esercizi pre-acquisizione, la PFN non è tornata stabilmente ad una situazione di superiorità delle disponibilità liquide sui debiti finanziari.

In aggiunta a quanto detto sinora, tra il 2015 e il 2024 si osserva una marcata ricomposizione geografica dei ricavi di Blufin, con l'Italia che passa dal 46% al 68%, mentre l'Europa scende dal 16% all'8% e il resto del mondo dal 37% al 23%. Tale dinamica appare coerente con una progressiva rifocalizzazione sui mercati core, dove il brand gode di maggiore riconoscibilità e presidio diretto. In una fase di performance non ottimali, l'azienda potrebbe aver privilegiato il mercato domestico per ridurre i costi di struttura internazionale (distributori, showroom, fiere e rete commerciale estera), aumentare il controllo sul canale wholesale e limitare l'esposizione al rischio cambio e al rischio commerciale. Le difficoltà nel mantenere gli stessi volumi e condizioni contrattuali con alcuni distributori esteri, inclusa la rinegoziazione dei minimi d'acquisto, possono aver ulteriormente accelerato il ridimensionamento della presenza internazionale, determinando una maggiore concentrazione dei ricavi sull'Italia.

Conclusioni

Nel complesso, l'operazione di acquisizione di Blufin si configura come un intervento di rilancio industriale e finanziario articolato in più fasi, volto a invertire un trend di

progressivo deterioramento economico e gestionale. Sebbene i principali indicatori economici, reddituali e finanziari non abbiano ancora recuperato i livelli pre-acquisizione, l'analisi evidenzia con chiarezza un cambio di direzione: dalla contrazione strutturale delle performance si è passati a una fase di progressiva stabilizzazione e, in alcuni esercizi, di ritorno alla crescita.

La strategia adottata dalla società controllante si è fondata innanzitutto su una profonda riorganizzazione della struttura aziendale, accompagnata da una graduale integrazione delle attività produttive all'interno del gruppo. Nel tempo, Blufin ha fatto sempre maggiore affidamento sulle società collegate per la produzione degli articoli, riducendo il proprio ruolo produttivo diretto e orientandosi verso un modello più leggero e coordinato a livello di gruppo. A ciò si è affiancata una significativa razionalizzazione dei costi, realizzata attraverso il ridimensionamento della capacità produttiva, la revisione della struttura del personale e una gestione più efficiente delle rimanenze, volta a contenere l'assorbimento di capitale circolante.

Gli investimenti hanno seguito una logica coerente con tale strategia: contenuti sul fronte delle immobilizzazioni produttive, limitati principalmente a interventi di sostituzione e ripristino, e più rilevanti invece in ambito distributivo e commerciale. In particolare, l'apertura e l'internalizzazione di nuovi outlet e punti vendita retail hanno rafforzato la presenza geografica del marchio e la riconoscibilità del brand, favorendo un maggiore controllo diretto dei canali di vendita. Parallelamente, la società controllante ha promosso un rilancio dell'identità del brand, anche attraverso il susseguirsi di nuovi direttori creativi, con l'obiettivo di rinnovare l'immagine stilistica e riallineare il marchio alle evoluzioni della domanda di mercato.

Sul piano finanziario, il percorso di rilancio è stato sostenuto da interventi di ricapitalizzazione da parte dell'azionista, che hanno rafforzato la solidità patrimoniale della società e consentito di ridurre progressivamente l'esposizione debitoria. Le informazioni disponibili indicano inoltre che, a partire dal 2026, Blufin cesserà le attività produttive, che verranno svolte in un'ottica di piena integrazione dalle società del gruppo EIH. Quest'ultimo assumerà la gestione del marchio Blumarine tramite un contratto di licenza master che comprenderà produzione, promozione e commercializzazione di tutte le categorie di prodotto. Tale evoluzione rappresenta il naturale approdo della strategia delineata sin dall'acquisizione: trasformare la target da

struttura produttiva autonoma in piattaforma di valorizzazione del brand all'interno di un sistema industriale più ampio e integrato.

Resta, tuttavia, un elemento di incertezza legato all'assenza del bilancio dell'ultimo esercizio chiuso, che non consente di esprimere una valutazione definitiva sulla piena sostenibilità del percorso intrapreso. Ciò nonostante, l'evidenza sinora disponibile suggerisce che l'operazione abbia effettivamente consentito di arrestare il declino della società e di porre le basi per una nuova fase di sviluppo del marchio, fondata su integrazione industriale, rafforzamento patrimoniale e rilancio strategico del brand.

3.2.2 Business case: Forte_Forte

La società Forte_Forte è stata fondata nel 2002 dai fratelli Giada e Paolo Forte a Sarcedo, in provincia di Vicenza, in uno dei distretti manifatturieri in cui il made in Italy ha preso forma e identità, convertendo il savoir-faire artigianale su scala industriale. Fin dai primi anni di attività, l'azienda trasferisce la produzione in uno stabilimento industriale dedicato, pur mantenendo la sede operativa a Vicenza, dove risiedono le competenze tecniche e il know how che distinguono il progetto imprenditoriale. Questo radicamento locale si riflette nella selezione di filati pregiati, nell'attenzione alla qualità delle lavorazioni e nella gestione responsabile dei processi produttivi, con un profilo di forte valenza artigianale anche all'interno di un contesto industriale⁴⁴.

Per quanto riguarda la distribuzione, fino al 2017 Forte Forte basa il proprio modello principalmente sul canale wholesale, facendo affidamento su una rete di oltre 500 punti vendita multimarca selezionati nelle principali piazze del lusso globali. Il marchio è infatti presente attraverso relazioni consolidate con boutique di alto profilo servite tramite showroom internazionali ubicati nelle capitali della moda come Milano, Parigi, Los Angeles e Madrid. Questo approccio consente all'azienda di crescere attraverso la forza dei suoi partner distributivi, mantenendo costante la presenza internazionale e alimentando una visibilità del brand in mercati strategici come Europa e Stati Uniti. Tale modello wholesale rappresenta quindi il principale driver di ricavi e diffusione del marchio nella prima fase della sua espansione internazionale.

La solidità di questo percorso di crescita attira l'interesse di investitori istituzionali: il 30 maggio 2017 Style Capital SGR acquisisce il 54,96% del capitale sociale tramite il veicolo

⁴⁴ <https://www.forte-forte.com/it/company-profile/>

Take It Easy SRL, aggiudicandosi così il pieno controllo di diritto della società. Il PE valuta l'acquisizione della quota della società target € 10.822.052, a fronte della relativa quota di patrimonio netto di circa 1,5 milioni di euro. L'operazione viene interpretata come una conferma della bontà dello sviluppo fino a quel momento realizzato e, al contempo, come l'apertura a un nuovo capitolo di crescita dimensionale, con strumenti finanziari e manageriali più strutturati a supporto delle ambizioni strategiche del gruppo.

Dall'ingresso di Style Capital in avanti, il modello distributivo evolve verso una maggiore integrazione tra retail diretto e wholesale. Dal 2018 in poi il brand avvia l'apertura di boutique monomarca in città chiave come Milano, Parigi, Londra, Madrid, Roma, Forte dei Marmi, Cannes, Los Angeles e Puerto Banús. Questi spazi, concepiti non soltanto come punti vendita ma come luoghi di esperienza di marca, contribuiscono a trasmettere l'identità del marchio e a coinvolgere il cliente in uno storytelling emozionale. Tale strategia retail, a fianco di un network wholesale che supera i 550 clienti in tutto il mondo, raggiunge progressivamente quote di ricavo significative: oggi gli store monomarca generano circa il 30% dei ricavi complessivi, mentre la quota di export supera il 65%. Il percorso di Forte_Forte riflette una crescita ponderata e progressiva, che parte da una solida base manifatturiera e artigianale per trasformarsi in un brand di moda globale con un modello distributivo sempre più strutturato. L'ingresso di Style Capital segna un passaggio cruciale verso un sistema multicanale, mantenendo al centro il valore tangibile del prodotto, la qualità delle lavorazioni e l'identità del marchio.

Analisi delle performance pre-acquisizione

L'esame delle performance di Forte_Forte nel periodo antecedente all'ingresso del fondo Style Capital mira a chiarire le ragioni economiche e strategiche che hanno reso l'azienda una target attrattiva per un investitore di private equity. Diversamente dal caso Blufin, Forte Forte si presentava come una realtà in crescita organica, dotata di un'identità di marca definita, di una distribuzione wholesale internazionale già consolidata e in crescita. L'interesse della bidder sembra quindi legato alla possibilità di accelerare un percorso di sviluppo già avviato, facendo leva su una base solida ma ancora limitata in termini dimensionali e di struttura manageriale. Inoltre, l'analisi pre-acquisizione aiuta a comprendere quale sia stato il contributo del fondo a livello organizzativo, strategico e finanziario.

Considerato che: la data di chiusura del bilancio dell'esercizio 2017 è fissata per il 31

marzo, e che l'acquisizione da parte del PE è avvenuta il 30 maggio 2017, gli effetti dell'acquisizione si vedranno dal bilancio dell'esercizio 2018. Per questa ragione l'analisi del periodo pre-acquisizione si concentra sui bilanci dell'arco temporale 2013-2017 (Forte_Forte S.R.L., 2013-2017). Inoltre, nel corso dell'analisi sono stati esaminati esclusivamente i bilanci d'esercizio della società controllante, in quanto Forte_Forte non ha mai superato i limiti dimensionali previsti dalla normativa vigente (art. 27 D.Lgs. 127/1991) tali da rendere obbligatoria la redazione del bilancio consolidato.

Nel bilancio chiuso al 31 dicembre 2013 la società registra ricavi pari a 12,5 milioni di euro, in crescita del 4,7% rispetto all'esercizio precedente, e un utile netto positivo di circa 69 mila euro, a conferma di un modello di business già sostenibile in un contesto macroeconomico complesso. Dal punto di vista produttivo, nel 2013 la produzione stagionale raggiunge circa 75.000 capi per la collezione Primavera/Estate, evidenziando una scala industriale significativa per un brand indipendente. Nel corso del 2014 viene presa la decisione di modificare la data di chiusura del bilancio -fissandola per il 31 marzo di ciascun esercizio- al fine di consentire una rappresentazione più coerente dei fatti aziendali e dell'andamento della gestione, in modo da riflettere la stagionalità delle collezioni. Così facendo, l'esercizio 2014 ha fine il 31 marzo 2015, avendo una durata di 15 mesi. In quest'ultimo, la produzione della collezione P/E si attesta intorno ai 55.000 capi. La riduzione dei volumi rispetto al 2013 non rappresenta un segnale di contrazione strutturale, bensì appare coerente con la strategia dichiarata dal management di privilegiare la qualità e il posizionamento su un segmento più alto di mercato, anche attraverso una maggiore selezione della clientela e un rafforzamento del controllo qualità. La crescita dell'azienda in questa fase non è quindi guidata dall'espansione quantitativa, ma da un progressivo consolidamento del valore medio del prodotto e del brand. I ricavi confermano tale dinamica: a marzo 2015 si attestano a 16,7 milioni di euro, con un utile netto di 182 mila euro, nonostante il contesto macroeconomico ancora incerto. Sul piano gestionale, il periodo è caratterizzato da investimenti coerenti con una strategia di sviluppo strutturale e non espansiva in senso aggressivo. Tra le principali iniziative si segnalano:

- ampliamento del sistema informativo integrato;
- potenziamento delle risorse umane nelle aree stile, prodotto e comunicazione;
- riorganizzazione della rete vendita e centralizzazione di alcune aree in Italia;

- rafforzamento del controllo qualità lungo l'intera filiera;
- investimenti in analisi di mercato e sviluppo internazionale, che hanno portato a concludere nuovi contratti di agenzia in Benelux (2013) e in Giappone (2014).

Gli investimenti in immobilizzazioni risultano contenuti e prevalentemente riconducibili a miglioramenti su beni di terzi e attrezzature d'ufficio; non emergono investimenti rilevanti in capacità produttiva aggiuntiva. Anche il ricorso al debito appare programmato e sostenibile, tramite mutui chirografari a medio/lungo termine di entità limitata, associati a forme di finanziamento autoliquidante. Un aspetto contabile rilevante, che distingue Forte_Forte dal caso Blufin, riguarda la gestione dei costi relativi a prototipi e campionari. Tali costi non vengono iscritti tra le rimanenze, bensì tra i risconti attivi, imputando la competenza economica agli esercizi futuri. Questa impostazione comporta una diversa rappresentazione del capitale circolante rispetto a Blufin e richiede cautela nei confronti comparativi. Nel 2016 viene inoltre costituita Forte Forte France, con capitale sociale di €10.000, finalizzata all'apertura di una boutique; tuttavia, alla data dell'acquisizione la società risulta ancora inattiva e non incide in modo significativo sulla struttura economico-finanziaria complessiva. Questa è anche la prima acquisizione effettuata dalla società; sino a questo momento essa deteneva una partecipazione obbligatoria del valore di € 16 al Consorzio Nazionale Imballaggi, sottoscritta dalla società in qualità di utilizzatori di addetti all'imballaggio.

Alla vigilia dell'ingresso di Style Capital, Forte Forte si configura dunque come un'impresa in crescita, con redditività positiva, struttura finanziaria equilibrata e investimenti coerenti con una strategia di consolidamento qualitativo e sviluppo commerciale. Alla luce di queste informazioni si propone un'analisi quantitativa dei principali KPI della società.

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DI FORTE_FORTE	2017	2016	2015 (15 mesi)	2013	CAGR
(Valori percentuali o assoluti in euro)					
Ricavi	14.882.506	13.457.594	15.990.597	12.377.916	6,3%
Ebitda	2.036.139	1.812.784	825.639	455.412	64,7%
Costi produttivi	13.013.956	11.844.356	15.416.705	12.065.917	2,6%
Ebit	1.868.550	1.613.238	573.892	311.999	81,6%
Oneri finanziari	145.095	159.217	170.894	123.818	5,4%
Risultato netto d'esercizio imputabile al gruppo	1.129.296	967.259	182.875	69.110	153,8%
PN di gruppo	2.098.042	1.821.361	854.102	671.227	46,2%
Indebitamento finanziario medio annuo	1.604.212	2.022.182	1.807.976	1.477.577	2,8%
Capitale Investito Netto (CIN)	3.206.813	3.207.419	2.778.885	2.478.605	9,0%
Ebitda / Totale ricavi	13,7%	13,5%	5,2%	3,7%	54,9%
ROS (Ebit / Totale ricavi)	12,6%	12,0%	3,6%	2,5%	70,8%
ROI - (EBIT/ CIN)	58,3%	50,3%	20,7%	12,6%	66,7%
ROE - (Utile/PN)	53,8%	53,1%	21,4%	10,3%	73,6%
ICR (Ebit/oneri finanziari)	12,88	10,13	3,36	2,52	72,3%
ROD (oneri finanziari/debito finanziario medio)	9,0%	7,9%	9,5%	8,4%	2,6%
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI	2017	2016	2015	2013	CAGR
Capex	40.991	56.307	90.176	126.067	-31,2%
CCN	2.962.415	2.254.447	1.056.370	704.037	61,4%
Debito finanziario totale	1.302.435	1.905.988	2.138.375	1.477.577	-4,1%
Capex /ricavi	0,3%	0,4%	0,6%	1,0%	-35,3%
CCN/ricavi	19,9%	16,8%	6,6%	5,7%	51,8%
Moltiplicatore del capitale proprio (Attività/PN)	3,65	4,06	7,98	8,30	-24,0%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/attività)	27,4%	24,6%	12,5%	12,0%	31,5%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	62%	105%	250%	220%	-34,4%
PFN (surplus)/deficit	1.110.985	1.382.157	1.923.541	1.374.701	-6,9%
Leva finanziaria (PFN/PN)	53%	76%	225%	205%	-36,3%
Indice di copertura del debito (PFN/EBITDA)	0,55	0,76	2,33	3,02	-43,5%

Tabella 8: principali metriche di Forte_Forte negli esercizi 2013-2017 (elaborazione autonoma).

Nel periodo 2013–2017 Forte_Forte evidenzia un percorso di crescita solido e progressivamente più efficiente sotto il profilo economico e finanziario. I ricavi aumentano a un tasso medio composto (CAGR) del 6,3%, passando da circa 12,4 milioni di euro nel 2013 a 14,9 milioni nel 2017; questo dato è particolarmente positivo se considerato in combinazione alla graduale riduzione dei volumi commentata pressappoco. L'elemento più significativo riguarda tuttavia l'evoluzione della marginalità. L'EBITDA cresce a un CAGR del 64,7%, mentre l'EBIT registra un incremento medio annuo dell'81,6%, con un margine operativo (EBIT/Ricavi) che passa dal 2,5% nel 2013 al 12,6% nel 2017. Tale miglioramento è reso possibile da una crescita dei costi produttivi più contenuta (CAGR 2,6%) rispetto all'incremento dei ricavi, evidenziando un progressivo efficientamento della struttura operativa. Il risultato netto mostra una dinamica ancora più marcata (CAGR 153,8%), consentendo alla società di rafforzare significativamente la

propria base patrimoniale: il patrimonio netto passa da 671 mila euro nel 2013 a oltre 2 milioni nel 2017, con un incremento medio annuo del 46,2%. Il rendimento del capitale proprio (ROE) risulta particolarmente elevato, attestandosi al 53,8% nel 2017, con una media pluriennale superiore al 30%, a dimostrazione di una forte capacità di generazione di valore per gli azionisti. Dal punto di vista della struttura finanziaria, l'indebitamento finanziario medio annuo rimane sostanzialmente stabile nel periodo (CAGR 2,8%), passando da 1,47 milioni a 1,60 milioni di euro. Ciò che cambia radicalmente è il rapporto tra debito e patrimonio netto: il debt/equity si riduce dal 220% nel 2013 al 62% nel 2017, per effetto dell'aumento del capitale proprio e della graduale riduzione del debito complessivo. Nonostante un costo medio del debito relativamente elevato (intorno al 9% lordo, circa 6% al netto dello scudo fiscale), la redditività operativa risulta ampiamente superiore. In particolare, il rendimento del capitale investito aumenta dal 12,6% al 58%: il differenziale positivo tra ROI e ROD genera un effetto leva finanziaria ampiamente favorevole; tale dinamica consente alla società di beneficiare di una struttura finanziaria inizialmente aggressiva ma economicamente sostenibile. La posizione finanziaria netta, sempre positiva (a indicare indebitamento netto), diminuisce circa del 7% grazie alla riduzione del debito e all'aumento delle disponibilità liquide. Inoltre, l'indice di copertura del debito (PFN/EBITDA) passa da 3,02 nel 2013 a 0,55 nel 2017, evidenziando un marcato miglioramento della sostenibilità finanziaria. Il capitale circolante netto è aumentato ad un CAGR del 61% -a fronte di un aumento dei crediti commerciali del 42% e della riduzione delle rimanenze del 27%- comportando un assorbimento di risorse, che però risulta fisiologico rispetto alla crescita dell'attività e pienamente sostenibile, in quanto supportato dalla redditività operativa e dalla capacità di autofinanziamento dell'impresa.

In conclusione, l'utilizzo della leva finanziaria da parte di Forte_Forte nel periodo pre-acquisizione rappresenta un esempio virtuoso di impiego del debito in modo pianificato e sostenibile, orientato alla crescita e non alla copertura di squilibri strutturali. All'inizio del periodo analizzato la struttura delle fonti risultava fortemente sbilanciata verso il capitale di terzi: il patrimonio netto rappresentava circa un terzo delle fonti complessive, mentre il debito finanziario costituiva la componente prevalente. Alla fine del periodo, la società è riuscita sostanzialmente ad invertire la situazione: il PN è arrivato a rappresentare il 62% delle fonti finanziarie complessive. Ciò che rende particolarmente significativo tale percorso è il fatto che il riequilibrio non sia stato ottenuto attraverso

interventi straordinari o aumenti di capitale, bensì mediante la capacità dell'impresa di accrescere la propria redditività operativa. L'incremento dell'EBIT e dell'EBITDA ha infatti consentito una copertura sempre più ampia degli oneri finanziari, riducendo progressivamente il rischio associato alla leva.

Analisi delle performance post-acquisizione: parte qualitativa

Come nel business case precedente, si è proceduto con la lettura sistematica di ciascun bilancio d'esercizio della società Forte_Forte per comprendere, tramite l'analisi degli eventi rilevanti, la strategia implementata dalla società in collaborazione con il nuovo socio controllante (Style Capital SGR). Questa sezione analizza i bilancio d'esercizio (chiusi il 31 marzo di ciascun esercizio) dell'arco temporale 2018-2025 (Forte_Forte S.R.L., 2018-2025).

Esercizio 2018 (aprile 2018 – marzo 2019) – Rafforzamento patrimoniale e costruzione della piattaforma di crescita

Il primo esercizio successivo all'ingresso di Style Capital è caratterizzato innanzitutto da un significativo rafforzamento delle fonti finanziarie, che costituisce la base del piano di sviluppo avviato dal nuovo azionista. Il patrimonio netto registra un incremento rilevante, principalmente per effetto dell'aumento delle riserve (oltre 7 milioni di euro) e, in misura minore, del capitale sociale, a seguito dell'operazione di ricapitalizzazione deliberata nel 2017. La società viene quindi dotata di una struttura patrimoniale significativamente più solida rispetto al periodo precedente. Solo successivamente si osserva l'impiego delle risorse raccolte. Le immobilizzazioni immateriali aumentano in misura significativa per effetto della capitalizzazione dei costi connessi all'aumento di capitale, dei costi di registrazione del marchio Forte_Forte, delle licenze software e delle migliorie su beni di terzi relative agli immobili in locazione (incluso il key money per il punto vendita di Milano e interventi sulla sede). Parallelamente, le immobilizzazioni materiali crescono per effetto di investimenti in macchinari e attrezzature funzionali al potenziamento organizzativo. Un ruolo centrale nel piano di espansione è rappresentato dall'internazionalizzazione e dallo sviluppo del retail diretto. In tale contesto si inserisce il sostegno alla controllata Forte_Forte France, costituita con l'obiettivo di aprire un negozio diretto monomarca sul mercato francese, mediante aumento di capitale e finanziamenti infragruppo. Nel 2018 i ricavi si attestano a 17,3 milioni di euro, rappresentando la base dimensionale da cui prende avvio il piano post-acquisizione; i costi produttivi ammontano a 15,4 milioni

di euro. L'anno si chiude con un risultato netto pari a € 1.234.528, confermando una buona redditività dell'esercizio. Anche il capitale circolante riflette la fase di crescita: aumentano le rimanenze per effetto dell'introduzione della nuova collezione AW18 Pre-Fall e crescono i crediti verso clienti in linea con l'espansione degli ordini e della produzione. A completamento del quadro, si osserva che, nonostante l'intenso programma di investimenti effettuato nel corso dell'esercizio, le disponibilità liquide a fine anno si attestano su livelli particolarmente elevati. Ciò suggerisce che la ricapitalizzazione sia stata calibrata non solo per coprire gli impieghi immediati, ma anche per lasciare alla società un margine di liquidità eccedente rispetto al fabbisogno corrente. Tale scelta evidenzia un'impostazione finanziaria prudente e lungimirante: la società viene dotata di risorse sufficienti a sostenere gli esercizi successivi senza rischio di tensioni di cassa, garantendo stabilità durante la fase di espansione. L'esercizio 2018 si configura quindi come un anno di costruzione e strutturazione: prima il rafforzamento patrimoniale, poi l'avvio sistematico degli investimenti in distribuzione, internazionalizzazione e infrastruttura organizzativa, con una gestione finanziaria coerente e pianificata.

Esercizio 2019 (aprile 2019 – marzo 2020) – Espansione internazionale e rafforzamento della rete retail

L'esercizio 2019 rappresenta il primo esercizio di piena implementazione del piano di crescita avviato dopo l'ingresso di Style Capital. Se il 2018 era stato caratterizzato dal rafforzamento patrimoniale e dalla costruzione dell'infrastruttura organizzativa, nel 2019 emerge con maggiore chiarezza la strategia di espansione internazionale e sviluppo del retail diretto. Dal punto di vista degli impieghi, assume particolare rilievo la dinamica delle immobilizzazioni finanziarie, che raggiungono 2.181.073 euro, con un incremento rispetto all'esercizio precedente pari a 1.825.438 euro. Le partecipazioni restano invariate numericamente, ma viene costituita nel gennaio 2019 una nuova società estera, Forte_Forte UK Ltd, con sede a Londra e interamente partecipata dalla capogruppo italiana, con un capitale sociale iniziale di 100 euro. L'aumento è invece interamente riconducibile ai crediti immobilizzati verso controllate estere, erogati per supportare gli investimenti connessi all'apertura dei negozi monomarca all'estero: 1.640.000 euro destinati alla controllata francese per il punto vendita di Parigi e 185.438 euro destinati al futuro negozio di Londra. Alla data di chiusura dell'esercizio la società non risulta ancora operativa, ma è destinata a gestire il futuro negozio monomarca londinese,

confermando una chiara strategia di presidio diretto dei principali mercati europei. Parallelamente, sul fronte commerciale, la società amplia ulteriormente la propria presenza internazionale: grazie al lavoro della rete agenti, il marchio entra in importanti department stores spagnoli, rafforzando la distribuzione wholesale su mercati ad alto potenziale.

Gli investimenti materiali e immateriali risultano coerenti con questa fase di espansione e consolidamento della rete retail, mentre il capitale circolante riflette la crescita dei volumi e l'ampliamento della presenza diretta. Non emergono segnali di tensione finanziaria: la solida patrimonializzazione dell'esercizio precedente consente di finanziare l'espansione estera senza compromettere l'equilibrio complessivo. Nel 2019 i ricavi aumentano a 22,9 milioni di euro (+32,4% rispetto al 2018), riflettendo l'espansione commerciale in corso. I costi produttivi crescono in misura proporzionale, attestandosi a 20,4 milioni (+32,5%). L'anno si chiude con un utile di € 1.672.283, in aumento del +35,5% rispetto all'esercizio precedente, in linea con la crescita dei volumi e della marginalità operativa. Nel complesso, l'esercizio 2019 segna un passaggio fondamentale nella traiettoria di crescita della società: dall'impostazione organizzativa si passa a un'espansione geografica concreta, con investimenti mirati nei mercati chiave (Parigi e Londra) e un rafforzamento della distribuzione internazionale diretta e non. La strategia del private equity si manifesta in modo evidente nella scelta di internalizzare progressivamente la gestione dei negozi monomarca, aumentando il controllo diretto sul brand e sul posizionamento nei principali hub europei della moda.

Esercizio 2020 (aprile 2020 – marzo 2021) – Espansione internazionale e gestione della pandemia

L'esercizio 2020 rappresenta un esercizio particolarmente significativo nella traiettoria di crescita di Forte_Forte, poiché combina l'implementazione del piano di espansione internazionale con l'impatto straordinario della pandemia da Covid-19. Nonostante il contesto macroeconomico avverso e la chiusura dei punti vendita a partire dal 10 marzo 2020, la società prosegue con decisione nel proprio percorso di sviluppo. Sul fronte delle immobilizzazioni immateriali, vengono effettuati investimenti in diritti di brevetto industriale, concessioni, licenze e marchi, oltre che in immobilizzazioni in corso relative al nuovo punto vendita di Roma (Via Borgognona) e all'implementazione di un nuovo sistema ERP con le relative licenze. Le immobilizzazioni materiali riflettono investimenti

in impianti, attrezzature e macchinari elettronici, oltre alla realizzazione di corner presso importanti department stores in Inghilterra e Danimarca, confermando il presidio dei canali retail e wholesale. Particolarmente rilevante è la dinamica delle immobilizzazioni finanziarie, che registrano un incremento complessivo di circa 1,6 milioni di euro, di cui 568 mila euro per nuove partecipazioni e 1 milione di euro per nuovi crediti concessi a controllate estere (di cui 600 mila euro alla controllata spagnola e 468 mila a quella inglese). Nel corso dell'esercizio vengono infatti costituite due nuove società interamente partecipate:

- Forte_Forte Moda Hispania SLU, con sede a Valencia;
- Forte_Forte USA Corp, con sede nel Delaware.

Le controllate sono destinate alla gestione dei negozi monomarca nei rispettivi Paesi, mentre la società statunitense, alla data di chiusura, non risulta ancora operativa e in futuro svolgerà funzione di holding per il mercato USA. Nel 2020 i ricavi crescono ulteriormente a € 24.080.721, segnando un incremento del +5,3% rispetto all'esercizio precedente; i costi produttivi aumentano a € 22.580.671 (+10,8%). L'anno si chiude con un utile pari a € 963.558, in diminuzione del -42,4% rispetto al 2019. Dal punto di vista del capitale circolante, l'esercizio risente direttamente degli effetti della pandemia. Le rimanenze aumentano principalmente a causa dell'impossibilità di completare le consegne della collezione PE20 prima della chiusura delle attività produttive e commerciali, oltre che per l'apertura dei nuovi punti vendita esteri. I crediti verso clienti, invece, diminuiscono per effetto delle mancate consegne nel mese di marzo; tuttavia, si registra un incremento dello scaduto, gestito attraverso dilazioni, sconti e resi concessi ai clienti. Il fondo svalutazione crediti viene adeguato solo per le posizioni effettivamente deteriorate. Alla chiusura dell'esercizio, il costo del debito finanziario (calcolato come rapporto tra oneri finanziari e debito finanziario medio annuo e denominato ROD) è pari al 44,5%, il più alto rilevato in tutti gli esercizi analizzati. Questa dinamica, si ipotizza, possa essere legata agli strumenti di finanziamento autoliquidanti impiegati dalla società per far fronte al fabbisogno finanziario di breve termine legato al ciclo commerciale. A conferma di questa tesi, l'esercizio conclusosi a marzo 2020 è caratterizzato dal minor impiego di debito bancario, che ha dato luogo a 16 mila euro di oneri finanziari. Come stabilito nel bilancio, il restante ammontare di oneri finanziari (pari a 129 mila euro) è rappresentato da oneri relativi a sconti passivi finanziari. Le disponibilità liquide si

riducono rispetto all'esercizio precedente, principalmente per effetto degli investimenti effettuati nelle controllate estere e degli acconti per il punto vendita di Roma, che assorbono integralmente il flusso positivo derivante dall'attività operativa. Sul piano strategico, la società prosegue nel perseguimento degli obiettivi di piano: apertura dei flagship store di Milano e Madrid, avvio dei lavori per il punto vendita di Roma, accordi commerciali con e-tailer e marketplace (tra cui Farfetch) e trattative in corso per aperture a New York e Cannes.

Esercizio 2021 (aprile 2020 – marzo 2021) – Investimenti retail e riequilibrio finanziario in contesto pandemico

L'esercizio 2021 rappresenta un esercizio di prosecuzione del piano di espansione, sebbene ancora fortemente condizionato dagli effetti della pandemia e dalle chiusure obbligatorie dei punti vendita. Nonostante ciò, la società non interrompe la propria traiettoria di sviluppo, confermando un orientamento strategico di medio-lungo periodo. Ad ogni modo, i ricavi registrano una contrazione di circa 5 milioni di euro (-21% su base annua), riflettendo l'impatto delle chiusure obbligatorie e della persistente crisi del settore moda a livello globale. I costi produttivi si riducono di circa 3,5 milioni di euro (-16%), evidenziando un adeguamento solo parziale della struttura dei costi alla diminuzione dei volumi. L'esercizio si chiude con una perdita contenuta di circa 26 mila euro, risultato che testimonia una significativa capacità di tenuta operativa nonostante il contesto straordinariamente avverso. Sul fronte delle immobilizzazioni immateriali, gli investimenti complessivi ammontano a circa 2,3 milioni di euro, concentrati principalmente su: capitalizzazione dei costi di locazione del negozio di Roma durante il periodo di ristrutturazione, registrazione del marchio Forte_Forte in diversi Paesi esteri, acconti per migliorie su beni di terzi relativi al nuovo punto vendita di Forte dei Marmi, lavori di rifacimento del corner parigino presso la Galleria Lafayette, interventi presso la sede sociale di Sarcedo e implementazione del nuovo sistema ERP. Tali investimenti evidenziano una strategia di rafforzamento infrastrutturale e distributivo che prosegue nonostante l'incertezza del contesto. Le immobilizzazioni materiali registrano investimenti per circa 570 mila euro, principalmente riconducibili all'arredo dei nuovi punti vendita di Roma e Forte dei Marmi e all'acquisto di macchinari elettronici. L'apertura del quinto e sesto negozio monobrand (Roma e Forte dei Marmi) segna un ulteriore passo nel consolidamento del canale retail diretto, pur in presenza di limitazioni operative

dovute ai lockdown. Le immobilizzazioni finanziarie evidenziano un incremento di circa 585 mila euro per nuove partecipazioni e di 180 mila euro per crediti concessi a controllate e altri soggetti. Le variazioni nelle partecipazioni riflettono, in particolare, la rinuncia a parte dei finanziamenti precedentemente concessi alle controllate francese e inglese (rispettivamente per 215 mila euro e 370 mila euro), configurando un rafforzamento patrimoniale delle stesse. Nel corso dell'esercizio vengono inoltre erogati finanziamenti alla controllata francese per complessivi 710 mila euro, mentre tra i crediti verso altri figura il deposito cauzionale relativo al contratto di locazione del negozio di Roma.

Dal punto di vista del capitale circolante, le rimanenze si mantengono su livelli superiori rispetto al periodo pre-pandemico, per effetto combinato delle giacenze della collezione PE20 solo parzialmente smaltite e dell'apertura di ulteriori punti vendita (Roma, Forte dei Marmi e Cannes). La società interviene attivamente per favorire lo smaltimento delle scorte mediante iniziative outlet presso la sede, lo showroom di Milano e Fidenza Village, contribuendo a riallineare le giacenze a valori coerenti con il fondo svalutazione magazzino. I crediti verso clienti tornano ad attestarsi su livelli allineati ai dati storici, segnale di una graduale normalizzazione dei flussi commerciali. Sul piano finanziario, l'esercizio segna un cambiamento significativo nella struttura dell'indebitamento. I debiti verso banche aumentano di circa 4,86 milioni di euro, per effetto dell'accensione di due finanziamenti bancari a medio-lungo termine da 2,5 milioni di euro ciascuno, finalizzati a sostenere il capitale circolante e a fronteggiare la momentanea tensione di liquidità conseguente alla pandemia. Tali finanziamenti, consentono alla società di preservare la continuità operativa senza compromettere gli investimenti strategici. Inoltre, mentre uno degli investimenti prevede il tasso d'interesse fisso pari allo 0,70%, per l'altro è stato sottoscritto un contratto di IRS (Interest Rate Swap) per contenere il rischio di tasso d'interesse (per questo finanziamento è variabile), fissandolo allo 0,68%. Parallelamente, la società adotta una serie di misure di contenimento dei costi e tutela dell'equilibrio finanziario: ricorso alla CIG per il personale della sede e agli strumenti di sostegno nei Paesi esteri, rinegoziazione dei canoni di locazione durante i periodi di lockdown, riduzione degli investimenti in marketing e pubblicità, sospensione di alcuni contratti di consulenza e riorganizzazione delle spese operative. L'esercizio 2021 evidenzia una gestione duale: da un lato la prosecuzione del piano di espansione retail e di investimento

infrastrutturale; dall'altro un'attenta manovra finanziaria e di contenimento dei costi per fronteggiare uno shock esogeno ancora in corso.

Esercizio 2022 (aprile 2021 – marzo 2022) – Rafforzamento della presenza internazionale e normalizzazione operativa

L'esercizio 2022 segna una fase di progressiva normalizzazione post-pandemica, accompagnata da un ulteriore rafforzamento della presenza internazionale del brand. Esso si caratterizza per il consolidamento delle strutture retail già avviate e per l'ingresso strutturato nel mercato statunitense. I ricavi tornano a crescere in modo significativo a € 23.178.537 (+21,5%), accompagnati da un aumento dei costi produttivi a € 22.202.797 (+17,1%). L'anno si chiude con un utile pari a € 14.162, in miglioramento rispetto alla perdita dell'esercizio precedente. Sul fronte degli investimenti, le immobilizzazioni immateriali registrano interventi per circa 300 mila euro, principalmente riferibili a costi di impianto (spese di locazione della boutique di Forte dei Marmi), registrazione del marchio in Paesi esteri e migliorie su beni di terzi relative ai punti vendita, oltre alla prosecuzione del progetto ERP. Le immobilizzazioni materiali evidenziano investimenti per circa 166 mila euro, riconducibili prevalentemente ad arredi per i negozi di Roma e Forte dei Marmi. Gli investimenti risultano meno intensi rispetto agli esercizi precedenti, segno di una fase di consolidamento piuttosto che di espansione infrastrutturale aggressiva. È inoltre il primo esercizio in cui compaiono beni in locazione finanziaria (circa 29 mila euro), indicando un parziale ricorso a strumenti alternativi di finanziamento degli investimenti. Particolarmente significativa è la dinamica delle immobilizzazioni finanziarie: nel giugno 2021 viene costituita Forte Forte Los Angeles LLC, controllata dalla Forte Forte USA Corp., a sua volta holding di partecipazione delle società americane destinate alla gestione dei negozi sul territorio statunitense (New York e California). Le partecipazioni registrano un incremento di 310 mila euro, mentre i crediti immobilizzati verso controllate aumentano di circa 301 mila euro, attestandosi complessivamente a oltre 3,5 milioni di euro. Le variazioni nelle partecipazioni riflettono:

- versamenti in conto capitale alla controllata americana per 900 mila euro, a sostegno del piano di sviluppo negli Stati Uniti;
- una svalutazione della partecipazione nella controllata inglese per 589 mila euro, segnale di una revisione prudenziale delle prospettive su quel mercato.

I crediti verso controllate includono finanziamenti erogati alla controllata francese per complessivi 300 mila euro a supporto dell'apertura del negozio di Cannes (parte di un finanziamento complessivo da 500 mila euro avviato nell'esercizio precedente), oltre ad adeguamenti valutari sui finanziamenti concessi alla società inglese. Dal punto di vista del capitale circolante, le rimanenze si mantengono su livelli in linea con l'esercizio precedente e superiori rispetto al periodo ante-pandemico, coerentemente con la rete retail ampliata. I crediti verso clienti registrano un lieve aumento, ma accompagnato da un significativo miglioramento nei tempi medi di incasso. Alla chiusura dell'esercizio, l'ammontare dello scaduto si attesta su valori sensibilmente inferiori rispetto al biennio precedente, grazie a un rafforzamento dei processi interni di monitoraggio e recupero del credito. Sul piano finanziario, la liquidità si riduce principalmente per effetto dell'avvio dell'ammortamento dei due finanziamenti bancari ottenuti nell'esercizio precedente. Viene inoltre rilevato uno strumento finanziario derivato di importo modesto, sottoscritto a copertura del rischio di tasso d'interesse, segnale di una gestione finanziaria più strutturata. A livello di sviluppo del piano, l'elemento distintivo dell'esercizio è l'apertura delle boutique di Los Angeles e New York, segnando l'ingresso operativo nel mercato americano, mentre per il resto la strategia di comunicazione, consolidamento retail e rafforzamento organizzativo prosegue in linea con l'esercizio precedente.

Esercizio 2023 (aprile 2022 – marzo 2023) – Crescita operativa e razionalizzazione finanziaria

Per l'esercizio 2023 il bilancio completo non risulta disponibile su AIDA; tuttavia, i principali dati economico-finanziari consentono di ricostruire le variazioni intervenute sulla base delle informazioni quantitative disponibili e dell'analisi svolta negli esercizi precedenti. Dal punto di vista degli investimenti, non si rilevano nuovi impieghi in immobilizzazioni materiali e immateriali, elemento che suggerisce il completamento della fase più intensa di espansione infrastrutturale e l'avvio di una fase maggiormente orientata alla valorizzazione della rete retail già costruita. Le immobilizzazioni finanziarie evidenziano una dinamica di riduzione: complessivamente le partecipazioni diminuiscono di 277 mila euro, verosimilmente per effetto della svalutazione di una delle società controllate estere. Anche i crediti immobilizzati verso controllate registrano una riduzione significativa, pari a 834 mila euro, riconducibile probabilmente in parte a rinunce al credito e in parte a rimborsi dei finanziamenti infragruppo precedentemente

concessi. In questo contesto, la controllata spagnola procede all'apertura del nuovo punto vendita di Puerto Banús, rafforzando ulteriormente la presenza del brand nei mercati internazionali ad alta attrattività. Sotto il profilo economico, l'esercizio si distingue per una crescita rilevante dei ricavi, che aumentano di circa 6 milioni di euro (+26,8% YoY), raggiungendo 29,4 milioni, mentre i costi produttivi crescono di circa 4 milioni (+18,9% YoY). L'EBIT migliora di circa 2 milioni di euro (+108%), evidenziando una leva operativa positiva nella fase di espansione dei volumi. La gestione finanziaria registra un lieve peggioramento (oneri complessivi pari a circa 182 mila euro), ma si mantiene su livelli pienamente sostenibili. L'utile d'esercizio aumenta di 623 mila euro, confermando la capacità della società di trasformare la crescita commerciale in miglioramento della redditività.

Il capitale circolante riflette la fase di espansione: le rimanenze aumentano di circa 767 mila euro, mentre i crediti verso clienti crescono di 1,7 milioni, in coerenza con l'incremento dei volumi di vendita. Le attività finanziarie non immobilizzate (strumenti derivati utilizzati per la copertura del rischio di tasso) aumentano di circa 56 mila euro, a testimonianza di una gestione finanziaria più strutturata. Le disponibilità liquide si riducono di circa 905 mila euro, dinamica coerente con la significativa riduzione dei debiti bancari a breve termine, mentre i debiti verso fornitori aumentano di circa 1 milione, in linea con la crescita operativa. Il patrimonio netto diminuisce del 3% rispetto all'esercizio precedente, pur in presenza di un utile positivo, in funzione della prima distribuzione di utili dall'inizio del periodo analizzato. In sunto, il 2023 rappresenta un esercizio di consolidamento: completata la fase di investimento infrastrutturale, la società beneficia della crescita dei ricavi e del miglioramento della redditività operativa.

Esercizio 2024 (aprile 2023 – marzo 2024) – Stabilizzazione operativa e riequilibrio patrimoniale

L'esercizio 2024 si colloca in una fase di consolidamento del piano di sviluppo avviato negli anni precedenti, con un ridimensionamento degli investimenti strutturali e una maggiore attenzione alla gestione patrimoniale e finanziaria. I ricavi crescono a € 31.130.041 (+5,9%), mentre i costi produttivi aumentano a € 28.143.065 (+6,6%), mantenendosi coerenti con l'andamento delle vendite. L'anno si chiude con un utile pari a € 813.855, in aumento del +27,7% rispetto al 2023. Sul fronte degli impieghi, le immobilizzazioni immateriali registrano investimenti contenuti, pari a circa 109 mila

euro, concentrati su concessioni, licenze e altre spese capitalizzate. Anche le immobilizzazioni materiali evidenziano investimenti limitati (circa 55 mila euro), segnale che la fase espansiva legata all'apertura dei nuovi punti vendita può considerarsi sostanzialmente completata. Le immobilizzazioni finanziarie mostrano invece una dinamica più articolata. Le partecipazioni diminuiscono complessivamente di circa 389 mila euro, per effetto combinato di un lieve incremento di valore della partecipazione nella società francese (legato alla rinuncia al credito da parte della controllante) e della significativa svalutazione della partecipazione nella società americana per 1,3 milioni di euro. Tale svalutazione riflette verosimilmente le difficoltà connesse alla fase di start-up del mercato statunitense, in particolare del punto vendita di Los Angeles, che ha subito uno stop operativo di circa sei mesi a causa di danni alla proprietà. Anche i crediti immobilizzati verso controllate diminuiscono di circa 500 mila euro, per effetto della rinuncia parziale a crediti pregressi e della contestuale concessione di un nuovo finanziamento alla controllata americana (circa 323 mila euro) a supporto del business di Los Angeles, oltre agli adeguamenti valutari. Il capitale circolante riflette la crescita dell'attività: le rimanenze aumentano in modo coerente con l'incremento delle vendite e degli acquisti, in un processo di espansione considerato fisiologico. Lo smaltimento delle stagioni precedenti avviene regolarmente entro i sei mesi successivi alla chiusura, senza evidenza di accumuli patologici. I crediti verso clienti registrano un incremento significativo, riconducibile principalmente all'aumento delle vendite – in particolare della stagione PE24 – le cui spedizioni si sono concluse a ridosso della chiusura dell'esercizio. Le disponibilità liquide si riducono di circa 598 mila euro, principalmente per effetto del rimborso progressivo dei finanziamenti bancari accesi nel 2020 per complessivi 5 milioni di euro. I debiti verso banche risultano infatti in diminuzione, segnalando un progressivo riequilibrio della posizione finanziaria. Nel corso dell'esercizio è stata deliberata la distribuzione di riserve di utili per 1,15 milioni di euro, di cui circa 575 mila effettivamente pagati nell'anno, mentre la restante parte risulta iscritta tra i debiti verso soci per dividendi. Tale scelta evidenzia una fase di maggiore maturità finanziaria, in cui la società è in grado non solo di sostenere il piano di sviluppo ma anche di remunerare i soci. L'esercizio 2024 segna una fase di stabilizzazione: gli investimenti strutturali si riducono, la gestione delle controllate estere diventa più selettiva e prudente, prosegue il rimborso del debito bancario e viene avviata la distribuzione di utili. Permangono tuttavia elementi di attenzione legati al mercato statunitense, ancora in fase di consolidamento.

Esercizio 2025 (aprile 2024 – marzo 2025)– Rallentamento dei ricavi e nuovo contesto finanziario

L'esercizio 2025 evidenzia un rallentamento della crescita registrata negli anni precedenti, inserendosi in un contesto macroeconomico caratterizzato da un significativo incremento dei tassi di interesse e da una contrazione del canale wholesale. I ricavi sono diminuiti a € 28.403.249 (-8,8%), principalmente per la contrazione del canale wholesale; i costi produttivi sono rimasti sostanzialmente stabili a € 28.144.199 (+0,0%), comprimendo la marginalità operativa. L'esercizio si chiude con una perdita di € 610.822, registrando un peggioramento rispetto all'utile del 2024. Sul fronte degli investimenti, le immobilizzazioni immateriali registrano impieghi per circa 268,5 mila euro, concentrati su diritti di brevetto industriale (concessioni legate al canale retail), registrazioni marchio e soprattutto migliorie su beni di terzi e implementazioni del sistema ERP, che rappresentano la quota predominante degli investimenti. Le immobilizzazioni materiali aumentano per circa 200 mila euro, principalmente per arredi e attrezzature. La società presenta cinque contratti di leasing finanziario relativi a tre autovetture e due automezzi; il valore complessivo dei beni in locazione è pari a circa 170 mila euro, con oneri finanziari maturati per 7,8 mila euro. La presenza più strutturata della locazione finanziaria riflette una gestione più flessibile degli investimenti in beni strumentali. Le immobilizzazioni finanziarie non registrano variazioni nelle partecipazioni, mentre i crediti immobilizzati verso controllate diminuiscono complessivamente di 556,5 mila euro, principalmente per effetto della svalutazione integrale dei finanziamenti erogati alla controllata americana. Inoltre la società ha svalutato un ulteriore milione di euro di crediti commerciali a breve verso le società controllate (quella americana e inglese) scaduto ormai da tempo. Tale dinamica conferma le difficoltà del mercato statunitense, ancora in fase di consolidamento e non pienamente in grado di generare ritorni adeguati sugli investimenti effettuati. Sono state queste svalutazioni a pesare sui margini -già contenuti a causa della contrazione dei ricavi- e a comportare in ultima battuta la perdita d'esercizio. Il capitale circolante evidenzia segnali misti. Le rimanenze aumentano in linea con la normale dinamica degli acquisti e delle vendite, mantenendo un ciclo di smaltimento fisiologico entro sei mesi dalla chiusura della stagione. I crediti verso clienti registrano invece un significativo decremento, coerente con la riduzione del volume d'affari dell'esercizio. La diminuzione dei ricavi, pari a circa -7%, è attribuibile principalmente alla contrazione del canale wholesale (-2,73 milioni di euro). Le disponibilità liquide diminuiscono, principalmente

per effetto del progressivo ammortamento dei finanziamenti bancari accesi nel 2020. I debiti verso banche aumentano complessivamente di circa 164 mila euro: oltre al rimborso delle rate dei finanziamenti pregressi, la società ha acceso un nuovo finanziamento a medio-lungo termine di 2 milioni di euro al tasso del 5,50%, nonché un ulteriore finanziamento di 35 mila euro al tasso del 4,14%. Il confronto con i finanziamenti ottenuti nel 2020 -caratterizzati da un tasso medio dello 0,69% (uno fisso allo 0,7%, l'altro variabile poi coperto tramite IRS allo 0,68%)- evidenzia il significativo mutamento dello scenario finanziario in soli cinque anni e il conseguente aumento del costo del capitale di debito. Infine, nel corso l'assemblea ha deliberato la distribuzione di utili per 450 mila euro. Nonostante la contrazione dei volumi di vendita, permane la continuità degli investimenti e il progressivo rimborso dell'indebitamento storico, mentre la revisione prudenziale dei finanziamenti alla controllata americana evidenzia un approccio selettivo e non ideologico alla strategia di espansione internazionale. Considerati gli ordinativi in essere alla data di approvazione del bilancio chiusosi il 31 marzo 2025, il management ha confermato previsioni economiche di leggera crescita su tutti i canali commerciali. Sulla base di tali previsioni, i risultati della società sono attesi in miglioramento sia in termini di fatturato che di EBITDA.

Per riassumere, alla conclusione del 2025 la situazione delle partecipazioni nelle società controllate è la seguente: il valore di carico della partecipazione in *FORTE FORTE USA Corp.* è stato interamente svalutato negli esercizi precedenti ed è imputabile alle perdite di esercizio realizzate negli esercizi precedenti. Inoltre, gli amministratori nel presente esercizio hanno ritenuto prudente procedere anche all'intera svalutazione del credito finanziario vantato nei confronti della società americana per effetto delle modeste previsioni di redditività del punto vendita. Dopo aver sottoposto all'impairment test il valore della partecipazione in *FORTE FORTE MODA HISPANIA Slu*, si è confermato che l'equity value è maggiore della somma del costo della partecipazione e dei finanziamenti erogati, perciò, non si è operata alcuna svalutazione. Nel caso di *FORTE FORTE UK Ltd* l'impairment test ha confermato i risultati insoddisfacenti dello scorso esercizio evidenziando un valore complessivo inferiore alla somma del costo della partecipazione e dei finanziamenti erogati. Essendo tuttavia la partecipazione e i finanziamenti stati già svalutati interamente negli esercizi precedenti gli Amministratori non hanno ritenuto necessario procedere con ulteriori azioni. Nel caso della partecipazione detenuta da *FORTE FORTE Srl* in *FORTE FORTE FRANCE Sarl* per effetto dei discreti risultati ottenuti

in termini sia di ricavi che di margini al 31.03.2025 e di quelli manifestatisi nei primi mesi dell'esercizio successivo non è stato necessario procedere con lo sviluppo dell'impairment test e di svalutazioni.

A fronte dell'analisi qualitativa approfondita condotta sui singoli esercizi della fase post-acquisizione -resa possibile dal livello di dettaglio e dalla qualità informativa dei bilanci di Forte_Forte- si è ritenuto opportuno affiancare una lettura maggiormente quantitativa dell'evoluzione dei principali indicatori economico-finanziari, con una funzione prevalentemente riepilogativa e comparativa. L'analisi numerica consente infatti di sintetizzare in modo sistematico le dinamiche già evidenziate sotto il profilo patrimoniale, finanziario ed economico, rendendo più immediato il confronto con il periodo pre-acquisizione. In tale prospettiva, è stata dapprima esaminata la dinamica dei KPI nel periodo 2018-2025 attraverso il calcolo dei tassi di crescita medi composti (ove applicabili), per poi estendere l'osservazione all'intero arco temporale che va dall'esercizio precedente l'ingresso del private equity (2017) all'ultimo bilancio disponibile, così da offrire una visione complessiva dell'evoluzione della società nel passaggio dalla fase pre a quella post-acquisizione. Per quest'ultima analisi si è applicato il tasso di variazione complessivo, calcolato come: $((\text{valore 2025} - \text{valore 2017}) / \text{valore 2017})$.

Analisi delle performance post-acquisizione: parte quantitativa

INDICI ECONOMICI E DI REDDITIVITA' DI FORTE FORTE	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	CAGR	2017	variazione totale 17-25
(Valori percentuali o assoluti in euro)											
Ricavi	28.403.249	31.130.041	29.403.117	23.178.537	19.069.519	24.080.721	22.859.319	17.263.117	7%	14.882.506	91%
Ebitda	1.931.553	3.662.951	3.825.791	1.837.514	831.198	2.127.932	3.054.433	2.180.552	-2%	2.036.139	-5%
Costi produttivi	28.144.199	28.143.065	26.397.267	22.202.797	18.962.722	22.580.671	20.371.549	15.409.017	9%	13.013.956	116%
Ebit	259.050	2.986.976	3.005.850	975.740	106.797	1.500.050	2.487.770	1.854.100	-25%	1.868.550	-86%
Oneri finanziari	213.726	230.699	198.531	154.511	131.120	145.590	138.636	119.964	9%	145.095	47%
Risultato netto d'esercizio imputabile al	(610.822)	813.855	637.483	14.162	(26.093)	963.558	1.672.283	1.234.528		1.129.296	-154%
PN di gruppo	11.011.416	12.100.423	12.471.908	12.891.549	12.836.651	12.874.259	12.210.702	10.538.420	1%	2.098.042	425%
Indebitamento finanziario medio annuo	3.514.417	3.450.997	3.942.632	4.733.315	2.621.107	326.891	569.311	989.090	20%	1.604.212	119%
Capitale Investito Netto (CIN)	13.596.994	13.410.022	13.183.388	13.699.778	13.965.790	12.300.773	10.335.177	7.598.794	9%	3.206.813	324%
Ebitda / Totale ricavi	6,8%	11,8%	13,0%	7,9%	4,4%	8,8%	13,4%	12,6%	-9%	13,7%	-50%
ROS (Ebit / Totale ricavi)	0,9%	9,6%	10,2%	4,2%	0,6%	6,2%	10,9%	10,7%	-30%	12,6%	-93%
ROI - (Ebit/ CIN)	1,9%	22,3%	22,8%	7,1%	0,8%	12,2%	24,1%	24,4%	-31%	58,3%	-97%
ROE - (Utile/PN)	-5,5%	6,7%	5,1%	0,1%	-0,2%	7,5%	13,7%	11,7%		53,8%	-110%
ICR (Ebit/oneri finanziari)	1,21	12,95	15,14	6,32	0,81	10,30	17,94	15,46	-30%	12,88	-91%
ROD (oneri finanziari/debito finanziario medio)	6,1%	6,7%	5,0%	3,3%	5,0%	44,5%	24,4%	12,1%	-9%	9,0%	-33%
INDICI PATRIMONIALI E FINANZIARI										2017	
Capex	(87.649)	(724.068)	(911.277)	1.080.516	2.115.300	2.172.612	2.418.839	2.736.831		40.991	-314%
CCN	10.693.827	9.897.728	9.538.402	9.236.797	10.350.501	7.467.380	8.226.022	8.112.167	4%	2.962.415	261%
Debito finanziario totale	3.596.784	3.432.050	3.469.943	4.415.320	5.051.310	190.903	462.878	675.744	27%	1.302.435	176%
Capex / ricavi	-0,3%	-2,3%	-3,1%	4,7%	11,1%	9,0%	10,6%	15,9%		0,3%	-212%
CCN/ricavi	37,7%	31,8%	32,4%	39,9%	54,3%	31,0%	36,0%	47,0%	-3%	19,9%	89%
Moltiplicatore del capitale proprio	2,20	2,20	2,08	1,96	1,92	1,62	1,55	1,59	5%	3,65	-40%
Indice di autonomia patrimoniale (PN/attività)	45,5%	45,4%	48,0%	51,0%	52,1%	61,7%	64,3%	63,1%	-5%	27,4%	66%
Debt to equity (debito finanziario/PN)	33%	28%	28%	34%	39%	1%	4%	6%	26%	62%	-47%
PFN (surplus/deficit)	2.596.856	1.357.958	806.345	846.673	1.129.139	(573.486)	(1.875.525)	(2.939.626)		1.110.985	134%
Leva finanziaria (PFN/PN)	24%	11%	6%	7%	9%	cash positive	cash positive	cash positive		53%	-55%
Indice di copertura del debito (PFN/EBITDA)	1,34	0,37	0,21	0,46	1,36	cash positive	cash positive	cash positive		0,55	146%

Tabella 9: principali metriche di Forte_Forte negli esercizi 2018-2025 e confronto con 2017 (elaborazione autonoma).

Nel periodo post-acquisizione i ricavi di Forte_Forte sono aumentati ad un CAGR del 7%, passando da 17,2 a 28,4 milioni di euro. Complessivamente la variazione dei ricavi tra il 2017 (ultimo anno pre-acquisizione) e il 2025 è pari ad un +91%. Questo aumento è avvenuto grazie all'apertura di 9 flagship stores presenti in Europa e in America, allo sviluppo dell'e-commerce e all'espansione delle attività di vendita wholesale. Quest'ultima è avvenuta in modo estremamente selettivo, non solo per assicurarsi di collaborare con business sani ma anche per accertarsi che i department stores fossero allineati con il posizionamento del brand, per aumentarne la valorizzazione e rafforzarne l'identità. Nonostante i risultati estremamente positivi, si ricorda che la crescita del fatturato non è avvenuta secondo uno schema lineare, bensì ha subito i cambiamenti del contesto macroeconomico, portando ad una variazione YoY non sempre positiva (proprio come è avvenuto nell'ultimo esercizio). Questo fatto assume maggiore importanza in relazione all'andamento dei costi: essendo questo un business capital intensive, in periodi di contrazione delle vendite la società è riuscita ad intervenire sui costi produttivi variabili ma non su quelli fissi, portando ad una diminuzione complessiva dei costi meno che proporzionale rispetto ai ricavi e ad una conseguente contrazione dei margini. In particolare, i costi produttivi sono aumentati ad un CAGR del 9%, passando da 15,4 a 28,1 milioni di euro. A pesare particolarmente sono stati i costi per servizi- che sono raddoppiati- legati per il 50% a lavorazioni di terze (le quali sono cresciute in modo proporzionale all'aumento dei volumi realizzati) e per l'altro 50% ad una serie di spese operative (le provvigioni degli agenti, i costi di trasporto, le commissioni sulle vendite online e i costi di marketing) e di spese amministrative legate alla maggiore complessità del business. Ma soprattutto hanno inciso molto i costi per godimento di beni terzi, che sono quadruplicati. Essi sono legati ai canoni di locazione della sede della società, dello showroom e dei punti vendita diretti italiani. Complessivamente, tra il 2017 e il 2025 hanno avuto una variazione pari al +116%. L'EBITDA margin ha avuto un CAGR negativo, pari all'8%, passando dal 13,7% al 6,8%. La contrazione è stata particolarmente marcata per il ROS (con un CAGR del -30%) a causa della forte componente di capitale operativo immobilizzato e delle svalutazioni dei crediti commerciali a breve verso le società controllate. Complessivamente, tra il 2017 e il 2025 il ROS è diminuito del 93%, passando dal 12,6% allo 0,9%. Ad ogni modo, come stabilito dal management alla chiusura del

bilancio dell'esercizio 2025, la contrazione dei ricavi dipende dalle dinamiche congiunturali e non ha nulla a che vedere con la solidità del brand, per cui ci si attende una ripresa dei volumi nel prossimo esercizio (con conseguente miglioramento della marginalità). Il risultato d'esercizio è diminuito, passando da un utile di 1,2 milioni di euro ad una perdita di 610 mila euro. Il suo andamento non è stato lineare: nel 2019 aveva raggiunto circa 1,7 milioni di euro, per poi contrarsi a causa della pandemia; nel 2024, dopo un'ottima ripresa post-pandemia, ha raggiunto gli 813 mila euro. La chiusura in perdita dell'ultimo esercizio è dovuta alla combinazione della riduzione dei ricavi e alle svalutazioni effettuate sulle partecipazioni nelle società estere. Oltre a queste ultime e agli ammortamenti ordinari delle immobilizzazioni, il risultato è stato penalizzato dagli oneri finanziari. Questi ultimi, nell'arco temporale 2018-2025, sono aumentati ad un CAGR del 9%, passando da circa 120 mila euro a 213,7 mila euro. Tuttavia, solo una quota marginale risulta imputabile agli interessi maturati su debiti bancari a medio-lungo termine. La componente prevalente è invece rappresentata dagli sconti passivi finanziari, riconducibili principalmente a operazioni di smobilizzo dei crediti commerciali e all'utilizzo di linee di credito autoliquidanti a supporto del capitale circolante. Dopo aver esaminato l'evoluzione economica della società nel periodo post-acquisizione, l'analisi si sposta ora sulla dimensione patrimoniale e finanziaria, al fine di comprendere come le risorse siano state impiegate e quali fonti abbiano sostenuto la crescita.

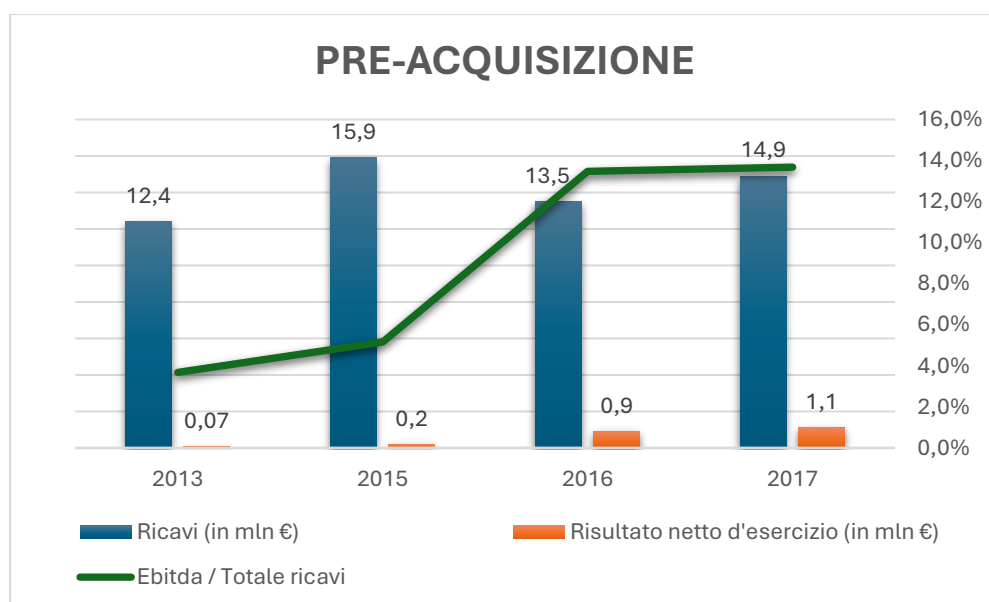


Tabella 23: andamento di ricavi, risultato netto d'esercizio e EBITDA margin nel periodo pre-acquisizione (elaborazione autonoma).

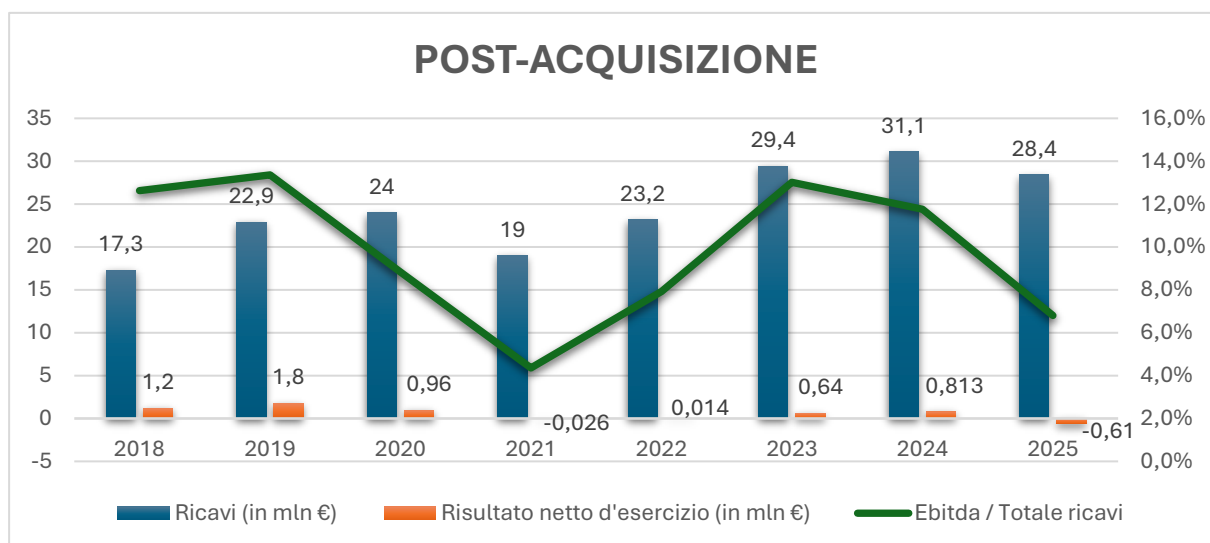


Tabella 24: andamento di ricavi, risultato netto d'esercizio e EBITDA margin nel periodo post-acquisizione (elaborazione autonoma).

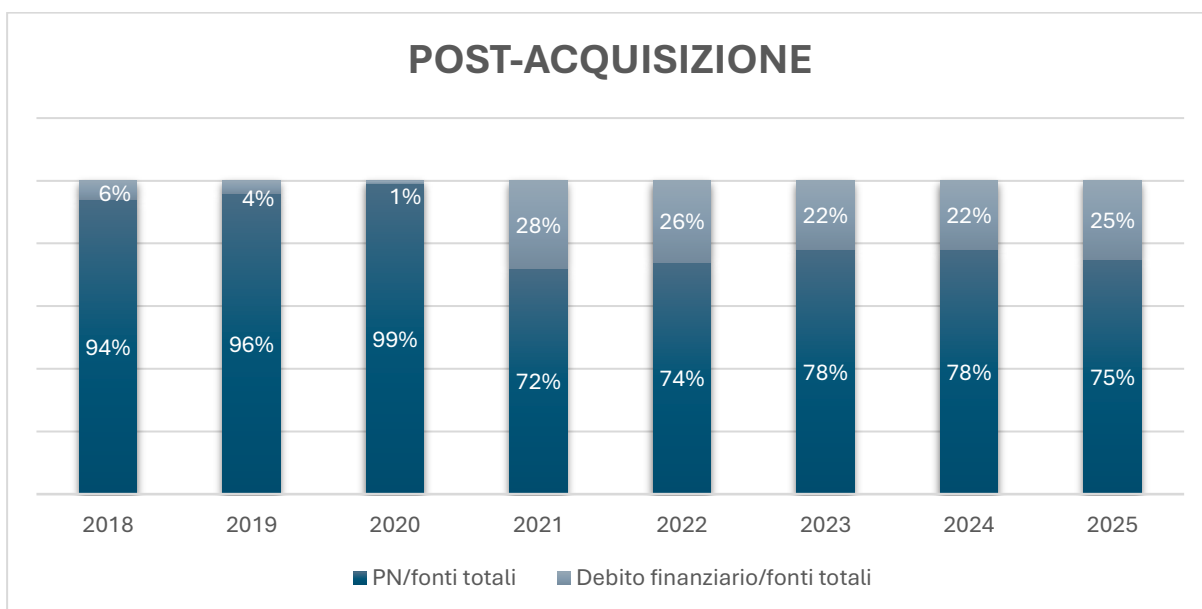
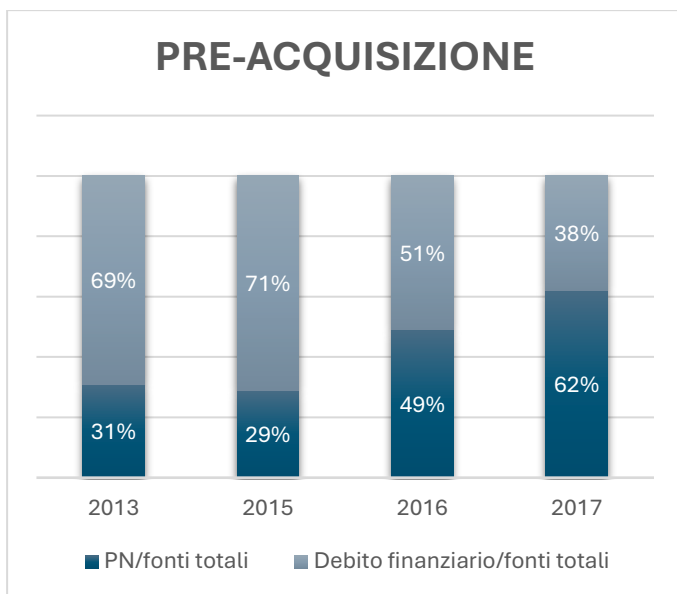
Nel periodo 2018–2025 il Capex è passato da 2,7 milioni di euro nel 2018 a un valore negativo di circa 88 mila euro nel 2025. Nel confronto complessivo con il 2017 (€ 40.991), la variazione percentuale è pari a -314%. Tuttavia, la lettura dei soli CAGR e variazione percentuale complessiva rischia di appiattire una dinamica in realtà molto articolata. Nei primi esercizi successivi all'acquisizione il livello degli investimenti è stato particolarmente elevato, raggiungendo il picco nel 2019 con circa 2,4 milioni di euro, per poi mantenersi su valori superiori ai 2 milioni anche nel 2020 e nel 2021. Tali investimenti sono stati funzionali all'espansione della rete retail diretta in Italia e all'estero, al miglioramento dei punti vendita wholesale, alla tutela e registrazione del marchio in nuovi mercati, all'implementazione del sistema ERP e, più in generale, al rafforzamento della struttura organizzativa e distributiva. Una quota più contenuta è stata inoltre destinata ad attrezzature, macchinari e dotazioni operative. A partire dal 2022 il Capex si è progressivamente ridotto, per poi divenire negativo negli esercizi successivi, poiché l'ammontare complessivo di ammortamenti e svalutazioni – in particolare legate alle partecipazioni estere e ai finanziamenti concessi alle controllate – è risultato superiore ai nuovi investimenti effettuati.

Per quanto riguarda il capitale circolante netto, tra il 2018 e il 2025 si è registrato un CAGR positivo del 4%, con un incremento da 8,1 a 10,7 milioni euro. Il confronto con il 2017 (2,9 milioni di euro) evidenzia una variazione complessiva del +261%, segnalando un significativo aumento delle risorse assorbite dalla gestione operativa lungo l'intero ciclo

post-acquisizione. In particolare, tra il 2017 e il 2018 si è verificata un'esplosione del capitale circolante, principalmente legata all'ingresso del nuovo socio e alla conseguente immissione di risorse finanziarie: le disponibilità liquide sono passate da circa 191 mila euro a 3,6 milioni di euro, mentre le rimanenze sono cresciute da 882 mila euro a 1,8 milioni di euro. Negli esercizi successivi la struttura del circolante si è progressivamente trasformata: le disponibilità liquide si sono ridotte, attestandosi nel 2025 a circa 1 milione di euro, riflettendo l'utilizzo delle risorse per sostenere investimenti e sviluppo; parallelamente le rimanenze (prevalentemente di prodotti finiti) si sono significativamente ampliate, passando da circa 1,7 milioni di euro nel 2018 a 6,2 milioni di euro nel 2025, in coerenza con il nuovo modello di business. Infatti, nel modello wholesale puro, il processo produttivo è prevalentemente order-driven: l'impresa produce principalmente sulla base degli ordini raccolti durante la campagna vendite, riducendo in misura significativa il rischio di invenduto. Nel modello distributivo misto - che combina wholesale, retail diretto ed e-commerce- la logica produttiva diventa prevalentemente forecast-driven: in tale configurazione, una parte significativa della produzione deve essere pianificata anticipatamente sulla base di previsioni di vendita (sell-out) e non più esclusivamente su ordini già acquisiti. In particolare: il canale retail diretto richiede un adeguato livello di stock per garantire profondità assortimentale e il canale e-commerce necessita di disponibilità immediata per sostenere la domanda online e i riassortimenti rapidi. Ne deriva un fisiologico incremento delle rimanenze di prodotti finiti, non necessariamente indicativo di inefficienza, ma coerente con la maggiore complessità operativa e con l'assunzione diretta del rischio di invenduto. I crediti e le passività correnti (in particolare quelli commerciali) hanno invece mostrato una dinamica più graduale e proporzionata alla crescita del fatturato, senza evidenziare squilibri rilevanti. Nel complesso, l'aumento del capitale circolante appare coerente con una strategia di crescita strutturata piuttosto che con tensioni finanziarie.

Passando all'analisi della struttura finanziaria, nel periodo 2018-2025 il patrimonio netto ha registrato un CAGR pari a circa l'1%, passando da 10,5 a 11 milioni di euro. Se si estende l'analisi al confronto complessivo 2017-2025, l'incremento risulta pari al 425%, essendo passato da euro 2.098.042 nel 2017 a oltre 11 milioni nel 2025. La dinamica moderatamente crescente riflette una fase iniziale di forte patrimonializzazione in sede di acquisizione, seguita da un'evoluzione più stabile, influenzata sia dalla generazione di utili sia dalla distribuzione di riserve. In particolare, nell'esercizio sociale 2024 è stata

deliberata e contabilizzata una distribuzione di utili per euro 1.150.000, cui si è aggiunta un'ulteriore distribuzione di euro 450.000 nell'esercizio sociale 2025. Il dato evidenzia l'impatto strutturale dell'operazione di acquisizione e della ricapitalizzazione iniziale, che ha profondamente modificato la struttura finanziaria della società, rafforzandone in modo significativo la solidità patrimoniale. Per quanto riguarda il debito finanziario totale, nel periodo 2018-2025 si osserva un CAGR pari al 27%, con un andamento tuttavia non lineare e strettamente connesso a specifiche operazioni di finanziamento. In particolare, nel 2021 la società ha fatto ricorso a due finanziamenti bancari a medio-lungo termine per complessivi 5 milioni di euro, a sostegno della liquidità nel contesto pandemico e per supportare il capitale circolante. Negli esercizi successivi il debito si è progressivamente ridotto per effetto dei rimborsi periodici delle rate; tuttavia, nel 2025 è stato nuovamente incrementato per effetto dell'accensione di ulteriori finanziamenti per complessivi € 2.035.000, in un contesto di rialzo dei tassi di interesse. Rispetto al 2017, il debito finanziario complessivo è aumentato del 176%, passando da 1,3 a 3,6 milioni di euro nel 2025. Tale incremento risulta coerente con la crescita dimensionale dell'impresa e con il piano di espansione internazionale della rete retail, non configurandosi come debito volto alla copertura di perdite strutturali bensì come leva funzionale allo sviluppo. Il rapporto debt to equity mostra un CAGR del 26% nel periodo 2018-2025, attestandosi al 33% nel 2025. Se confrontato con il 2017, quando l'indicatore era pari al 62%, emerge invece una riduzione complessiva del 47%. Ciò conferma come l'ingresso del fondo abbia determinato un riequilibrio strutturale tra capitale proprio e capitale di terzi, riducendo significativamente il grado di leva rispetto alla fase pre-acquisizione, pur consentendo un utilizzo selettivo del debito nelle fasi di maggiore espansione o tensione di liquidità.



Grafici 25 e 26: andamento delle fonti di finanziamento negli anni pre e post-acquisizione; il debito finanziario è considerato al lordo delle disponibilità liquide al fine di evidenziare il livello di indebitamento effettivamente assunto dalla società (elaborazione autonoma).

Con riferimento alla posizione finanziaria netta, nel periodo post-acquisizione si osserva un'evoluzione significativa della struttura di liquidità. Nel 2018 la società presentava un eccesso di cassa pari a circa 2,9 milioni di euro, conseguenza diretta della ricapitalizzazione intervenuta nello stesso esercizio, che aveva determinato un afflusso di risorse non immediatamente assorbite dagli investimenti e dunque temporaneamente lasciate a deposito. Come stabilito pressappoco, nel corso degli esercizi successivi tali disponibilità sono state progressivamente impiegate a sostegno del piano di sviluppo

determinando un ritorno a una situazione di indebitamento netto. Nel 2025 la PFN evidenzia infatti un indebitamento netto pari a circa 2,6 milioni di euro. Rispetto al periodo pre-acquisizione, nel quale nel 2017 la PFN rifletteva un indebitamento netto di circa 1,1 milioni di euro, la variazione complessiva è pari a +134%. Grazie alla ricapitalizzazione effettuata dai soci, il rapporto PFN/equity è passato dal 53% nel 2017 al 24% nel 2025; tale configurazione evidenzia una struttura finanziaria equilibrata, nella quale il capitale di rischio continua a rappresentare la fonte primaria di finanziamento, mentre il ricorso a capitale di terzi assume una funzione complementare e strumentale alla crescita. Un'ulteriore conferma della sostenibilità della struttura finanziaria emerge dall'analisi del rapporto PFN/EBITDA, indicatore sintetico della capacità dell'impresa di rimborsare il debito attraverso i flussi operativi. Nel 2017 tale rapporto era pari a 0,55, mentre nel 2025 risulta pari a 1,34, con una variazione complessiva del +146%. Sebbene l'indicatore evidenzi un peggioramento rispetto al periodo pre-acquisizione, esso permane ampiamente su livelli considerati fisiologici e prudenziali nel settore, ben al di sotto delle soglie comunemente ritenute critiche dagli istituti di credito. Ciò dimostra che, nonostante la maggiore esposizione finanziaria e la temporanea compressione della marginalità registrata in alcuni esercizi, la società mantiene una solida capacità di copertura del debito attraverso la gestione operativa.

Per quanto riguarda il Rendimento del capitale Investito (ROI), nel periodo 2018-2025 si osserva un CAGR pari a -31%, con un passaggio dal 24,4% del 2018 all'1,9% del 2025. La contrazione dell'indicatore è riconducibile principalmente alla riduzione dell'EBIT (CAGR pari a -25%), a fronte di un capitale investito netto cresciuto mediamente del 9% nel periodo. Il confronto con il periodo pre-acquisizione rende il dato ancora più significativo: nel 2017 il ROI si attestava al 58%, segnalando una fase di elevata efficienza operativa su una base patrimoniale più contenuta. La successiva riduzione dell'indicatore riflette quindi sia la tensione sui margini già analizzata, sia l'ampliamento della dimensione patrimoniale conseguente alla ricapitalizzazione e all'attuazione del piano di sviluppo. Tuttavia, il ROI medio nella fase post-acquisizione si è attestato al 14,4%, valore superiore al ROD medio pari all'8,9% (escludendo l'outlier del 2020). Tale differenziale positivo indica che, nel complesso del periodo, il rendimento operativo degli investimenti è rimasto superiore al costo del debito, confermando un utilizzo della leva finanziaria ancora economicamente sostenibile.

Un ultimo elemento di interesse riguarda la distribuzione geografica del fatturato. Contrariamente a quanto ci si sarebbe potuti attendere alla luce del piano di espansione retail internazionale, la composizione dei ricavi è rimasta sostanzialmente stabile lungo l'intero periodo post-acquisizione, non solo in termini dinamici (2018-2025), ma anche confrontando l'ultimo esercizio disponibile (2025) con l'ultimo esercizio pre-acquisizione (2017). Nel 2025 l'Italia incide per il 36% dei ricavi (35% nel 2017), l'Europa per il 34% (37% nel 2017) e gli altri Paesi esteri per il 30% (28% nel 2017). Tuttavia, tale apparente staticità deve essere interpretata alla luce della struttura organizzativa adottata: le boutique estere non sono direttamente gestite dalla capogruppo, ma operano tramite società controllate. I ricavi contabilizzati dalla capogruppo derivano pertanto principalmente da vendite infragruppo verso tali controllate, presumibilmente a transfer price assimilabili a prezzi wholesale⁴⁵ e non al prezzo finale realizzato verso il consumatore. Ne consegue che l'espansione retail internazionale non si traduce automaticamente in un incremento proporzionale del fatturato della capogruppo, ma svolge una funzione prevalentemente strategica: rafforzamento dell'immagine del brand, presidio diretto dei mercati chiave e consolidamento del posizionamento internazionale.

A completamento dell'analisi sulla distribuzione geografica dei ricavi, è utile richiamare brevemente anche i dati di bilancio consolidato degli esercizi 2022 e 2024, unici bilanci consolidati disponibili su AIDA, che la società capogruppo ha redatto nonostante presentasse ancora tutti i requisiti per l'esonero dall'obbligo di redazione del bilancio consolidato. Il fatturato consolidato risulta superiore rispetto a quello della sola capogruppo, ma in misura relativamente contenuta: si attestava a circa 24 milioni di euro nel 2022, 31 milioni nel 2023 e 33 milioni nel 2024. Lo scostamento rispetto ai ricavi d'esercizio appare limitato, rafforzando l'ipotesi che le vendite infragruppo verso le controllate retail siano effettuate a valori coerenti con logiche di mercato (verosimilmente assimilabili a prezzi wholesale), lasciando alle società distributive una marginalità autonoma ma non particolarmente ampia. Il maggiore fatturato consolidato, peraltro, non si traduce in un proporzionale rafforzamento della redditività. Dal bilancio consolidato emergono infatti costi della produzione più elevati rispetto alla sola capogruppo,

⁴⁵ Questa assumption è in linea con il principio di libera concorrenza, secondo cui le operazioni infragruppo devono essere valorizzate come se fossero concluse tra parti indipendenti, assicurando che la controllata retail consegua una marginalità coerente con quella che sarebbe riconosciuta a un distributore indipendente comparabile operante in condizioni di mercato analoghe.

riconducibili in particolare ai canoni di locazione delle boutique, al personale di vendita e agli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali, tra cui assume rilievo l'ammortamento dell'avviamento iscritto in sede di acquisizione delle controllate. L'EBITDA del Gruppo è passato da 1,4 milioni di euro nel 2022 a 1 milione nel 2024, con un EBITDA margin medio attorno al 7%, mentre l'EBIT è migliorato da -2,2 milioni nel 2022 a 1,3 milioni nel 2024, con un ROS medio pari al 2,3%. Nel complesso, il consolidato evidenzia come la strategia di espansione retail comporti, nel breve periodo, un incremento dei costi fissi che comprime la marginalità operativa, configurandosi tuttavia come investimento strutturale volto a rafforzare la presenza internazionale e il posizionamento del marchio nel medio-lungo termine.

Conclusione

L'analisi del caso Forte_Forte evidenzia un'operazione di private equity caratterizzata da una forte coerenza strategica tra struttura finanziaria, piano industriale e governance. A differenza di altre operazioni in cui il rafforzamento patrimoniale interviene in risposta a situazioni di squilibrio, nel caso in esame la ricapitalizzazione è stata immediata, consistente e pianificata sin dall'ingresso del nuovo socio. L'aumento di capitale intervenuto nel primo esercizio post-acquisizione ha determinato un salto dimensionale del patrimonio netto, creando una base patrimoniale solida e adeguata a sostenere un ambizioso percorso di espansione internazionale. Tale scelta ha consentito alla società di non dover ricorrere immediatamente a ulteriore debito, ma di utilizzare inizialmente risorse proprie per finanziare la costituzione delle controllate estere, l'apertura dei flagship store e il potenziamento della rete distributiva, sia retail sia wholesale. L'operazione si distingue inoltre per la continuità gestionale: i soci fondatori sono rimasti coinvolti nella governance, apportando il proprio know-how industriale e creativo, mentre l'SGR ha contribuito con competenze finanziarie, strategiche e relazionali. Si è così configurato un modello di collaborazione in cui capitale imprenditoriale e capitale finanziario hanno operato in modo complementare. Dal punto di vista operativo, l'espansione è stata perseguita in modo graduale ma strutturato: apertura di boutique monomarca nei principali mercati internazionali, rafforzamento delle controllate estere, investimenti in sistemi informativi (ERP), tutela e registrazione del marchio nei diversi Paesi, miglioramento degli spazi retail e dei corner nei department store. Parallelamente, non si è assistito a una gestione disinvolta delle risorse: il controllo del capitale circolante è rimasto attento, con politiche di smaltimento delle rimanenze tramite outlet

temporanei, miglioramento dei processi di monitoraggio e riscossione dei crediti commerciali e utilizzo prudente degli strumenti finanziari. Anche sul fronte della gestione finanziaria emergono elementi di pianificazione: il ricorso al debito bancario è avvenuto in momenti specifici e con finalità chiare, prevalentemente a supporto del capitale circolante e dell'espansione internazionale. L'utilizzo di strumenti di copertura del rischio di tasso (Interest Rate Swap) testimonia un approccio consapevole e professionale alla gestione del rischio finanziario. Nonostante il progressivo ritorno a una posizione di indebitamento netto dopo l'assorbimento della liquidità inizialmente disponibile, gli indicatori di leva finanziaria si sono mantenuti su livelli contenuti e sostenibili. Nel complesso, il caso Forte_Forte evidenzia come l'ingresso del private equity abbia agito come catalizzatore di una trasformazione dimensionale e organizzativa, più che come strumento di intervento correttivo. L'operazione ha consentito alla società di compiere un salto strutturale: da realtà imprenditoriale solida ma limitata per mezzi finanziari, a piattaforma capace di sostenere un piano di internazionalizzazione articolato, con investimenti coordinati su retail, marchio, sistemi informativi e presidio dei mercati esteri. L'integrazione tra capitale finanziario e capitale imprenditoriale ha permesso di coniugare visione creativa e disciplina economico-finanziaria, generando una crescita più strutturata e meno dipendente dal solo autofinanziamento. La combinazione tra rafforzamento patrimoniale, disciplina finanziaria e visione industriale ha consentito alla società di affrontare anche fasi congiunturali complesse (quali la pandemia) mantenendo equilibrio strutturale e coerenza strategica.

Sebbene l'orizzonte temporale dell'investimento si avvicini alla durata tipica di permanenza di un fondo di private equity, la traiettoria reddituale non appare ancora pienamente stabilizzata. Gli investimenti effettuati nel periodo post-acquisizione hanno posto le basi per un'espansione internazionale strutturata, ma i benefici in termini di marginalità non risultano ancora consolidati su livelli strutturalmente superiori a quelli pre-acquisizione. In tale prospettiva, un'eventuale exit potrebbe essere posticipata al fine di massimizzare il valore realizzabile. A ciò si aggiunge un ulteriore elemento di contesto: il rallentamento dei consumi nel settore moda, l'aumento dei tassi di interesse e la maggiore selettività del mercato M&A rendono più complessa l'individuazione di un acquirente disposto a riconoscere multipli coerenti con gli investimenti effettuati e con il potenziale prospettico della società. In uno scenario macroeconomico meno favorevole, la cessione potrebbe non riflettere pienamente il valore strategico costruito nel periodo

post-acquisizione. Non può inoltre escludersi, in via puramente teorica, la presenza di accordi parasociali o meccanismi di riacquisto (buyback) concordati tra il fondo e i soci fondatori, eventualmente subordinati al raggiungimento di determinati obiettivi economico-finanziari. In assenza di informazioni pubbliche in merito, tale ipotesi resta speculativa; tuttavia, essa rappresenterebbe una possibile spiegazione della permanenza del fondo nel capitale in attesa del consolidamento di una soglia reddituale ritenuta adeguata al disinvestimento.

3.3 Analisi comparativa

Il primo elemento distintivo tra i due casi riguarda la natura dell'investitore, la logica sottostante all'operazione e la configurazione proprietaria risultante. Nel caso Blufin, l'acquirente è Eccellenze Italiane Holding (Exelite), operatore industriale attivo nel medesimo settore ma posizionato nel segmento premium, contiguo a quello presidiato da Blumarine. L'operazione assume una chiara valenza industriale e strategica: ristrutturazione aziendale tramite l'integrazione nel gruppo e rilancio del brand anche grazie alla contaminazione tra segmenti di mercato -leva esplicitamente richiamata da Marchi, fondatore e proprietario di Exelite- come strumento di crescita sinergica dei brand. L'acquisizione è avvenuta in un momento di forte difficoltà economica della target, che nel 2019 registrava un EBITDA negativo pari a -8,6 milioni di euro. Il prezzo corrisposto, pari a 20 milioni di euro per il 100% del capitale, non è pertanto interpretabile secondo i tradizionali multipli sull'EBITDA, ma riflette una valutazione prospettica del valore del marchio e delle sinergie attese. Inoltre, l'acquisizione totalitaria è stata resa possibile anche dal fatto che i precedenti proprietari, fondatori del brand, avevano raggiunto un'età tale da rendere fisiologica l'uscita dal business, in assenza di un effettivo passaggio generazionale, nonostante la presenza di figli non interessati a subentrare nella gestione.

Di diversa natura è l'operazione realizzata su Forte_Forte da parte di Style Capital SGR, investitore finanziario. Nel 2017 la società presentava un EBITDA positivo, pari a poco più di 2 milioni di euro, e una marginalità già strutturalmente solida. Style Capital ha acquisito il 54,96% del capitale versando ai soci fondatori un corrispettivo pari a € 10.822.052. Rapportando tale valore alla quota di EBITDA economicamente acquisita, si ottiene un multiplo implicito prossimo a 10x, coerente con un'azienda profittevole e con prospettive di crescita internazionale. A differenza del caso Blufin, l'operazione non ha comportato

un'uscita totale dei fondatori, che hanno mantenuto una partecipazione significativa e un ruolo operativo. Inoltre, trattandosi di un investitore finanziario con un portafoglio di partecipazioni diversificato, Style Capital ha impiegato il minimo capitale necessario per assicurarsi il controllo della società, preservando risorse per altre operazioni e strutturando l'investimento secondo una logica di ottimizzazione del capitale allocato. Nel confronto tra i due casi emerge dunque una duplice differenza: da un lato, investitore industriale che acquisisce il 100% in un'ottica di integrazione e stabilizzazione; dall'altro, investitore finanziario che acquisisce una quota di controllo in un'impresa già sana, con finalità di accelerazione della crescita e valorizzazione futura, mantenendo i fondatori come partner industriali.

Le differenti nature degli investitori si riflettono in modo evidente sulle modalità di implementazione delle strategie adottate e sulla conseguente evoluzione della struttura societaria delle due target. Nel caso di Blufin, l'ingresso di EIH ha determinato un processo di integrazione industriale profonda, coerente con una strategia prevalentemente difensiva e di stabilizzazione. La struttura societaria è stata progressivamente semplificata: le società partecipate sono state incorporate in Blufin, eliminando livelli intermedi e superando la frammentazione giuridica preesistente. Tale scelta ha risposto a una logica di razionalizzazione e riduzione delle complessità organizzative, funzionale al contenimento dei costi e al recupero di efficienza. Contemporaneamente, numerose funzioni di staff -in particolare quelle amministrative e altre attività a minor contenuto distintivo- sono state accentrate a livello di gruppo, consentendo a Blufin di appoggiarsi alle strutture già esistenti della capogruppo. Anche sul piano operativo, parte della riduzione dell'organico è riconducibile non solo all'adeguamento della capacità produttiva ai volumi effettivi di domanda, ma anche al progressivo ricorso a società del gruppo per attività produttive e distributive. Si è così delineato un modello caratterizzato da maggiore centralizzazione decisionale e da una crescente integrazione verticale all'interno del perimetro di gruppo. Sul fronte strategico, tale riorganizzazione è stata accompagnata da un tentativo di rilancio del brand, attraverso interventi sulla direzione creativa - con la nomina di nuovi designer scelti direttamente da Marchi - volto a ricostruirne attrattività e coerenza stilistica dopo una fase di deterioramento della performance, e un rafforzamento delle iniziative di marketing e comunicazione. In parallelo, gli investimenti sono rimasti prevalentemente di natura conservativa e di ripristino, con interventi mirati a sostituire o mantenere in efficienza le immobilizzazioni

produttive e, soprattutto, a sostenere la rete commerciale esistente mediante migliorie sugli ambienti wholesale, coerenti con il ruolo centrale di tale canale nella generazione dei ricavi. Anzi, proprio la strategia difensiva ha progressivamente portato la società a concentrare i propri sforzi sul mercato italiano, anche con l'obiettivo di ridurre complessità e costi operativi: l'Italia è infatti passata dal rappresentare il 46% al 68% del fatturato complessivo.

Nel caso di Forte_Forte, al contrario, l'ingresso di Style Capital SGR ha sostenuto una strategia espansiva orientata all'internazionalizzazione e alla crescita per linee interne. La struttura societaria si è progressivamente articolata attraverso la costituzione di società controllate estere, destinate alla gestione diretta delle boutique nei principali mercati internazionali. L'aumento della complessità giuridica non rappresenta, in questo caso, un elemento di inefficienza, bensì lo strumento operativo attraverso cui perseguire l'espansione geografica e il presidio diretto dei mercati. Le scelte di investimento hanno riguardato la tutela e valorizzazione del marchio (registrazioni internazionali), la realizzazione e l'ammodernamento dei punti vendita retail, nonché migliorie sugli ambienti wholesale e corner presso retailer terzi, in un'ottica di rafforzamento del posizionamento e della presenza commerciale. Contestualmente, la società ha investito nell'adozione di sistemi informativi e di controllo più avanzati (ERP) e ha rafforzato le attività di comunicazione, con una maggiore attenzione ai canali digitali e ai social media. In tale quadro si inserisce anche il potenziamento dell'e-commerce e l'avvio di collaborazioni con piattaforme e operatori digitali, coerenti con l'obiettivo di ampliare la base clienti e accrescere la riconoscibilità del marchio a livello globale. In sintesi, Blufin ha seguito una traiettoria di integrazione e razionalizzazione interna, con semplificazione societaria e accentramento delle funzioni. Forte_Forte, invece, ha avviato un processo di trasformazione del proprio modello di business, evolvendo da una dipendenza esclusiva dal canale wholesale verso un assetto distributivo integrato, fondato anche su retail diretto ed e-commerce, supportato da una struttura societaria più articolata.

La diversa natura delle società acquirenti trova coerente riflesso nella struttura finanziaria e nelle modalità di copertura del fabbisogno generato dalle rispettive traiettorie post-acquisizione. Nel caso di Blufin, l'intervento dell'investitore industriale non si è tradotto in una immediata ricapitalizzazione. Tale scelta ha consentito di fornire liquidità a condizioni presumibilmente più favorevoli rispetto a quelle di mercato, ma ha

mantenuto l'intervento su un piano meramente finanziario, aumentando l'indebitamento della società e lasciando invariata la dotazione di capitale proprio. Al contrario, subito dopo l'acquisizione, la controllante ha scelto di sostenere la società mediante la concessione di un finanziamento infragruppo, esponendosi quindi come creditore e non come socio attraverso un aumento di capitale. Solo in una fase successiva, in presenza di una situazione di tensione patrimoniale più marcata, si è proceduto a un rafforzamento del capitale proprio, riportando la società in una condizione di equilibrio finanziario. Nel periodo post-acquisizione i debiti bancari sono aumentati in valore assoluto; tuttavia, l'incremento del patrimonio netto ha consentito una riduzione del rapporto debt/equity, segnalando un miglioramento della solidità complessiva. Un elemento rilevante della gestione finanziaria è rappresentato dal ruolo del gruppo di appartenenza nel sostegno al capitale circolante. Una quota significativa dei debiti commerciali risulta infatti riferibile a società sottoposte al medesimo controllo, le quali hanno concesso dilazioni di pagamento più ampie. Tale dinamica ha permesso di finanziare parte del ciclo operativo senza ricorrere esclusivamente al debito bancario, configurando una forma di supporto infragruppo coerente con la logica di integrazione industriale. In questo senso, la leva finanziaria commerciale ha svolto una funzione di ammortizzatore nella fase di ristrutturazione.

Nel caso di Forte_Forte, al contrario, la struttura finanziaria è stata oggetto di una pianificazione sin dall'ingresso dell'investitore finanziario. L'operazione si è accompagnata a una significativa ricapitalizzazione iniziale, condivisa tra Style Capital e i soci fondatori, che ha consentito di dotare la società di risorse sufficienti a sostenere il piano di espansione senza un immediato ricorso massiccio al debito. Solo una volta progressivamente assorbita la liquidità generata dall'aumento di capitale, la società ha fatto ricorso a finanziamenti bancari a medio-lungo termine, in un'ottica di ottimizzazione della struttura finanziaria e di sfruttamento del beneficio fiscale connesso agli oneri finanziari. Il rapporto debt/equity si è mantenuto su livelli equilibrati e la posizione finanziaria netta, pur tornando positiva (indebitamento netto) dopo la fase iniziale di eccesso di cassa, non ha mai evidenziato criticità strutturali. La leva è stata utilizzata come strumento di supporto alla crescita e non come risposta a squilibri preesistenti. Ne emerge un modello di gestione finanziaria improntato alla programmazione e alla sostenibilità, coerente con un investitore finanziario orientato alla valorizzazione nel medio termine. In sintesi, Blufin ha beneficiato di un sostegno prevalentemente operativo e infragruppo, con

una ricapitalizzazione intervenuta in fase emergenziale. Forte_Forte, invece, ha potuto contare sin dall'origine su un intervento strutturato e pianificato, fondato non solo sull'apporto di risorse finanziarie da parte del private equity, ma anche sul contributo in termini di competenze gestionali e know-how finanziario tipico di un investitore professionale abituato alla gestione di società complesse. La ricapitalizzazione iniziale, condivisa tra Style Capital e i soci fondatori, è stata resa possibile anche dalla monetizzazione parziale dell'investimento originario da parte di questi ultimi, che ha consentito loro di reinvestire nella società con una capacità finanziaria diversa rispetto alla fase pre-acquisizione.

Le situazioni originali delle due società target e le diverse strategie operative e finanziarie adottate hanno dato luogo a risultati molto diverse, ma coerenti con tali strategie: nel caso di Blufin, i ricavi hanno progressivamente invertito il trend negativo che caratterizzava la fase pre-acquisizione, tornando a crescere nel periodo post-intervento (passando da un CAGR negativo pari al 18% nel periodo 2015-2019 ad un CAGR dell'11% nel periodo 2020/2024). Tale ripresa, tuttavia, si inserisce in un percorso ancora incompleto: la marginalità operativa mostra segnali di miglioramento, ma permane fragile e sensibile alle oscillazioni del contesto esterno. L'EBITDA margin nell'ultimo esercizio pre-acquisizione era pari a -36,7% e il ROS pari a -43,5%, mentre, grazie all'intervento del management, nel 2024 l'EBITDA margin è aumentato al -8,6% e il ROS al -9,7%. La razionalizzazione delle risorse e la progressiva integrazione operativa nel gruppo hanno contribuito a rendere la struttura meno rigida e meno onerosa in termini di ammortamenti, favorendo la costruzione di un modello organizzativo più snello e adattabile ai cambiamenti della domanda. In questo senso, l'obiettivo primario non è stato tanto l'espansione quanto la stabilizzazione e la messa in sicurezza dell'equilibrio economico-finanziario.

Diversamente, Forte_Forte ha registrato una crescita significativa dei ricavi nel periodo post-acquisizione (+91%), coerente con la strategia di espansione geografica e di rafforzamento distributivo perseguita dall'investitore finanziario. Tale dinamica, tuttavia, si è accompagnata a un incremento più che proporzionale dei costi fissi -in particolare legati allo sviluppo della rete retail e al potenziamento degli asset immateriali (affitto locali, personale retail, ammortamenti di ristrutturazioni su beni di terzi, ammortamento del marchio ecc.)- determinando una marginalità sotto pressione nonostante la crescita del fatturato. Così l'EBITDA margin è passato dal 13,7% nel 2017 al 6,8% nel 2025; mentre

il ROS è passato dal 12,6% al 0,9%. Inoltre, le boutique estere, ancora in fase di consolidamento, non hanno pienamente espresso il proprio potenziale contributo alla redditività, ma rappresentano infrastrutture strategiche già predisposte per una futura accelerazione. Ne deriva che, mentre Blufin ha progressivamente alleggerito la propria struttura dei costi per recuperare equilibrio e flessibilità, Forte_Forte ha accettato un temporaneo sacrificio dei margini in funzione di un posizionamento competitivo più ambizioso e orientato alla crescita di medio-lungo termine.

Conclusioni

Nel confronto tra i due casi emerge innanzitutto come le strategie post-acquisizione non possano essere attribuite in modo deterministico alla natura dell'investitore: la traiettoria di espansione perseguita da Forte_Forte e quella di ristrutturazione adottata per Blufin risultano infatti strettamente legate alle condizioni di partenza delle due società. Ciò premesso, le scelte effettivamente adottate appaiono comunque coerenti con la tipologia di investitore coinvolto: in linea generale, il private equity tende a investire in imprese caratterizzate da un elevato potenziale di crescita futura, spesso di dimensioni ancora contenute ma scalabili, evitando operazioni di turnaround complesso e ad alta incertezza. Al contrario, un investitore industriale, pur non limitandosi ai soli progetti di ristrutturazione, può intraprendere operazioni di rilancio qualora ravvisi concrete sinergie operative e strategiche, nella prospettiva di integrazione lungo la filiera e valorizzazione del portafoglio brand. In tal senso, l'intervento su Blufin non rappresenta un'eccezione rispetto alla natura industriale dell'acquirente, bensì un'applicazione coerente della sua logica di creazione di valore, fondata sull'integrazione e sulla complementarità tra segmenti.

La differenza più marcata tra i due casi risiede dunque nella modalità con cui gli obiettivi strategici sono stati perseguiti. L'investitore industriale ha privilegiato un'integrazione operativa profonda, con accentrimento delle funzioni, razionalizzazione della struttura e sostegno infragruppo -sia in termini di servizi sia attraverso il supporto al capitale circolante- e contaminazione dell'offerta. Tale approccio sarebbe stato coerente anche in uno scenario non emergenziale, poiché riflette una strategia tipica dell'operatore industriale, orientata allo sviluppo di sinergie produttive, distributive e commerciali. Nel caso dell'investitore finanziario, l'intervento si è invece caratterizzato per un approccio maggiormente strutturato e disciplinato sotto il profilo finanziario e gestionale:

ricapitalizzazione pianificata, utilizzo calibrato della leva bancaria e dello scudo fiscale, implementazione di sistemi di controllo e reporting avanzati e gestione attenta della struttura finanziaria, nonché inserimento di più figure professioniste a sostegno del già presente management. A ciò si può ragionevolmente affiancare il valore aggiunto derivante dalla rete relazionale e dall'esperienza maturata da una SGR come Style Capital nel settore del lusso e del premium (vedi i casi di successo nel medesimo segmento, quali Zimmermann, Twinset o Golden Goose), che può aver facilitato l'espansione internazionale e il dialogo con operatori distributivi qualificati. Si può dunque affermare che la tipologia di investitore ha inciso in modo significativo sulle modalità di implementazione della strategia, influenzando l'architettura organizzativa, le scelte finanziarie e gli strumenti gestionali adottati per perseguire gli obiettivi definiti. Ciò non implica, tuttavia, che la natura dell'acquirente garantisca di per sé una maggiore o minore probabilità di successo dell'operazione; in entrambi i casi, infatti, l'investitore ha perseguito con coerenza l'obiettivo di rendere profittevole il proprio investimento. L'esito appare piuttosto legato alla coerenza complessiva tra situazione iniziale, obiettivi strategici, modalità di esecuzione e contesto esterno.

Dal punto di vista delle società acquisite, gli interventi realizzati hanno prodotto risultati concreti. Blufin ha invertito il trend negativo che caratterizzava la fase pre-acquisizione, avviando un percorso di recupero economico e di progressivo rilancio del brand, rafforzandone nuovamente la riconoscibilità e la presenza sul mercato. Forte_Forte, dal canto suo, si presenta oggi con una struttura organizzativa e distributiva più articolata, patrimonialmente rafforzata e potenzialmente in grado di sostenere una crescita futura dei ricavi, con l'obiettivo di tornare a livelli di marginalità più elevati rispetto alla fase di investimento più intenso. La società, inoltre, ha riequilibrato la propria struttura finanziaria rispetto al periodo antecedente l'ingresso del private equity, risultando oggi meno esposta al rischio di squilibri patrimoniali.

Dal punto di vista degli acquirenti, la valutazione del successo assume una prospettiva differente. Exelite può considerare l'operazione coerente con la propria visione industriale di lungo termine: l'acquisizione di un brand dotato di heritage e potenziale distintivo si inserisce in una logica di sviluppo sinergico e graduale, anche qualora il percorso di rilancio richieda tempi estesi. Per Style Capital, invece, la valutazione potrebbe essere più articolata: se da un lato sono state poste le basi per una crescita strutturata e

internazionale del marchio, dall'altro l'investimento ha superato il tradizionale orizzonte temporale di 4–6 anni tipico del private equity, e i risultati in termini di redditività non hanno ancora pienamente riflesso l'intensità delle risorse impiegate. In questo senso, il successo dell'operazione non appare univoco né immediato, ma va interpretato alla luce della coerenza strategica e della sostenibilità nel medio-lungo termine delle scelte adottate.

Conclusioni

Le trasformazioni macroeconomiche e settoriali analizzate nel secondo capitolo hanno ridefinito profondamente le condizioni competitive del settore dei Personal Luxury Goods, rendendo le operazioni di fusione e acquisizione una leva strategica centrale per la crescita, il consolidamento e la resilienza delle imprese. In un contesto caratterizzato da volatilità della domanda, pressioni sui margini, evoluzione dei modelli di consumo e crescente rilevanza degli asset intangibili, la scelta dell'investitore assume una valenza che trascende la dimensione puramente finanziaria.

L'analisi teorica sviluppata nel primo capitolo aveva delineato una distinzione concettuale tra acquirenti strategici e acquirenti finanziari fondata su orizzonte temporale, leve di creazione di valore, modalità di integrazione e struttura della governance. Gli acquirenti industriali sono stati descritti come soggetti orientati alla generazione di sinergie operative e all'integrazione della target all'interno di una visione di gruppo di lungo periodo, mentre gli investitori finanziari come operatori focalizzati sull'ottimizzazione economico-finanziaria, sulla disciplina gestionale e sull'utilizzo delle leve di corporate finance in un'ottica di valorizzazione e successiva dismissione dell'investimento.

L'analisi empirica condotta sui casi studio – pur non rappresentativa della generalità delle operazioni di M&A nel settore – ha mostrato evidenze in larga parte coerenti con tale impostazione teorica, evidenziando tuttavia differenze significative nelle modalità concrete di creazione del valore.

Nel caso dell'investitore finanziario, non si sono realizzate sinergie di costo o di ricavo in senso tradizionale, poiché l'operazione non ha comportato una combinazione industriale con altre società del portafoglio. La creazione di valore non è quindi derivata da economie di scala o dall'eliminazione di duplicazioni organizzative, bensì da un rafforzamento

patrimoniale e da una maggiore disciplina nell'allocazione delle risorse. La ricapitalizzazione iniziale ha consolidato la struttura finanziaria della società, favorendo un'accelerazione dell'aumento dei ricavi e migliorando il profilo di rischio complessivo, con potenziali effetti indiretti sull'accesso al credito, pur in un contesto di aumento generalizzato dei tassi di interesse indipendente dalle caratteristiche specifiche della target. Accanto a tali interventi, sono emerse sinergie "soft", legate alla rete di competenze e relazioni messa a disposizione dal private equity. L'affiancamento di professionisti specializzati nel controllo di gestione e nel retail, nonché il supporto nell'individuazione di nuovi partner commerciali per il canale wholesale, ha favorito un rafforzamento organizzativo e strategico difficilmente ottenibile dalla società in autonomia. In questo senso, il contributo dell'investitore finanziario si è manifestato prevalentemente attraverso leve di governance, capitale relazionale e disciplina gestionale, più che tramite sinergie operative inter-aziendali.

Nel caso dell'acquirente industriale, invece, la combinazione tra imprese ha reso concretamente attivabili sinergie operative, in particolare sinergie di costo, derivanti dall'appoggio alla struttura del gruppo e dall'integrazione delle funzioni strategiche. La condivisione di piattaforme organizzative, competenze manageriali e relazioni consolidate con fornitori e partner commerciali consente di ottenere economie di scala e di rafforzare il potere contrattuale lungo la filiera, migliorando l'efficienza complessiva. Accanto a tali benefici operativi, l'integrazione infragruppo ha generato anche effetti riconducibili alle cosiddette sinergie di capitale. Nel caso analizzato, il crescente ricorso a società del gruppo in qualità di fornitori e le condizioni di pagamento più dilazionate hanno contribuito a finanziare parte del fabbisogno del ciclo commerciale, migliorando la gestione del capitale circolante della target. Si tratta di un effetto tipico delle strutture integrate, in cui la combinazione tra imprese consente una gestione più flessibile dei flussi finanziari interni. Parallelamente, le sinergie assumono una dimensione di coordinamento strategico, legata alla programmazione unitaria del portafoglio brand e alla gestione integrata delle funzioni chiave – quali marketing, distribuzione e sviluppo prodotto – che favoriscono coerenza competitiva e ottimizzazione delle risorse a livello di gruppo. In tale configurazione, le sinergie possono essere sia "hard", quando si traducono in effettive efficienze operative o miglioramenti finanziari misurabili, sia "soft", quando derivano dall'allineamento strategico e dalla valorizzazione del capitale relazionale del gruppo.

Un'ulteriore dimensione emersa con chiarezza riguarda la variabile temporale. Gli acquirenti industriali operano all'interno di un orizzonte potenzialmente indefinito, che consente loro di correggere progressivamente la traiettoria strategica qualora un progetto non produca risultati immediati. La pressione cui sono sottoposti è prevalentemente ciclica – legata al susseguirsi delle collezioni – ma non strutturalmente vincolata a un obbligo di disinvestimento. Gli investitori finanziari, al contrario, si muovono entro un orizzonte temporale definito e coerente con le aspettative di rendimento dei propri finanziatori, elemento che introduce una pressione strutturale sull'intensità e sul timing degli interventi.

Alla luce di tali evidenze, è possibile affermare che la natura dell'acquirente influisce sulle performance post-acquisizione principalmente attraverso la diversa configurazione di quattro variabili: sinergie, struttura finanziaria, gestione del tempo e profilo di rischio. Il private equity tende a privilegiare rapidità di intervento e intensità nell'allocazione delle risorse, con un potenziale di accelerazione elevato ma anche con una maggiore esposizione alle dinamiche cicliche. L'acquirente industriale privilegia invece integrazione e gradualità, configurando un percorso di sviluppo potenzialmente meno rapido ma più flessibile nel medio-lungo periodo.

Non emerge, pertanto, una superiorità intrinseca di un modello rispetto all'altro in termini assoluti di performance. Il successo dell'operazione appare piuttosto dipendere dall'allineamento tra natura dell'investitore, condizioni iniziali della target, forza del brand e contesto macroeconomico di riferimento. La tipologia di bidder rappresenta una variabile rilevante, ma non deterministica.

È opportuno sottolineare che le evidenze derivano dall'analisi di un numero limitato di casi e non consentono generalizzazioni sull'intera categoria degli investitori industriali o finanziari. Ulteriori ricerche, condotte su campioni più ampi e con metodologie quantitative, potrebbero approfondire in modo più sistematico la relazione tra struttura proprietaria, configurazione finanziaria e performance nel settore dei Personal Luxury Goods.

In conclusione, nel contesto del lusso personale, la scelta dell'investitore non costituisce soltanto una decisione finanziaria, ma una decisione strategica che incide sul ritmo, sull'intensità e sul profilo di rischio del percorso di sviluppo dell'impresa. In un settore in

cui il valore economico è indissolubilmente legato alla dimensione simbolica e reputazionale del brand, la capacità di bilanciare disciplina finanziaria, integrazione operativa e sensibilità creativa rappresenta la vera sfida delle operazioni di M&A.

Bibliografia

- Adams, C., & Neely, A. (2000). The performance prism to boost M&A success. *Measuring Business Excellence*, 4 (3): 19-23.
- Agliardi, E., Amel-Zadeh, A., & Koussis, N. (2016). Leverage changes and growth options in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance (Volume 37)*, 37-58.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Stromberg, P., & Weisbach, M. S. (2013). Borrow cheap, buy high? The determinants of leverage and pricing in buyouts. . *The Journal of Finance*, 68 (6), 2223–2267.
- Ayash, B., Bartlett, R. P., & Poulsen, A. B. (2017). The determinants of buyout returns: Does transaction strategy matter? *Journal of Corporate Finance*, 46, 342–360.
- Bain & Company. (2018). *Il mercato globale del lusso nel 2018 é in crescita e raggiunge €260 miliardi un andamento positivo e solido sino al 2025.*
- Bain & Company. (2019). *Eight Themes That Are Rewriting the Future of Luxury Goods.*
- Bain & Company. (2021). *From Surging Recovery to Elegant Advance: The Evolving Future of Luxury.*
- Bain & Company. (2022). *Il mercato globale del lusso balza nel 2022, destinato a crescere ulteriormente (nonostante le turbolenze economiche).*
- Bain&Company. (2023). *Long Live Luxury: Converge to Expand through Turbulence.* Milano.
- Bain&Company. (2024). *Luxury in Transition: Securing Future Growth.* Milano.
- Bargeron, L. L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? . *Journal of Financial Economics*, 89(3) , 375–390.
- Bauer, B., & Friesl, M. (2024). Synergy Evaluation in Mergers and Acquisitions: An Attention-Based View. *Journal of Management Studies*, 61: 37-68.
- BCG. (2003). *Winning through Mergers in Lean Times: The Hidden Power of Mergers and Acquisitions in Periods of Below-Average Economic Growth.*
- BCG, & Monaco, U. T. (2013). *Conquer and split.*
- BCG; Altgamma Fondazione. (2025). *True-Luxury Global Consumer Insights.*
- BCG; Fondazione Altgamma. (2024). *True-Luxury Global Consumer Insights.*
- Blaazer, E. (2023, giugno 30). The contrast between haute couture and ready-to-wear. *Fashion United.*
- Blufin S.P.A. (2015-2019). *Bilancio d'esercizio.*
- Blufin S.P.A. (2020-2024). *Bilancio d'esercizio.*
- Brunello Cucinelli SPA. (2024). *Bilancio consolidato 2024.*
- Cardinali, A., & Wikren, B. (2012). *Tesi: M&A success and economic cycles: a survey of European firms.* Lund University School of Economics and Management.

Cassa Depositi e Prestiti. (2024). *Il settore Moda tra sfide e opportunità: quale futuro attende il Made in Italy?*

Chanel Limited. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.

Chiarella, C., & Ostinelli, D. (2020). Financial or strategic buyers: Who is at the gate?. . *International Review of Economics & Finance, Volume 67*, 393-407.

Compagnie Financière Richemont SA. (2025). *Bilancio consolidato 2025*.

Conca, V., & Colombo, G. (2001). International Acquisitions: The Key to Success in the Experience of Italian Companies. . *SSRN Electronic Journal*, 10.2139/ssrn.273631. .

Dalocchio, M., Lucchini, G., & Scarpelli, M. (2015). *Mergers & Acquisitions*. . Milano: Egea.

Deloitte. (2019-2025). *Global Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey*.

Deloitte. (2023). *Global Powers of Luxury Goods 2023*. Milano: Deloitte.

Deloitte. (2025). *Fashion & Luxury: Private Equity and Investors Survey 2025*.

Des Rotours, G., Navalon, R., & Ropert, E. (2025). *Luxury in the midst of change: current challenges and future pathways*. Parigi: KPMG.

Di Mase, A., & Zollo, M. (2008). Integrazione su misura: il segreto del successo nelle acquisizioni. *Harvard Business Review Italia*.

Doidge, C., Karolyi, G. A., Lins, K. V., Miller, D. P., & Stulz, R. M. (2009). Private benefits of control, ownership, and the cross-listing decision. . *The Journal of Finance* 64, 425– 466.

Duchin, R., & Schmidt, B. (2012). Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring, and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics* 107(1), 69-88.

Eccellenze Italiane Holding S.R.L. (2019). *Bilancio d'esercizio*.

Eisenbarth, I., & Meckl, R. (2014). Optimizing the Timing of M&A Decisions: An Analysis of Pro- and Anticyclical M&A Behavior in Germany. *American Journal of Industrial and Business Management, vol. 4*, 547-561.

Exelite S.P.A. (2015-2019). *Bilancio consolidato*.

(2024). *EY M&A Barometer – Review 2024 and Preview 2025*.

Flor, C. R., & Sorensen, P. N. (2019). *Private Equity Acquisitions and Strategic Buyers: Information Discounts versus Synergies*.

Forte_Forte S.R.L. (2013-2017). *Bilancio d'esercizio*.

Forte_Forte S.R.L. (2017-2024). *Bilancio d'esercizio*.

Forte_Forte S.R.L. (2018-2025). *Bilancio d'esercizio*.

Frasers Group PLC. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.

Gruppo Florence SPA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.

Gruppo Pattern SPA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.

- Guo, S., Hotchkiss, E. S., & Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? . *The Journal of Finance*, 66 (2), 479–517.
- Hansen, R. G. (1987). A theory for the choice of exchange medium in mergers and acquisitions. . *Journal of Business*, 75–95.
- Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (1991). Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations. . *Journal of Management*, 17(1), 173-190.
- Hermés International SCA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.
- Hoberg, G., & Phillips, G. (2010). Product Market Synergies and Competition in Mergers and Acquisitions: A Text-Based Analysis. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No.10, 3773-3811.
- Holding Moda SRL. (2024). *Bilancio di sostenibilità 2024*.
- Huang, J., Pierce, J. R., & Tsyplov, S. (2015). Post-Merger Integration Duration and Leverage Dynamics of Mergers: Theory and Evidence. . *SSRN Digital Journal*.
- Kering SA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.
- KPMG. (2024). *Le aggregazioni nella filiera del Lusso in Italia*.
- KPMG. (2025). *Luxury in the midst of change: current challenges and future pathways*. . Milano.
- Lee, K. H. (2025). *Post Acquisition operational integration: case study in manufacturing operations*. Hong Kong: THE HONG KONG POLYTECHNIC UNIVERSITY.
- LVMH Société Européenne. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.
- Martos-Vila, M., Rhodes-Kropf, M., & Harford, J. (2012). Financial Buyers vs. Strategic Buyers. . *AFA 2012 Chicago Meetings Paper*. Chicago.
- Massari, M. (1998). *Valutazione. Finanza aziendale*. Milano: McGraw-Hill.
- Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale*. Milano: McGraw-Hill.
- McKinsey&Company, & Fashion, B. o. (2025). *The state of Fashion 2025*.
- MinervaHub SPA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.
- Moretto, A. (2016). *Tesi: Finanza comportamentale e ristrutturazioni aziendali: irrazionalità manageriale a causa di M&As distruttrici di valore*. Università degli studi di Padova.
- MSGM S.R.L. (2018-2024). *Bilancio consolidato*.
- Pattern S.P.A. (2019-2024). *Bilancio consolidato*.
- Prada S.P.A. (2019-2024). *Bilancio consolidato* .
- Prada SPA. (2024). *Bilancio consolidato 2024*.
- Ricci, A. (2020). Crescita esterna: struttura e tendenze delle operazioni di M&A. In *Finanza aziendale* (p. 659-700). Milano: Egea.

- Ricci, A. (2021). Crescita esterna: struttura e tendenze delle operazioni di M&A. In M. Dallochio, & A. Salvi, *Finanza d'azienda* (p. 659-676). Milano: Egea.
- Tanos, D., & Kostantos, K. (2024). *The market of luxury goods*. Atene: KPMG.
- Thompson, E. K., & Kim, C. (2020). Post-M&A Performance and Failure: Implications of Time until Deal Completion. *Sustainability*, 12(7), 2999.
- Vas, A. (2025). *The Corporate Law Implications of Mergers and Acquisitions in the Luxury Fashion Sector: Analysing Brand Integrity and Shareholder Interests*.
- Wangerin. (2018). *M&A due diligence, post acquisition performance and financial reporting for business combinations (Do fools rush in? The importance of transactional Due Diligence in M&A.)*. University of Wisconsin-Madison.
- Williams, R. (2022, Gennaio 25). Dior's Maria Grazia Chiuri: A Fashion Hitmaker's Method. *Business of Fashion*.
- Zollo, M., & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: post-acquisition strategies and integration capability in US bank mergers. . *Strategic management journal*, 25(13), 1233-1256.

Sitografia

- <https://financecommunity.it/pwc-primo-semester-2025-lma-si-avvicina-ai-minimi-storici/>
- <https://finance.yahoo.com/quote/RMS.PA/holders/>
- <https://investor.brunellocucinelli.com/it/azionisti/capitale-sociale>
- <https://it.finance.yahoo.com/quote/MC.PA/key-statistics/>
- <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/KERING-437275/azienda/>
- <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/PRADA-S-P-A-8235601/azienda/>
- <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/COMPAGNIE-FINANCIERE-RICH-14354614/azienda-azionisti/>
- <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/FRASERS-GROUP-PLC-9590226/azienda-azionisti/>
- <https://www.fashionmagazine.it/business/alla-roundtable-di-deloitte-e-white-moda-e-finanza-binomio-vincente-ma-vanno-accorciate-le-distanze-114312>
- https://www.madeulookewearnews.com/single-post/2018/01/03/Why-Private-Equity-Is-Still-Chasing-Fashion?utm_
- https://www.stylecapital.it/style_capital_investimenti.php?lingua=2
- <https://www.carlyle.com/our-firm/global-private-equity/consumer-media-retail>
- https://www.lcatterton.com/Investments.html#!/current/M:nag_major,R:Europe

https://www.corriere.it/economia/life/moda/25_agosto_20/guess-diventa-privata-operazione-da-1-4-miliardi-di-dollari-con-authentic-brands-che-acquisisce-il-51-284c5ad3-75ea-4c79-9b97-d1b6c421d1xk.shtml

<https://finance.yahoo.com/quote/1913.HK/history/>

<https://finance.yahoo.com/quote/1913.HK/key-statistics/>

<https://tradingeconomics.com/germany/government-bond-yield>

<https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/251881/ishares-msci-world-ucits-etf-inc-fund>

<https://www.stylecapital.it/>

<https://www.fashionmagazine.it/business/milano-fashion-week-for-te-for-te-style-capital-insieme-al-wholesale-per-capsule-customizzate-116512>

<https://www.pambianconews.com/2018/02/26/a-style-capital-il-32-di-msgm-231461/>

<https://www.fashionmagazine.it/business/obiettivo-del-riassetto--la-quotazione-a-style-capital-il-40-di-luisaviaroma.-anche-marco-marchi-entra-come-socio-108160#:~:text=an.bi.&text=Il%20riassetto%20azionario%20di%20LuisaViaRoma,anni%2C%20probabilmente%20a%20Piazza%20Affari.&text=an.bi.>

<https://www.pambianconews.com/2025/12/11/nuovo-corso-per-luisaviaroma-style-capital-cede-il-10-ad-andorlini-e-si-prepara-alluscita-468508/>

<https://www.pambianconews.com/2023/09/27/style-capital-acquisisce-l80-del-marchio-parigino-soeur-385278/>

<https://financecommunity.it/quadriovio-group-cede-autry-a-style-capital-sgr-gli-advisor/>

<https://www.pambianconews.com/2025/12/11/nuovo-corso-per-luisaviaroma-style-capital-cede-il-10-ad-andorlini-e-si-prepara-alluscita-468508/>

<https://www.pambianconews.com/2023/09/27/style-capital-acquisisce-l80-del-marchio-parigino-soeur-385278/>

<https://financecommunity.it/quadriovio-group-cede-autry-a-style-capital-sgr-gli-advisor/>

<https://moda.mam-e.it/blumarine/>

<https://www.pambianconews.com/2026/02/04/exelite-prende-le-redini-di-blumarine-accordo-di-licenza-con-blufin-473378/>

<https://www.forte-forte.com/it/company-profile/>