

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI
"FEDERICO II"

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA, MANAGEMENT E ISTITUZIONI



DOTTORATO DI RICERCA
IN
MANAGEMENT

TESI DI RICERCA
IN
CORPORATE GOVERNANCE

LA CREAZIONE DI GRUPPI COME STRATEGIA DI CRESCITA.
EVIDENZE DAL SETTORE MODA

TUTOR:
Ch.mo Prof.
Donata Mussolino

CANDIDATO:
Elettra Antonia Pignalosa

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO I: LA TENDENZA AL CONSOLIDAMENTO DELLE IMPRESE	7
1.1 SCENARIO	7
1.2 ACQUISIZIONI E TUTELA DELLA CONCORRENZA	11
1.3 BACKGROUND E SPINTE MOTIVAZIONALI	14
1.4 BUSINESS GROUPS	16
1.4.1 <i>BUSINESS GROUPS: CLASSIFICAZIONE</i>	17
1.4.2 <i>BUSINESS GROUPS DIVERSIFICATI: COME NASCONO</i>	20
1.4.3 <i>GOVERNANCE DEI BUSINESS GROUP: IL RUOLO DEL BOARD</i>	23
1.4.4 <i>CONFIGURAZIONE DEI GRUPPI E MECCANISMI DI GOVERNANCE</i>	27
CAPITOLO II: STRATEGIE DI CRESCITA ACQUISITIVA	36
2.1 MERGERS & ACQUISITIONS	36
2.1.1 <i>TIPOLOGIE</i>	38
2.1.2 <i>MOTIVAZIONI</i>	41
2.2 I TAKEOVER COME MECCANISMO DI GOVERNANCE ESTERNO	45
2.3 CRESCITA ATTRAVERSO FAMILY BUSINESS GROUP	51
2.3.1 <i>IL RUOLO DELL'IDENTITÀ FAMILIARE CON L'AZIENDA</i>	54
CAPITOLO III: NETWORK ED ALLEANZE STRATEGICHE	58
3.1 <i>COMPLESSITÀ DEL MERCATO</i>	58
3.2 APPROCCIO RELAZIONALE	59
3.2.1 <i>FONTI DEL VANTAGGIO COMPETITIVO INTERAZIENDALE</i>	60
3.2.2 <i>RUOLO DELLA GOVERNANCE</i>	64
3.3 L'IMPRESA-RETE	66
3.3.1 <i>RETI DI IMPRESE</i>	67
CAPITOLO IV: IL CONTESTO ITALIANO	69

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

4.1 EVOLUZIONE DEL CONTESTO ITALIANO	69
4.1.1 STRUTTURA DEI GRANDI GRUPPI ITALIANI	70
4.1.2 AZIENDE NON QUOTATE	73
4.1.3 AZIENDE QUOTATE	79
4.1.4 AZIENDE QUOTATE: EVOLUZIONI	84
4.2 CRITICITÀ DEL CONTESTO ITALIANO	87
4.3 MARKET FOR CORPORATE CONTROL	91
4.3.1 TIPOLOGIE E FINALITÀ DELL’OPA	94
4.3.2 DISPOSIZIONI IN FAVORE DEI TRASFERIMENTI DI CONTROLLO	100
4.3.3 EVOLUZIONI REGOLAMENTARI	103
CAPITOLO V: BUSINESS CASES	107
5.1 OVERVIEW DEL SETTORE: SCENARIO ECONOMICO	107
5.1.1 OVERVIEW DEL SETTORE: LE NUOVE GENERAZIONI	110
5.1.2 OVERVIEW DEL SETTORE: MERGERS & ACQUISITIONS	112
5.2 BUSINESS GROUPS NEL SETTORE MODA	114
5.3 LUXOTTICA GROUP	120
5.3.1 GOVERNANCE AZIENDALE	122
5.3.2 GESTIONE DELLE RISORSE UMANE	123
5.3.3 LA FUSIONE	124
5.4 GUCCI E KERING GROUP	129
5.4.1 IL PRINCIPIO	129
5.4.2 REACTION	135
5.4.3 IL WHITE KNIGHT	136
5.4.4 L’EPILOGO	137
5.4.5 CONSIDERAZIONI	138
5.4.6 KERING: BUSINESS MODEL	142
5.4.7 KERING GROUP GOVERNANCE	143
5.4.8 STRATEGIA DI GRUPPO	145
5.4.9 GUCCI OGGI: UN NUOVO DUO VINCENTE	146
5.4.10 GUCCI OGGI: BRAND-GRUPPO DIVERSIFICATO ED ESTESO	148
5.4.11 GUCCI OGGI: PROCESSO DECISIONALE	152
5.5 ARMANI GROUP	153
5.5.1 ARMANI GROUP: BUSINESS MODEL E GOVERNANCE	158
5.5.2 ARMANI GROUP: RISTRUTTURAZIONE ATTUALE	162

CONCLUSIONE	164
BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA	177

“Governance is the process whereby people in power make decisions that create, destroy or maintain social systems.”

Maria Ramos – CEO in Transnet

*** **

Introduzione

Il presente elaborato intende porsi l’obiettivo di analizzare la tendenza al consolidamento tra le imprese non solo quale strategia di crescita ma in particolar modo per fronteggiare il mercato sempre più competitivo.

Si vuole indagare sui motivi che spingono le aziende ad unirsi andando così a creare business group in grado di fronteggiare hostile takeovers ed aumentare la quota di mercato. Dovremo però distinguere tra gruppi che si formano attraverso acquisizioni o fusioni di aziende esterne, (vd. rispettivamente Kering o Luxottica-Essilor), identificate con brand differenti ma complementari che vanno a rafforzare il portafoglio del gruppo, dai gruppi volti invece a creare un’offerta orizzontale per la stessa tipologia di clientela di una determinata fascia di mercato, vd. settore lusso e lifestyle. Quest’ultima strategia prevede che il gruppo viene a comporsi di differenti brand interni per offrire prodotti e/o servizi alla stessa clientela che manifesta molteplici bisogni da soddisfare e che vanno dal soggiorno in albergo e in spa, alla cena al ristorante, all’acquisto di pelletteria, gioielli, abbigliamento, accessori, e così via (es. Armani group), rafforzando fortemente la brand awareness, se il tutto è coerente con l’immagine aziendale.

La prima tipologia di gruppo può ancora essere composta al suo interno da aziende che hanno attuato una diversificazione orizzontale non solo nell’ambito delle categorie di prodotto offerto del singolo business – es. calzature, abbigliamento, accessori – ma anche come sviluppo di differenti business, (vd. Gucci con Gucci Decor, Gucci Garden, Gucci Osteria).

Differente è invece la situazione in cui il gruppo è creato dall’integrazione

verticale di più imprese per la volontà di ottenere i benefici legati alla conoscenza specializzata dei fornitori o dell'azienda cliente, riducendo i costi di transazione, i tempi di immissione sul mercato del prodotto/servizio offerto, nonché per l'accesso a nuovi mercati e per l'importante ruolo di networking che può essere svolto da una o più delle aziende che vanno ad integrarsi.

Si cercherà quindi di capire in dettaglio ciascuna motivazione e attuare una prima classificazione dell'oggetto dell'analisi.

In ogni caso, la creazione di un unico grande gruppo aziendale consente di aumentare la quota di mercato fortificando ed accrescendo la leadership rispetto ai competitors, sia se si configura come conseguenza di uno dei suddetti obiettivi sia nel caso in cui rappresenti l'obiettivo stesso del consolidamento.

Andremo inoltre a vedere come talvolta il consolidarsi tra imprese di piccola o media dimensione non è altro che il modo più efficace per sopravvivere nell'arena competitiva, creando poi a seguire una barriera per i nuovi entranti.

Bisognerà quindi considerare il fenomeno delle reti di imprese, le quali formano veri e propri contratti di rete per fronteggiare la competizione di mercato ed accrescere la visibilità, e studiarne la governance per distinguerla da quella dei gruppi diversificati. La creazione di reti di imprese infatti assume una funzione di trasferimento delle competenze e delle informazioni, ed attraverso un apprendimento per interazione consente di acquisire le conoscenze per innovare, necessitando al contempo di efficaci meccanismi di trasmissione delle conoscenze.

In particolare, la creazione di rapporti di collaborazione attraverso la divisione del lavoro tra attori specializzati permetta altresì di fronteggiare la pressione di costi e rischi, soprattutto nell'ambito di un progetto di investimento. Il *'learning by doing'* può in tali casi essere sostituito da processi di apprendimento legati alla capacità che si va a sviluppare attraverso l'impiego di risorse in combinazione che proprio grazie a questa sinergia producono innovazione, passando così ad una logica *'win-win'*.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Essendo plurime le motivazioni che spingono imprese ed imprenditori a consolidarsi nella forma di gruppi, troveremo di conseguenza differenti assetti di governance e di qui l'obiettivo di riuscire nel tentativo di trovare una formula vincente e di capire se effettivamente la scelta della crescita per consolidamento di più imprese sia un percorso inevitabile nella situazione di mercato attuale, per continuare l'espansione. Uno dei settori più fervidi sotto questo punto di vista è rappresentato dalla moda. La scelta delle aziende da studiare è ricaduta sulle seguenti, che rappresentano 3 casi caratterizzati da peculiarità che li erigono ad esempio per individuare dei modelli sotto i quali far ricadere gran parte delle aziende del settore: Luxottica, Gucci (all'interno del gruppo Kering) ed Armani.

I tre casi verranno analizzati per capire come la governance differente impatti sui processi aziendali e sulle relative performance.

In particolare, l'assetto di governance, seppur a proprietà familiare, sembrerebbe incidere in maniera positiva quando la direzione è in misura maggioritaria affidata a manager esterni, con forti esperienze pregresse internazionali che guidano l'impresa.

Nel tentativo di completare il quadro dei gruppi aziendali appare necessario affrontare la problematica maggiore che si riscontra in tale contesto: la normativa Anti-trust, in continuo adattamento alle esigenze che di volta in volta emergono dovute alla forte globalizzazione a cui stiamo assistendo ed all'abbattimento dei confini geografici a cui consegue un sempre più frequente processo di internazionalizzazione intrapreso dalle imprese.

Distingueremo quindi i differenti contesti ed in particolare la realtà italiana che nonostante si stia iniziando ad aprire verso una concezione di stampo anglosassone, appare ancora fortemente radicata all'idea del manager 'usa e getta', di cui si serve la proprietà che però tende a restare familiare, dal contesto anglosassone appunto dove l'obiettivo finale è spesso collegato al raggiungimento della quotazione in borsa ed alla dispersione dell'azionariato.

CAPITOLO I
LA TENDENZA AL CONSOLIDAMENTO DELLE
IMPRESE

SOMMARIO: 1.1 Scenario – 1.2 Acquisizioni e tutela della concorrenza – 1.3 Background e spinte motivazionali – 1.4 Business Groups – 1.4.1 Business Groups: classificazione – 1.4.2 Business Groups diversificati: come nascono – 1.4.3 Governance dei Business Group: il ruolo del board – 1.4.4 Configurazione dei gruppi e meccanismi di governance

1.1 Scenario

Come emerge dalla prospettiva sul 2018 a cura di J.P. Morgan¹, il tasso di cambiamenti tecnologici continuerà ad innalzarsi, supportando l'emergere di nuovi trend dei consumatori, per cui le aziende continueranno a cercare di acquisire le tecnologie, capacità ed economie di scala necessarie per differenziarsi nello scenario competitivo. Lo sviluppo tecnologico e qualitativo a cui stiamo assistendo in tutti i settori sta creando un crescente divario tra le maggiori aziende che hanno successo ed il resto del mercato, suggerendo un approccio del tipo *'the winner takes all'*. Inoltre, la sempre minor definizione dei confini tra i settori tradizionali ha contribuito alla crescente ondata di *M&A cross-sector* degli ultimi anni, in cui il settore dell'azienda target differisce da quello dell'azienda acquirente. Rispetto al 2016, il settore che ha vissuto il maggior incremento a riguardo è stato il retail, registrando un +319%.

Un altro fenomeno da tenere in considerazione per la crescente influenza che esercita come cliente finale e che ha contribuito all'innalzamento degli standard informativi e qualitativi dell'offerta delle aziende è rappresentato dai *'millennials'*, nati nell'era del digitale, che costituiscono la più ampia fascia demografica. Questa particolare clientela attribuisce valore alla relazione di

¹ 2018 Global M&A Outlook – Navigating consolidation and disruption', J. P. Morgan, (2018).

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

acquisto continuativo piuttosto che a singole transazioni, configurandosi come la clientela ideale e con maggiori potenzialità di sviluppo per fedeltà e frequenza di acquisto, ma allo stesso tempo con una forte abilità nel comparare prezzi ed informazioni sui prodotti, ricercando costantemente la cd. ‘*overall customer experience*’, che le aziende sono chiamate a soddisfare curando ogni aspetto della propria offerta, la quale non si limita più al prodotto/servizio ma dovrà comprendere anche l’aspetto emozionale. Oltre alla crescita *cross-sector* che stanno sperimentando le aziende, la globalizzazione fa sì che le operazioni di aggregazione aziendale siano possibili anche *cross-border*, ed anzi abbiano costituito una forte realtà negli ultimi anni, contando per circa il 30% del volume totale delle operazioni di M&A globali.

Per quanto riguarda la realtà italiana, il 2017 è stato un anno che ha visto in primo piano le aziende italiane stavolta non solo come target di operazioni di M&A ma anche come promotrici di operazione di aggregazione a livello internazionale.²

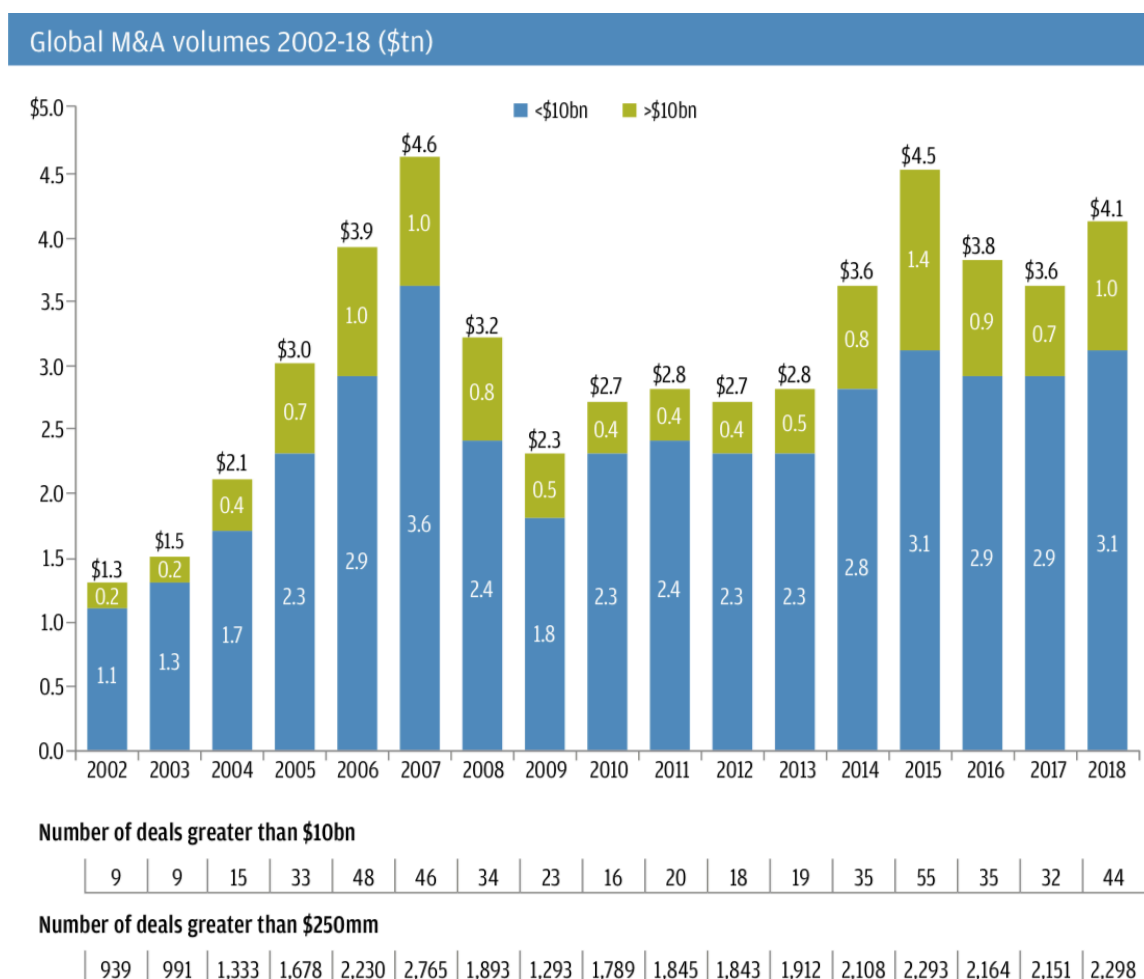
Il 2018 ha visto un mercato globale di M&A ancora forte, guidato in gran parte dai ‘*megadeals*’, (operazioni da più di 10 mld di dollari).

Inoltre, rispetto a cinque anni fa, il tasso di acquisizioni di aziende target appartenenti allo stesso settore di quella acquirente è aumentato, suggerendo che le aziende stanno ponendo maggior enfasi sull’incrementare la quota di mercato nel settore piuttosto che sulla diversificazione in altre aree di business.

Le operazioni di fusione ed acquisizione continueranno dunque ad essere una componente importante nella creazione di strategie di crescita.

² E. Cruciani, ‘M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore’, www.economiah24.eu

Grafico 1. Volume di M&A globali dal 2002 al 2018



Fonte: ‘2019 Global M&A Outlook’, JP Morgan, 2019

Che si tratti di crescita interna, attraverso lo sviluppo di nuove attività fondate su competenze, conoscenze e risorse finanziarie già detenute dall’azienda, ovvero per linee esterne attraverso acquisizioni, ogni tipologia di crescita racchiude la potenzialità di creare valore per gli shareholders quando si raggiungono coerenti livelli di remunerazione del capitale superiori al costo dello stesso. Shareholders che diventano sempre più protagonisti ed attivi in materia di M&A, grazie anche alla crescente partecipazione di investitori istituzionali e al costante incremento delle aziende ad azionariato disperso. Lo *shareholder activism* descrive il fenomeno in cui l’azionista si impegna a

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

svolgere nei confronti del management aziendale un'attività di monitoraggio ed intervento realizzata attraverso l'esercizio in primis dei diritti sociali (primariamente il voto, in alternativa alla principale opzione possibile, e tuttavia non sempre praticabile, ovverosia il disinvestimento) nonché di ogni ulteriore potere di persuasione disponibile. Un tale percorso richiede il superamento dell'apatia razionale dei soci sulla base di una valutazione di convenienza, secondo cui il sacrificio (individuale) sostenuto per “disciplinare” i managers risulti più che compensato dal beneficio (collettivo) derivante dalla minimizzazione dei c.d. “costi di agenzia”³, e di conseguenza dal riuscire a limitare l'indebita diluizione del patrimonio sociale causato dall'estrazione dei benefici privati da parte del management. Il tutto, con l'ulteriore conseguenza di accrescere così il valore delle azioni, l'efficienza del governo societario e, più in generale, quella del mercato. Ne consegue che requisito preliminare per assicurare un buon governo societario è sicuramente un maggior controllo da parte degli shareholders, il che consentirà quindi che la società venga gestita in maniera più efficiente, evitando o limitando i comportamenti opportunistici del management.

Tuttavia, sebbene l'attivismo azionario ed i takeover siano sempre stati visti come dei mezzi alternativi per disciplinare il management, il coinvolgimento degli shareholders ‘active’ nei casi di takeover è diventato sempre più importante negli ultimi anni⁴. Greenwood e Schor⁵ attribuiscono all'attivismo degli shareholders la creazione di valore addizionale, ‘*excess return*’, attraverso l'abilità di forzare l'azienda ad essere acquisita. In definitiva, cambiamenti istituzionali che possano facilitare l'attivismo non comporterebbero una riduzione delle operazioni di M&A, ma dovrebbero anzi

³ Specificatamente, costi di controllo di managers e costi del comportamento opportunistico dei managers; costi del processo decisionale collettivo, che si verificano quando i proprietari sono molto numerosi e con divergenti interessi; costi di sopportazione del rischio, collegati alla variabilità del risultato reddituale prodotto dall'impresa, sopportati più o meno efficientemente dai patrons a seconda della loro capacità di diversificare il rischio; A. Zattoni, ‘Assetti proprietari e corporate governance’, 2006.

⁴ N. M. Boyson, N. Ganchev and A. Shivdasani, ‘Activism Mergers’, 2017.

⁵ R. Greenwood, M. Schor, ‘Investor activism and takeovers’, *Journal of Financial Economics*, 2009.

condurre ad un loro incremento.

1.2 Acquisizioni e tutela della concorrenza

Nello svolgimento della propria attività economica, le aziende dimostrano una naturale tendenza a restringere la concorrenza nei mercati in cui sono attivi e devono vendere i propri prodotti, usufruendo della propria libertà contrattuale per stipulare accordi anticoncorrenziali che mirano a condizionare i prezzi, dividere i mercati o ancora a formare un'unica entità con i rivali, da cui risulti una diminuzione della competizione, un ostacolo all'attività dei concorrenti e l'impedimento dell'ingresso nel mercato di nuove imprese. Ciò tuttavia può comportare una limitazione alla libertà di competere degli altri operatori, non consentendo che tutte le imprese abbiano l'opportunità di competere con le stesse regole e alle stesse condizioni delle altre. I principi di common law hanno introdotto 'the rule of reason' come parametro di valutazione della legittimità degli accordi restrittivi della concorrenza – intendendo come ragionevoli e quindi leciti solo quelli caratterizzati da una causa apprezzabile che rendesse tali accordi 'proper and useful' – necessario per tutelare un valido interesse delle parti o di una di esse, senza comportare un danno alla comunità, dovuto a perdita di produttività, diminuzione della concorrenza, aumento dei prezzi ed esposizione ai mali di un potenziale monopolio⁶. I contratti classificati come ragionevoli erano tradizionalmente i patti di non concorrenza, limitati nel tempo, nello spazio e nelle persone coinvolte dal vincolo alla libertà contrattuale, perché a tutela del valore dell'avviamento di un'azienda. A partire dall'emanazione della legge federale denominata Sherman Act nel 1890, si sono susseguite varie interpretazioni nel tempo relative alla normativa antitrust. L'affermazione “*every contract, combination in the form of trust or otherwise, or conspiracy, in restraint of trade or commerce among the several States, or with foreign nations, is declared to be*

⁶ L. Stitz, 'La libertà di contrarre nella tutela della concorrenza: l'evoluzione della giurisprudenza antitrust americana', 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

illegal” sembrava sancire a priori un divieto a qualsiasi tipo di accordo restrittivo del commercio, indipendentemente dalla ragionevolezza degli stessi, allontanandosi così dalla tradizionale ‘rule of reason’.

La Corte, attraverso la garanzia della dispersione del potere di mercato e la decentralizzazione delle decisioni dello stesso, intendeva tutelare la libertà economica dei soggetti più piccoli e senza potere di mercato⁷. Tale rigidità però è apparsa in contrasto con il principio di libertà contrattuale sancito dal 5° emendamento della Costituzione, andando ad interferire in maniera eccessiva con la libertà degli individui, precludendogli il diritto di stipulare accordi per svolgere la propria attività economica⁸. La tendenza a generalizzare gli accordi restrittivi che venivano così considerati come una minaccia per il commercio perché potenzialmente capaci di condizionarne i fattori come i prezzi e le barriere all’entrata, non considerava la possibilità che in taluni casi gli accordi restrittivi possono avere effetti neutri sulla concorrenza o addirittura pro-competitivi. Infatti, con il passare degli anni e dei casi di antitrust, la Corte è poi giunta a rivedere la liceità di un accordo, partendo dalla considerazione che ogni accordo volto a regolare un’attività commerciale ha in sé una natura restrittiva⁹, giungendo poi a stabilire che la ragionevolezza di un accordo consisteva nel verificare se la restrizione derivante da esso regolasse la concorrenza tra le parti, ma senza restringerla od anzi supportandola, oppure la sopprimesse. In tal modo, adottando il canone della ‘rule of reason’ sia per pratiche monopolistiche che per accordi orizzontali, si è assistito ad un

⁷ “All men were created free and equal, and that all are entitled to life, liberty, and the pursuit of happiness. We construed ‘liberty’ (...) to engage in commerce, to solve for one’s self the problem of one’s happiness and success (...) So we began enacting legislation calculatec to prduce a condition which would leave open for all men, big and little, the opportunity to engage in the affairs of life”, 51 Cong. Rec. 15867, (1914), E. M. Fox, ‘Modernization of Antitrust: A new Equilibrium’, *Cornell Law Review*, 1981.

⁸ “It is objected that the statute, if construed as it has been construed in the Trans-Missouri Case, is unconstititutional, in that it unduly interferes with the liberty of the individual, and takes away from him the right to make contracts regarding his own affairs, which is guaranteed to him by the fifth amendment to the constitution”, ‘United States v. Joint Traffic Ass’n’, www.law.cornwell.edu, 1897.

⁹ Nel caso *Chicago Board of Trade v. United States*, si afferma: “The true test of legality is whether the restraint imposed is such as merely regulates and perhaps thereby promotes competition or whether it is such as may suppress or even destroy competition”, T. J. Collin, ‘Antitrust Common Law: Restrictive Covenants and Reasonableness’, 1991.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

progressivo allargamento della libertà concessa nell’ambito dei procedimenti antitrust. Ma se fino agli anni ’70 la Corte aveva enfatizzato la libertà dei piccoli imprenditori di commerciare dove e ai prezzi che preferivano per attuare una massima decentralizzazione delle decisioni di mercato, da quel momento in poi si iniziò a porre l’accento sull’efficienza¹⁰, intesa in termini paretiani di allocazione di risorse, che garantisca il benessere del consumatore, per cui ad una data distribuzione di risorse, nessuna scelta volontaria o intervento esterno avrebbe potuto migliorare la posizione di un individuo senza peggiorare quella di qualcun altro. La Corte iniziò così a garantire in via principale la libertà contrattuale e l’autonomia delle imprese di stipulare, con poche limitazioni, accordi commerciali, anche se come conseguenza andavano a discapito dei concorrenti. Ciò si basa sul concetto che da un accordo restrittivo possono derivare effetti virtuosi: nel caso di fissazione di prezzi di rivendita o accordi verticali in genere, gli effetti possono riguardare un aumento della quantità e/o qualità dell’offerta finale, apportando in tal modo un beneficio al consumatore finale oltre al ripercuotersi positivamente sulla competitività del marchio. Differentemente di quanto accaduto in passato, dunque, secondo gli orientamenti più recenti, il diritto antitrust non si oppone in via generica agli accordi che mirano a regolamentare, anche in modo restrittivo, la propria attività – sia in senso verticale che orizzontale – e guarda piuttosto alla produzione o meno di efficienze o di effetti virtuosi per i consumatori¹¹.

In vista dei rapidi cambiamenti di scenari competitivi che l’economia globalizzata sta vivendo, in particolar modo con le ondate di M&A, le sfide per la ‘rule of reason’ si configurano sempre più complesse ed imprevedute.

¹⁰ E. M. Fox, 1981, sopra n. 7.

¹¹ A. J. Meese, ‘Antitrust, Regulatory Arm and Economic Liberty’, 2014.

1.3 Background e spinte motivazionali

“Why is it that in all modern economies, firms themselves aggregate into larger entities, often more stable than any literature predicts, which are referred to as ‘business groups’?”¹²

In letteratura si sono individuate quattro risposte al perché le aziende possano volersi connettere tra loro:

1. Per la ‘*resource dependence*’: le aziende raramente sono autosufficienti e tendono dunque a formare alleanze e connessioni con le aziende dalle quali dipendono su base regolare per vari tipi di risorse, (Pfeffer e Salancik, 1978)¹³;
2. Per il bisogno di creare alleanze strategiche tra aziende, che deriverebbero dalla natura mutevole del mercato e della domanda dei consumatori, (Piore e Sabel, 1984)¹⁴;
3. Per il bisogno di un settore di aziende capitaliste di allearsi contro altre, (Mintz e Schwartz, 1985)¹⁵;
4. Per raggiungere l’obiettivo di estrarre rendite dal contesto economico o dal governo attraverso coalizioni, (Olson, 1982)¹⁶.

Le complesse interazioni che così si vengono a creare tra le aziende conducono, secondo Chandler¹⁷, alla cd. ‘*amalgamation*’¹⁸ nell’ottica della

¹² M. Granovetter, ‘Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy’, 1995.

¹³ J. Pfeffer, G. R. Salancik, ‘The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective’, 1978.

¹⁴ M. J. Piore, C. F. Sabel, ‘The Second Industrial Divide’, 1987.

¹⁵ B. A. Mintz, M. Schwartz, ‘The Power Structure of American Business’, 1985.

¹⁶ M. Olson, ‘The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities’, 1982.

¹⁷ A. D. Chandler, ‘Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism’, 1990.

¹⁸ Bisogna però distinguere tra *merger* e *amalgamation*, spesso utilizzate come sinonimi. In senso stretto, la prima indica la fusione di due aziende, utilizzata come mezzo strategico per ottenere espansione, diversificazione, entrata in nuovi mercati ed acquisizione di nuove risorse, brevetti e tecnologie; la seconda invece rappresenta lo strumento per trasferire gli *assets* delle due aziende sotto il controllo di una nuova entità aziendale e nessuna delle aziende che trasferiscono attività e passività sopravvivono come entità legali, www.investopedia.com

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

produzione dell'efficienza. In particolare, determinate condizioni caratterizzanti domanda di mercato e tecnologia hanno spinto le aziende a crescere e diversificarsi, passando ad una gestione manageriale professionale, raggiungendo così economie di scala e/o scopo¹⁹. Per programmare e coordinare in modo efficiente il flusso di produzione e distribuzione, le aziende hanno avuto il bisogno non solo di investire in nuove capacità produttive ma anche di integrare a monte la fornitura e a valle la distribuzione. In seguito, le grandi imprese, proseguendo nello sviluppo attraverso una crescita orizzontale, la quale prevede ampliamento della gamma dei prodotti offerti, entrata in segmenti fortemente correlati ed espansione in nuovi Paesi, hanno individuato nella struttura multidivisionale la forma organizzativa maggiormente efficiente, caratterizzata da un ufficio generale responsabile per pianificazione e coordinamento, ed una serie di centri di profitto, solitamente definiti dalla linea di prodotto ma talvolta anche per regione, che operano con autonomia sostanziale.

La visione di O. Williamson nella sua teoria dei costi di transazione, (1975, 1985) invece non deriva tanto da tecnologia e domanda del consumatore quanto piuttosto dalla natura delle transazioni in cui le aziende sono coinvolte, suggerendo che le transazioni caratterizzate da incertezza nel risultato, ricorrenti e che richiedono significativi investimenti specifici – e quindi non facilmente trasferibili ad altri utilizzi – di tempo, denaro o energia, condurranno ragionevolmente a strutture di impresa organizzata gerarchicamente e all'integrazione verticale. D'altro canto, le transazioni isolate e che non richiedono particolari investimenti avverranno tra aziende indipendenti, e quindi attraverso il mercato. La combinazione di razionalità limitata ed opportunismo²⁰, infatti, rende le transazioni complesse difficili da

¹⁹ Le economie di scala consistono nella riduzione dei costi unitari di produzione e di vendita conseguenti all'aumento della capacità produttiva installata dall'impresa; quelle di scopo si ottengono producendo prodotti differenti nella stessa unità produttiva. Tali risparmi di costo aumentano l'efficienza delle aziende.

²⁰ L'approccio contrattuale nella definizione dell'azienda assume che l'azienda è il luogo di incontro tra molteplici *stakeholders* con interessi spesso contrastanti che vanno adeguatamente contemperati, e

gestire tra aziende indipendenti.

Le principali critiche sviluppate riguardo le teorie sin qui esposte sono dirette alla rigidità che le forme organizzative integrate o multidivisionali costituiscono, suggerendo che le aziende di produzione di massa possono aver rappresentato solo una fase temporanea nell'organizzazione industriale, portata avanti da una serie di condizioni economiche e politiche che sono poi cambiate in favore della *'flexible specialization'* di business groups costituiti da legami di cooperazione tra aziende flessibili e simili tra loro²¹.

Chandler, Williamson e Piore-Sabel supportano la tesi della *'contingency'*, seppur secondo interpretazioni differenti, la quale prevede che l'equilibrio tra un network di aziende ed entità unite in una singola azienda derivi dal bisogno di adattarsi ai cambiamenti di tecnologia, domanda dei consumatori e struttura di mercato. Tuttavia, in gran parte dei Paesi quest'equilibrio è influenzato anche da altri fattori quali la situazione legale e politica del paese stesso.

1.4 Business Groups

“Groups do not only respond to their environment, but also shape and influence it”

Khanna e Yafeh, 2007

I Business Groups sono modelli organizzativi nei quali un insieme di aziende legalmente indipendenti sono legate tra loro da legami formali ed informali,

solo attraverso la definizione di contratti ottimali, è possibile pervenire alla composizione dei conflitti preservando, nel lungo periodo, la sopravvivenza dell'azienda e la sua capacità di creare valore economico. In un'ottica di razionalità perfetta, si può immaginare di pianificare, attuare e gestire tutto il sistema aziendale attraverso una serie di contratti completi; tuttavia, la realtà è molto più complicata dal momento che intervengono fenomeni di razionalità limitata, costi dell'informazione, incertezza, mercati imperfetti, asimmetrie informative, opportunismo, free riding, selezione avversa e azzardo morale. Per un approfondimento del concetto, si veda S. Catuogno, 'Le stock option in Italia tra finalità incentivanti ed espropriazione delle minoranze', 2013.

²¹ M. J. Piore, C. F. Sabel, (1984), sopra n.14.

che utilizzano approcci collaborativi per migliorare il benessere collettivo²². A causa della loro complessità e delle differenze da nazione a nazione, i business groups sono stati indicati come quasi invisibili per i ricercatori²³. Negli anni 2000, la ricerca ha iniziato a studiare i business groups nelle economie emergenti poiché supportavano e spingevano la crescita economica della nazione, oltre ad essere profittevoli²⁴. La tesi prevalente prevedeva che la forma organizzativa dei business groups era sostenuta a causa di mercato ed ambiente istituzionale sottosviluppati²⁵: logica secondo cui allo svilupparsi delle economie emergenti, i business groups sarebbero scomparsi. Tuttavia, in particolar modo a partire dal 2010, le analisi storiche sui business groups hanno dimostrato che queste strutture organizzative erano presenti da lungo tempo tanto nelle economie emergenti quanto in quelle avanzate²⁶. Di conseguenza, la letteratura ha portato l’attenzione sul business group come modello organizzativo dinamico composto da un insieme di aziende gestite sistematicamente, che possiede risorse e capacità competitive, in grado di fronteggiare la competizione non solo nella propria nazione ma anche all’estero²⁷.

1.4.1 Business Groups: classificazione

Una prima classificazione dei gruppi d’aziende può essere individuata a partire dalla tipologia di controllo che lega le aziende, dividendoli in due categorie: alleanza ed autorità²⁸, (vd. Tabella1). Tale classificazione riflette la suddivisione delle relazioni economiche in tre tipologie, in base alle relazioni

²² A. M. Colpan & T. Hikino, ‘Foundations of business groups: Towards an integrated framework’, 2010.

²³ M. Granovetter, ‘Business Groups and Social Organization’, *Handbook of Economic Sociology*, 2005.

²⁴ N. Khanna & J. Rivkin, ‘Estimating the performance effects of business groups in emerging markets’, 2000.

²⁵ P. Ghemawat & T. Khanna, ‘The nature of diversified business groups: A research design and two case studies’, 1998.

²⁶ A. M. Colpan & T. Hikino, ‘Business groups in the West: Origins, evolution and resilience’, 2018.

²⁷ A. Colli & A. M. Colpan, ‘Business groups and corporate governance: review synthesis and extension’, 2016.

²⁸ A. M. Colpan & T. Hikino, (2010), sopra n.22.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

contrattuali che regolano le transazioni²⁹:

- a. Gerarchie → relazioni contrattuali di lungo termine guidate dall'autorità manageriale;
- b. Alleanze → relazioni contrattuali di breve e lungo termine guidate da negoziazioni e relazioni;
- c. Mercati → relazioni contrattuali di breve termine guidate dai segnali dei prezzi.

Seguendo tale framework, all'interno della prima categoria – alleanza – rientra la forma di network dei gruppi di business legati tra loro dall' *'alliance principle'*, (Colpan & Hikino, 2010), intesi come coalizioni sciolte di imprese che non hanno uno status legale come unica entità complessiva ed in cui nessuna singola impresa o individuo detiene interessi di controllo nelle altre imprese, (Granovetter, 1995). La caratteristica identificativa di questi gruppi è che non hanno un'unità apicale centrale in grado di esercitare il controllo sull'intero gruppo. L'archetipo tipico di questa tipologia di business group è il *kigyo-shudan* giapponese, noto come *keiretsu* orizzontale.

Tabella 1. Caratteristiche delle diverse tipologie di Business Groups

	"Alliance" Principle	"Authority" Principle	
	Network-type business group	Hierarchy-type business group	
		Diversified business group <i>Development and strategy perspectives</i>	Pyramidal business group <i>Finance and governance perspectives</i>
Ownership	no single controlling owner	mostly family	mostly family
Control unit	none	mostly holding company	mostly holding company
Top management	not applicable	mostly family	mostly family
Administrative control	inter-firm coordination	strategic and /or budgetary control	(ultimate control)*
Operating units	stand-alone enterprises	subsidiaries and affiliates	tiers of listed group companies
Growth pattern	proliferation of clustering enterprises	organic growth and acquisitions	formation of listed affiliates
Product portfolios	related or unrelated	unrelated	related or unrelated

Fonte: Colpan and Hikino, 2010

²⁹ O.E. Williamson, 'The Economic Institutions of Capitalism', 1985.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

All'interno della seconda categoria – autorità – invece rientrano i gruppi aziendali di tipo gerarchico, in cui un'unità centrale controlla società affiliate operative, legalmente indipendenti, legate in vario modo, inclusi legami patrimoniali e direzioni interdipendenti, cd. *'interlocking directorates'*³⁰.

A sua volta, in tale categoria è possibile individuare due sottotipi:

- a. Gruppi piramidali – in cui un azionista di controllo, spesso una famiglia, è a capo dell'azienda che a sua volta controlla un'altra azienda, che ancora potrebbe controllare un'ulteriore azienda, e così via... – il cui principale oggetto d'analisi è costituito dalla struttura proprietaria, dai rapporti di proprietà tra le imprese e dalla separazione dei diritti di controllo dai diritti di cash flow³¹, poiché si ritiene che tale separazione consenta l'estrazione di benefici privati del controllo alle spese degli azionisti di minoranza.
- b. Gruppi di business diversificati – insieme di imprese legalmente indipendenti, tenute insieme da legami azionari ed altri mezzi economici, che hanno un'unità centrale al timone, la quale controlla le imprese affiliate in settori non collegati (Colpan & Hikino, 2018) – in cui invece si pone enfasi sulla relazione strategica tra le aziende e sulla diversificazione indipendente delle stesse, cd. *unrelated diversification*.

In realtà, spesso accade che i gruppi aziendali siano diversificati e piramidali allo stesso tempo, non di rado a proprietà familiare.

³⁰ T. Khanna, Y. Yafeh, 'Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?', *Journal of Economic Literature*, 2007.

³¹ R. Morck, 'Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth', *Journal of Economic Literature*, 2005.

1.4.2 Business Groups diversificati: come nascono

La ricerca sui gruppi aziendali diversificati può dirsi avviata a partire dall'analisi di gruppi di imprese nei paesi meno sviluppati, da cui si sono delineate due prospettive, (Colpan e Hikino, 2010): una prospettiva esterna che attribuisce l'esistenza di gruppi di imprese a fattori ambientali e una prospettiva interna che invece la attribuisce a fattori intra-gruppo.

1. I fattori ambientali a cui si riferisce la prospettiva esterna consistono in sottosviluppo dei mercati e delle istituzioni, e supporto del governo. Nelle economie emergenti, caratterizzate da mercati del capitale, del lavoro, dei prodotti e delle istituzioni sottosviluppati, i gruppi di imprese nascerebbero per colmare tali gap, (Khanna & Rivkin, 2001). In particolare, in presenza di un mercato dei capitali sottosviluppato nelle economie emergenti, a causa della debolezza e talvolta totale assenza dei mercati azionari, unito spesso alla mancanza di istituti finanziari adeguati per finanziamenti a lungo termine, il business group fungerebbe da efficace sostituto nel trasferimento di capitali tra le aziende, potendo sostenere all'occorrenza il finanziamento di nuove iniziative imprenditoriali. Allo stesso modo, i business groups possono sopperire ad un mercato del lavoro solitamente sottosviluppato nelle economie emergenti, data la scarsità di dipendenti qualificati e le esigue istituzioni credibili in grado di certificare le capacità dei dipendenti, attraverso la formazione di un mercato del lavoro interno per far crescere e poi far ruotare il personale tra le società affiliate. Così facendo, i gruppi imprenditoriali assumono il ruolo di istituzione del mercato del lavoro, al pari di business school, agenzie di certificazione, nonché società di *headhunting*.

Infine, nelle economie emergenti anche il mercato dei prodotti è spesso sottosviluppato, poiché mancano adeguati fornitori o distributori nelle industrie. In questo contesto, un gruppo di imprese può colmare il divario nei mercati dei prodotti diversificando l'attività attraverso la creazione di varie linee di prodotti. Inoltre, la limitata tutela dei contratti può spingere i gruppi ad

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

internalizzare diverse imprese piuttosto che effettuare transazioni a condizioni di mercato.

L'ultima componente ambientale compresa nella prospettiva esterna riguarda il supporto del governo, sostenendo che i gruppi aziendali diversificati sono il risultato del sostegno governativo e del favoritismo verso imprenditori selezionati, attraverso sussidi diretti e tassi di interesse più bassi, oltre alla protezione del mercato interno. Tali vie preferenziali deriverebbero dalle connessioni – personali, familiari, educative o sociali – sviluppate dagli imprenditori con politici o funzionari governativi per ottenere il sostegno del governo, sotto forma ad esempio di prestiti agevolati, che consentirebbe loro di creare nuove società e ottenere un vantaggio rispetto ad altri imprenditori, che devono pagare i regolari tassi di mercato per i loro finanziamenti, ovvero ancora per guadagnare una posizione monopolistica nel mercato attraverso la concessione di licenze operative esclusive. Un'ulteriore importante agevolazione derivante dallo sviluppo di tali connessioni con il governo risulterebbe nella possibilità di espandersi in una varietà di settori in cui il governo ha un grande influenza sia come cliente diretto dei prodotti del settore sia con riguardo alla regolamentazione del settore, portando una conseguente diversificazione di gruppi di imprese in una moltitudine di settori³².

Per altro verso, la presenza di un capitalismo clientelare e della ricerca di estrazione di rendite dalla politica può essere dannoso³³ perché questo si traduce in benefici privati per i gruppi di imprese e i loro imprenditori, con il rischio che nei casi in cui il governo cade dal potere, le aziende affiliate ad esso subiscano valutazioni di mercato sfavorevoli, poiché gli investitori prevedono che le precedenti fonti del vantaggio del gruppo imprenditoriale sono state danneggiate o sono venute meno.

³² P. Ghemawat, T. Khanna, 'The Nature of Diversified Business Groups: A Research Design and Two Case Studies', *Journal of Industrial Economy*, 1998.

³³ R. Fisman, 'Estimating the Value of Political Connections', *The American Economic Review*, 2001.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

2. La prospettiva interna fornisce altre due spiegazioni all'esistenza dei business groups, che risiedono nelle risorse e capacità di tali gruppi, e nella proprietà. In primo luogo, anche se l'emergere di gruppi imprenditoriali può essere stato agevolato dal sottosviluppo del mercato e delle istituzioni o dal favoritismo da parte del governo, il loro successo e la loro continuità dipendono dalla loro capacità di gestire le imprese in maniera efficiente, attraverso risorse e capacità generate internamente. Inoltre, gli studi di governance hanno spiegato l'esistenza ed il comportamento dei business groups sulla base della proprietà, inquadrandoli in quattro tipologie:

1. Proprietà familiare, in cui i membri della famiglia rappresentano i principali azionisti del gruppo aziendale;
2. Proprietà statale, in cui lo stato è l'azionista dominante in società che operano in più settori;
3. *'Labour-owned'*, in cui i dipendenti sono i principali azionisti del gruppo aziendale;
4. *'Bank-centered'*, in cui un istituto finanziario è il principale azionista (e spesso il principale creditore) in una varietà di società strategicamente coordinate.

Tale classificazione pone le basi per spiegare non solo l'esistenza dei business groups ma anche i diversi problemi di agenzia che scaturiscono internamente: i gruppi imprenditoriali a proprietà statale e dei lavoratori seguono una logica molto diversa dai gruppi aziendali a proprietà familiare e bancaria perché i primi (stato e dipendenti) sono per lo più guidati dal desiderio di facilitare lo sviluppo economico e l'occupazione piuttosto che il desiderio di sfruttare le opportunità di business di famiglia e banca³⁴. In particolare, nei gruppi di imprese statali, il governo crea gruppi di imprese per facilitare lo sviluppo del

³⁴ A. Cuervo-Cazurra, 'Thanks but No Thanks: State-Owned Multinationals From Emerging Markets and Host Country Policies', *Journal of International Business Policies*, 2018.

paese quando il settore privato non è in grado o non vuole investire in determinate attività o quando il governo ritiene che alcune attività abbiano un valore strategico per il paese che ne richiede lo sviluppo. Nel caso di gruppi di imprese di proprietà dei lavoratori, vi è la logica di fornire lavoro ai proprietari del gruppo e allo sviluppo economico in un luogo. Al contrario, i gruppi imprenditoriali a conduzione familiare seguono la logica degli imprenditori alla ricerca di valore ed utilizzano le loro capacità imprenditoriali superiori come gruppo, compresi in alcuni casi contatti governativi preferenziali, per creare una serie di società. Infine, i gruppi di imprese bancarie tendono ad essere guidati dall'esistenza di una regolamentazione che consente alle banche di investire in imprese industriali o, in alcuni casi, richiede alle banche di investire in imprese industriali (ad es. per salvare e riorganizzare le imprese in difficoltà finanziaria). La banca agisce così come fonte di capitale per le imprese del gruppo aziendale, sostituendosi a fonti di capitale alternative.

1.4.3 Governance dei Business Group: il ruolo del board

Alcuni gruppi aziendali sono caratterizzati da legami formali ed espliciti, il che rende relativamente semplice l'identificazione dei membri del gruppo. I *board interlocks* costituiscono un fattore rilevante che consente di individuare l'appartenenza al determinato gruppo, allo stesso modo delle strutture proprietarie e dei legami patrimoniali indiretti. Al contrario, i legami familiari e i legami patrimoniali diretti sono considerati come meno efficaci per indicare la partecipazione ad un gruppo aziendale.

Per fornire una prospettiva teorica sulla governance dei business groups bisogna innanzitutto inquadrarli nel framework dell'*agency theory*, che si fonda sulla separazione tra controllo e proprietà, (Berle & Means, 1932; Fama & Jensen, 1983), e che tuttavia non è applicabile in gran parte delle economie mondiali in cui c'è una forte presenza di azionisti di controllo, che quindi ridurrebbero tale problema, avendo l'incentivo e la capacità di disciplinare i managers (LaPorta, et al., 1999). Una tale situazione può portare però al

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

problema di agenzia di II tipo o *principal-principal*, (Dharwadkar, George, & Brandes, 2000), che suggerisce che gli azionisti di controllo userebbero il loro potere di controllo a discapito degli investitori di minoranza³⁵, espropriando ricchezza. Lo sfruttamento di investitori di minoranza è stato collegato a una varietà di condizioni di governance, tra cui protezione legale, composizione del consiglio di amministrazione e altri fattori di monitoraggio³⁶. Nei gruppi aziendali a conduzione familiare, inoltre, si prospetta un ulteriore pericolo per alcuni membri della famiglia di espropriarne altri. Tuttavia, vi è ancora un'analisi empirica molto limitata del ruolo del consiglio di amministrazione e dei potenziali problemi di agenzia nei gruppi di imprese.

Un rilevante flusso di ricerca si è invece focalizzato sul ruolo che i network personali possono assumere come canale per fornire ad un'impresa informazioni e risorse critiche che non sono disponibili internamente. Tra questi, la rete di legami esterni forniti dal consiglio di amministrazione³⁷ rappresenta uno dei canali più rilevanti, in quanto accade di frequente che i membri del consiglio di amministrazione sono prevalentemente amministratori delegati e dirigenti di altre imprese, e di solito fanno parte del consiglio di amministrazione di una o due altre società. Questi, posti al board, mettono i dirigenti in contatto con altri dirigenti creando così una serie ampia e complessa di legami con altre imprese. Inoltre, attraverso il reclutamento di dirigenti di spicco, il consiglio di amministrazione contribuisce anche a garantire l'accesso alle risorse rafforzando la legittimità dell'impresa. I board dei gruppi aziendali, servendo da collegamento con altri membri dello stesso gruppo, di gruppi aziendali completamente diversi o di organizzazioni terze, svolgono un ruolo potenzialmente importante nella gestione dell'incertezza del

³⁵ È anche importante notare che, mentre i gruppi piramidali sono spesso citati come primi candidati per l'abuso di investitori di minoranza, le prove empiriche non hanno condotto a risultati conclusivi. T. Khanna, J. Rivkin, (2000), sopra n. 24.

³⁶ P. Volpin, 'Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy', *Journal of Financial Economics*, 2002.

³⁷ M. S. Mizruchi, 'What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates', *Annual Review of Sociology*, 1996.

gruppo³⁸.

Entrambe le prospettive teoriche del problema dell'agenzia e della dipendenza dalle risorse sono orientate alla performance: la prima teoria affronta la prevenzione di esiti avversi, mentre la dipendenza dalle risorse cerca modi per rispondere in modo ottimale alle minacce esterne.

Una prospettiva molto diversa sulla governance è assunta dalla teoria istituzionale, in quanto l'attenzione non è sull'efficienza organizzativa, ma sull'influenza del contesto sociale in cui opera l'impresa, presupponendo che le imprese operanti in un determinato contesto diventino gradualmente più omogenee con il passare del tempo. Ciò accadrebbe perché le imprese adottano processi e strutture sempre più comuni non necessariamente perché desiderabili dal punto di vista competitivo, piuttosto per le pressioni politiche e sociali che mirano al conformarsi alle norme istituzionali³⁹. L'isomorfismo, e dunque il processo che porta ad aumentare la somiglianza, può essere normativo, coercitivo o mimetico:

1. L'isomorfismo normativo è associato ad una crescente professionalità: gruppi commerciali, educatori, socializzazione e altre fonti possono portare alla diffusione di una serie di pratiche standard;
2. L'isomorfismo coercitivo esiste quando le regole, che vanno dalla legislazione alle linee guida volontarie, sono imposte alle organizzazioni, (si può notare il fenomeno per cui man mano che i paesi avanzano, adottano sempre più una legislazione simile);
3. L'isomorfismo mimetico si verifica infine quando le imprese adottano comportamenti o processi esclusivamente attraverso l'imitazione degli altri. Il comportamento mimetico di solito si attua nei confronti di imprese di alto livello - leader di mercato, high

³⁸ H. Kim, R. E. Hoskisson, W. P. Wan, 'Power Dependence, Diversification Strategy, And Performance In Keiretsu Member Firms', *Strategic Management Journal*, 2004.

³⁹ P. J. DiMaggio, W. W. Powell, 'The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism And Collective Rationality In Organizational Fields', *American Sociology Review*, 1983.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

performer o altre aziende di spicco (Di Maggio & Powell, 1983). Il comportamento mimetico è particolarmente rilevante per la governance dei gruppi aziendali, in quanto è più comune in ambienti caratterizzati da elevata incertezza⁴⁰; di conseguenza, le stesse inefficienze di mercato che hanno portato alla formazione dei business groups, costituiscono la base per l'imitazione.

Vi è poi lo scenario che vede il board con una funzione di mero ‘*rubber stamp*’, che può presentarsi in una situazione in cui si consideri un'impresa piccola gestita dal suo fondatore, che avendo creato la società e possedendo una quota azionaria di maggioranza, non lascerebbe spazio al CEO per il monitoraggio e per la direzione strategica, o al massimo si ridurrebbe ad una consulenza limitata. Un board inattivo in questo contesto potrebbe portare alla perdita di opportunità, ma le conseguenze potrebbero non essere fatali per l'organizzazione. Al contrario, nel caso in cui si tratti di un board di una grande azienda con proprietà frammentata tra tanti soggetti, i top manager potrebbero creare di proposito un consiglio debole come mezzo per eludere il monitoraggio e perseguire i propri programmi. Tuttavia, la probabilità di un comportamento egoistico può variare da una nazione all'altra: Hofstede (2001)⁴¹ ha riscontrato che gli Stati Uniti hanno ottenuto un punteggio molto più alto dell'indice del valore dell'individualismo rispetto ad altre nazioni, mentre l'Italia ha riportato un alto grado di individualismo. Una forte propensione all'individualismo crea dunque una maggiore tendenza verso la massimizzazione del proprio vantaggio a spese dell'azienda. Di conseguenza, il monitoraggio del board può essere più critico nei gruppi aziendali caratterizzati da livelli elevati di individualismo (ad es. Italia), rispetto a livelli

⁴⁰ C. Oliver, ‘Strategic Responses To Institutional Processes’, *The Academy Of Management Review*, 1991.

⁴¹ G. Hofstede, ‘Culture’s Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, And Organizations Across Nations’, 2001.

moderati (ad es. Brasile) o bassi (ad esempio, Thailandia o Taiwan)⁴².

1.4.4 Configurazione dei gruppi e meccanismi di governance

A partire dalla classificazione di Yiu et al. (2007) che distingue i business groups in 4 archetipi, si possono creare molteplici configurazioni intermedie.

La letteratura esamina fattori esterni ed interni, la cui combinazione va a modellare le tipologie di business group. I fattori esterni sono quattro e si dividono in: condizioni di mercato (teoria dei costi di transazione), framework sociale (prospettiva relazionale), fattori politici (prospettiva politico-economica), meccanismi di monitoraggio esterno (teoria dell’agenzia)⁴³.

Abbiamo visto che i business groups possono emergere in risposta a mercati sottosviluppati, in cui i costi di transazione sono alti a causa di bassa protezione legale che rafforzi i contratti, mancanza di capitale sia umano che finanziario, oltre ad una debole economia, con scarse informazioni sul mercato dei prodotti. La sopravvivenza organizzativa pone le radici nell’allineamento al contesto sociale locale: Granovetter (1995) spiega come i fattori sociali quali simbolismo, prestigio, potere, esistenti nelle relazioni tra le varie parti abbiano un impatto sugli scambi economici. In India ad esempio vi è una norma di solidarietà sociale, che porta ad alti livelli di fiducia e reciprocità. Tale prospettiva aiuta a comprendere come i business groups si siano evoluti e siano stati modellati dal patrimonio sociale e culturale in un determinato contesto di paese o regione.

I fattori politico-economici, poi, sono legati agli sforzi dei governi per avvantaggiare lo sviluppo economico nazionale. Il governo ha a disposizione due strade attraverso le quali facilitare, promuovere o nutrire la formazione e lo sviluppo dei business groups: attraverso investimenti diretti in settori specifici considerati come asset strategici per l’economia nazionale ovvero attraverso la fornitura di risorse critiche, quali licenze, fondi, tecnologie ed

⁴² B. K. Boyd, R. E. Hoskisson, ‘Corporate Governance of Business Groups’, 2010.

⁴³ W. Yiu et al., ‘Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research’, 2007.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

informazioni, a vantaggio dei business group considerati strategici.

Infine, i business groups possono essere visti come un insieme di relazioni di agenzia tra la proprietà che detiene il controllo e gli azionisti di minoranza. Tale visione presuppone che il principale proprietario utilizzi la forma organizzativa di business group per espropriare ricchezza, cd. ‘tunnelling’⁴⁴, a danno degli azionisti di minoranza. Le relazioni di agenzia nei business groups, quindi, andrebbero ad indebolire i meccanismi di monitoraggio esterno. Ciò dipende in gran parte dal tipo di protezione legale adottata in ciascun paese: i paesi di Common law hanno la più alta protezione, quelli di Germany Civil Law hanno minor protezione, mentre quelli di French Civil Law hanno la minor protezione per gli azionisti di minoranza, (Hoskisson et al., 2004). Questi ultimi, come conseguenza, svilupperanno complessi meccanismi di controllo interni.

Ai suddetti fattori esterni, i business groups rispondono mettendo in atto due tipologie di meccanismi di coordinamento interno basati su connessioni orizzontali e verticali, (Figura 1). Le prime si riferiscono alle connessioni esistenti tra le singole imprese del gruppo, quali entità legalmente indipendenti con proprie identità individuali ma interconnesse tra loro.

I legami che orizzontalmente si vanno a creare tra le aziende possono distinguersi in:

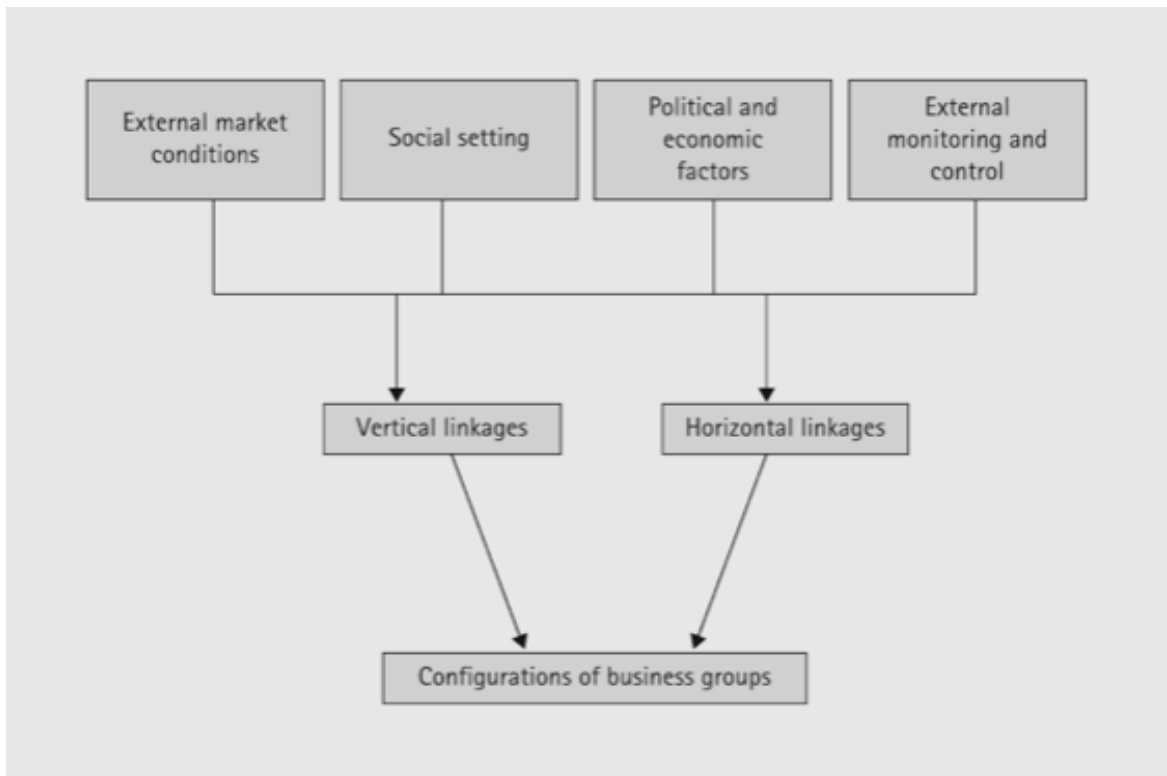
1. Interlocks directorates, quando un membro di un’azienda siede al board di un’altra impresa del gruppo. Costituisce una forma di controllo e coordinamento di tipo non proprietario sebbene possa avere un impatto notevole sul comportamento aziendale che include possibilità di collusioni, avanzamenti di carriera, monitoraggio, legittimazione, e coesione sociale, (Mizruchi, 1996). Tale meccanismo può agevolare il flusso di informazioni che influenzano

⁴⁴ Si riferisce al trasferimento di asset e profitti al di fuori delle aziende a beneficio di chi detiene il controllo, Johnson et al., ‘Tunneling’, *The American Economic Review*, 2000.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

le strategie aziendali sulle acquisizioni⁴⁵, oltre a rappresentare un meccanismo di coordinamento interno per ridurre l'incertezza, (Pfeffer e Salancik, 1978).

Figura 1. Determinanti delle configurazioni di Business Groups



Fonte: W. Yiu et al., 'Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research', 2007

2. Cross-shareholding, quando le singole aziende del gruppo detengono vicendevolmente partecipazioni tra di esse. Tale meccanismo connette le aziende, attraverso quindi legami di capitale, in un network orizzontale che, come descritto da un businessman giapponese ha l'intento di *'keep each other warm'*⁴⁶, nel senso che le protegge dall'incertezza del mercato ed in particolar

⁴⁵ P. R. Haunschild, C. M. Beckman, 'When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources Of Information And Interlock Influence', 1998.

⁴⁶ M. Granovetter, 1995, sopra n. 12.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

modo da minacce di takeover e dalla competizione, in quanto blocchi di azioni possedute mutualmente sono difficilmente commerciabili sul mercato azionario. Esso consente inoltre di attuare un controllo ‘cross’ tra le aziende in oggetto⁴⁷, riducendo il rischio di *freeriding*⁴⁸.

3. Legami sociali, che si riferiscono al modo in cui 2 o più entità appartenenti a un sistema sociale organizzativo si comportano tra di loro. Costituiscono un meccanismo di governance non basato sulla proprietà, ma sulla tendenza delle relazioni all’essere maggiormente stabili e fondate sulla fiducia, (riducendo il rischio legato all’incertezza del mercato), attraverso il quale i manager (gli executives) coordinano la loro attività al fine di raggiungere interessi mutuali, consentendo così alle aziende di scambiare risorse e/o coordinare congiuntamente le attività. In tal senso si parla di creazione di un sistema ‘community-like’ o ‘club-like’.
4. Infine, come descritto in precedenza, attraverso il mercato interno di un business group le aziende possono scambiare risorse critiche, in particolar modo in presenza di vuoti istituzionali nelle economie emergenti, con vantaggi di informazioni più accurate e una maggiore capacità di impiego delle risorse⁴⁹.

Le connessioni verticali, invece, si riferiscono alle catene di controllo che percorrono un gruppo organizzato con struttura gerarchica, alle basi delle quali vi sono le connessioni di capitale e sono spesso supportate dal collocamento di persone di fiducia, come i membri della famiglia, in posizioni chiave all’interno delle aziende subordinate, (Yiu et al., 2007), aumentando così il

⁴⁷ M. Wright et al. ‘The Oxford Handbook Of Corporate Governance’, 2013.

⁴⁸ S. L. Hart, ‘A Natural Resource View of the Firm’, *The Academy of Management Review*, 1995, qualifica il monitoraggio come un bene pubblico: “Monitoring is a public good: if one shareholder’s monitoring leads to improved company performance, all shareholders benefit. Given that monitoring is costly, each shareholder will free-ride in the hope that other shareholders will do the monitoring”.

⁴⁹ D. Teece, ‘Economies of Scope and The Scope of The Enterprise’, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1980.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

controllo. Questa tipologia di connessione presuppone l'esistenza di una proprietà concentrata nelle mani di un 'dominant owner', che si riscontra spesso in una famiglia proprietaria o nello Stato. Nonostante molti gruppi di questo tipo nel tempo si trasformino in public corporations, parzialmente o completamente, attraverso la partecipazione di investitori esterni dal mercato azionario, le famiglie proprietarie spesso continuano a mantenere un forte controllo sulla gestione strategica del gruppo. Con la struttura piramidale, in cui ciascuna azienda al livello superiore del business group detiene quote nel capitale delle aziende al livello inferiore della catena, il proprietario dominante può rinforzare il proprio controllo attraverso meccanismi quali diritti di voti non proporzionali e 'non-voting stock'⁵⁰.

Oltre al collocare membri affiliati al 'core owner' in posizioni chiave nelle aziende del gruppo e alla creazione di strutture piramidali, un terzo meccanismo per aumentare il controllo del core owner consiste nell'influenzare le decisioni strategiche individuali di un'azienda mediante il controllo di risorse strategiche, quali tecnologia, distribuzione, produzione, e così via.. che risultano essere critiche per le aziende membro. Un simile gruppo può assumere la forma di un network in cui le parti si coordinano come partner nell'ottica dell'ottenimento di risorse e capacità complementari. La letteratura⁵¹ suggerisce che la combinazione delle quattro variabili di contesto esterno ed i conseguenti meccanismi interni di connessioni verticali ed orizzontali con i quali rispondono i gruppi, dà luogo a quattro possibili configurazioni di business groups (Figura 2), inquadrabili in una matrice sviluppata su due dimensioni – connessioni orizzontali e verticali (legati quindi alla proprietà): network (N-form), club (C-form), holding (H-form), and multidivisional (M-form) forms.

1. N-form o network – bassa concentrazione proprietaria e forti legami orizzontali – in cui un'azienda assume il ruolo di leadership in un

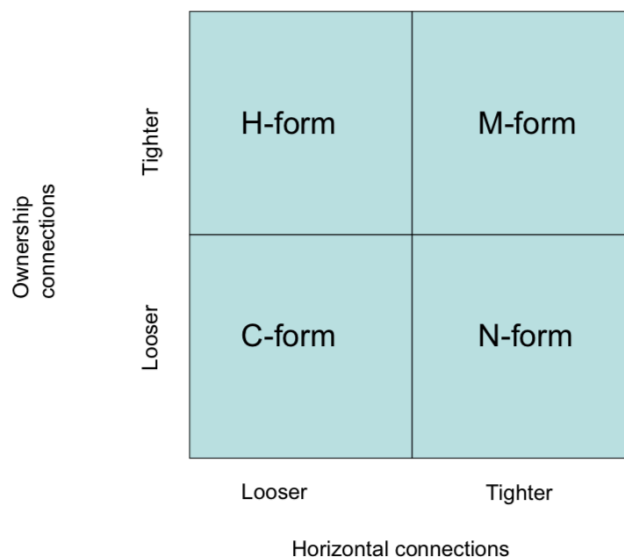
⁵⁰ Attraverso tali meccanismi si ottiene maggior controllo a fronte di un investimento diretto relativamente basso da parte del 'core owner'.

⁵¹ W. Yiu et al., (2007), sopra n. 43.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

settore, creando partnerships con un numero di aziende singole quali fornitrici di tecnologia, prodotti intermedi, od altre funzioni. L'azienda leader può controllare le aziende partners con connessioni orizzontali, attraverso legami di cross-shareholding e/o interlocking directorates. Ugualmente importanti divengono in tale contesto i legami sociali tra gli executive delle singole aziende per il coordinamento delle loro attività. In gruppi N-form, vi è necessità di un board attivo che dia però enfasi allo scambio di risorse più che al monitoraggio, per non incorrere in problemi di appropriazione delle risorse. Lorenzoni e Baden-Fuller⁵², (1995) identificano un bisogno di individuazione di un centro strategico in grado di gestire le relazioni intra-gruppo, centralizzando le informazioni e facilitando lo scambio e la distribuzione di risorse.

Figura 2. Dimensioni Orizzontale e Verticale dei Business Groups



Fonte: ‘Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research’, W. Yiu et al., 2007

⁵² G. Lorenzoni, C. Baden-Fuller, ‘Creating a Strategic Center to Manage a Web of Partners’, *California Management Review*, 1995.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

2. C-form o club – bassa concentrazione proprietaria e basse connessioni orizzontali – in cui si sviluppano relazioni maggiormente complesse, collegate da associazioni o club formali, in cui ogni membro può essere una grande corporation costituita da numerose aziende sussidiarie. Tale forma di gruppo costituisce una piattaforma in cui i membri delle corporation possono scambiare risorse strategiche, informazioni e fonti finanziarie, coordinandosi al fine di ottenere benefici mutuali, (es. relazioni pubbliche, o lobby relative a specifiche politiche industriali). Tra i membri dei business groups C-form, possono esservi connessioni orizzontali di tipo cross-shareholding, interlocking directorates e legami sociali che vadano a rafforzare il coordinamento. Tuttavia, il grado di scambi è più debole rispetto agli N-form. Spesso questi gruppi sono supportati da istituzioni finanziarie, ad esempio attraverso relazioni con una banca principale. In tale contesto, non vi è la necessità di un board particolarmente attivo, essendoci bassa interdipendenza tra i membri del gruppo relativamente alla strategia. Anche le influenze della proprietà sono limitate, per cui si ritiene che il board assuma una mera funzione di ‘rubber stamp’, e necessiti di un meccanismo di coordinamento per i legami sociali.
3. H-form o holding – forte concentrazione proprietaria e basse connessioni orizzontali – caratterizzata da un conglomerato di aziende in cui una holding o ‘parent company’ investe parzialmente o completamente in singole aziende che operano in diversi mercati/industrie, che andranno a costituire un portafoglio diversificato. Le aziende sussidiarie controllate sono spesso legalmente indipendenti. E quanto più le aziende controllate rappresentano il core business della holding, e dai cui affluisce gran parte dei ricavi della holding, tanto più il controllo proprietario crescerà. In tale struttura, le transazioni includono maggiormente capitale o risorse finanziarie, soggette al coordinamento della holding. Tra le aziende controllate, inoltre,

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

possono sussistere legami orizzontali di tipo cross-shareholding, interlocking directorates o legami sociali. Al contrario del caso del board in strutture di network, in contesti di gruppi holding il board dovrebbe avere un ruolo attivo nel monitoraggio: il ruolo del board in questo scenario è dotato di forti meccanismi di distribuzione delle risorse, ma potrebbe risultare inefficiente per quanto concerne il monitoraggio, in quanto una eccessiva decentralizzazione tra le aziende membro con board indipendenti, in assenza di un board centralizzato che le coordina, potrebbe creare un approccio manageriale caotico che condurrebbe a possibili carenze nel monitoraggio. Tale problema non sussiste nel caso di aziende che hanno ben poco in comune in termini di coordinamento di risorse come nel caso di strategie di diversificazione non correlate tra le aziende membro.

4. M-form o multidivisionale – alte connessioni verticali (proprietarie) e orizzontali – in cui un’azienda principale o ‘parent company’ controlla totalmente o parzialmente le singole aziende affiliate, che vengono organizzate e gestite in linea con il perseguimento degli obiettivi strategici della ‘parent company’. Le aziende affiliate possono trovarsi in stadi adiacenti del processo produttivo, essendo quindi legate verticalmente a partire dalla fornitura di materie prime, alla produzione, fino alla distribuzione, ovvero possono operare in settori collegati, il che le consente di scambiare risorse e competenze ‘core’. In questa tipologia di business group con forti connessioni verticali, le relazioni sociali orizzontali intra-gruppo sono ugualmente importanti tra aziende core che guidano le altre; mentre meccanismi di cross-shareholding e interlocking directorates rivestono un’importante funzione nella protezione dalle minacce di takeover o acquisizioni. Nelle strutture di gruppo multidivisionale, maggiormente appropriate per aziende in cui il coordinamento delle risorse costituisce un aspetto critico – per es. gruppi integrati verticalmente o in cui si persegue una strategia di

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

diversificazione di prodotto strettamente correlata – vi sarà necessità di un board che abbia sia funzione di monitoraggio che di coordinamento delle risorse; tuttavia, siccome ogni azienda ha il proprio board, il coordinamento tra i differenti board del gruppo potrebbe risultare difficile senza un meccanismo di allineamento delle attività degli stessi⁵³.

⁵³ B. K. Boyd, R. E. Hoskinsson, (2010), sopra n.42.

CAPITOLO II

STRATEGIE DI CRESCITA ACQUISITIVA

SOMMARIO: 2.1 Mergers & Acquisitions – 2.1.1 Tipologie – 2.1.2 Motivazioni – 2.2 I Takeover come meccanismo di governance esterno – 2.3 Crescita attraverso Family Business Group – 2.3.1 Il ruolo dell'identità familiare con l'azienda

“I personally see more consolidation: more partnerships, more strategic alliances and more acquisitions”

Jac Nasser – CEO in Ford
Motors

2.1 Mergers & Acquisitions

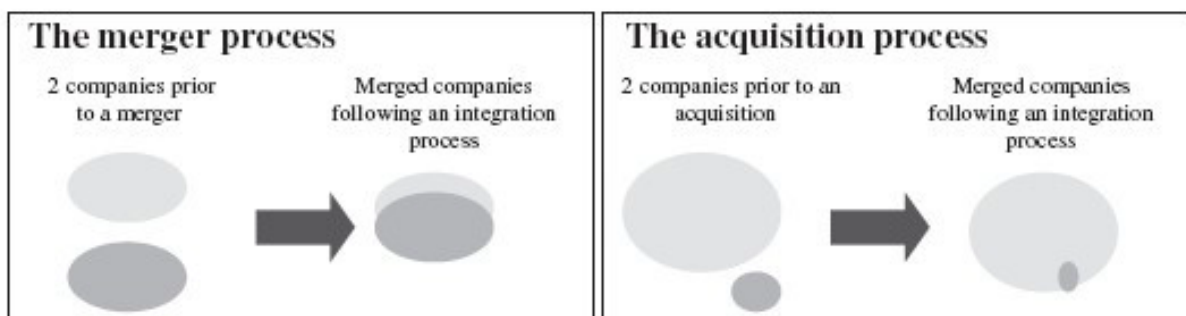
La fusione, o Merger, è un'operazione in cui due imprese accettano di integrare le loro attività su una base relativamente equa perché hanno il potenziale per creare un maggiore vantaggio competitivo.

L'acquisizione, o Acquisition, è un'operazione in cui un'azienda acquisisce un'altra azienda con l'intento di utilizzare più efficacemente una competenza 'core', rendendo l'impresa acquisita una controllata all'interno del proprio portafoglio di attività commerciali. Satu⁵⁴ (2007) illustra la differenza concettuale tra Merger e Acquisition, come di seguito, (Figura 3):

Il processo di acquisizione è per lo più classificato nelle attività di pre-acquisizione e post-acquisizione. La pre-acquisizione si traduce nelle varie attività che sono intraprese dalle società coinvolte prima della chiusura formale della transazione ed include le motivazioni che guidano all'acquisizione, la due diligence e la negoziazione. La Post-acquisizione ha luogo solo dopo che l'impresa è stata acquisita e determina il successo o meno dell'operazione.

⁵⁴ T. Satu, 'A Comparative Overview of the Impact of Cultural Diversity on Inter- Organisational Economics. Advances in Mergers and Acquisitions', 2007.

Figura 3: Una panoramica delle differenze tra fusioni e acquisizioni



Fonte: ‘A Comparative Overview of The Impact of Cultural Diversity on Inter-organizational Economics. Advances in Mergers and Acquisitions’, T. Satu, 2007

In ogni caso, il concetto alla base delle cd. M&A è che il valore di due o più aziende unite risulta essere superiore a quello delle singole entità considerate separatamente: tale condizione in cui l’entità creata dall’unione è più profittevole della somma delle parti è nota come “*two plus two is five*”⁵⁵.

Implementare una strategia di M&A può rappresentare l’opzione migliore quando si ricerca una crescita immediata per il business. L’obiettivo primario dell’azienda intenzionata a perseguire tale strada è costituito dal raggiungimento della crescita⁵⁶ o di un’area di espansione, fornendo così la linea di prodotti/servizi dell’azienda in un mercato attualmente non servito dalla stessa. In particolare, le M&A internazionali sono diventate la modalità primaria per conseguire l’internazionalizzazione del business⁵⁷.

Di seguito, si individuano le diverse tipologie di aggregazione aziendale per poi analizzare le diverse motivazioni che possono portare ad una strategia di crescita per fusione/acquisizione, derivanti dal tipo di beneficio ricercato attraverso di essa.

⁵⁵ ‘M&A: When two plus two is five or three or ...’, *www.strategy-at-risk.com*, 2011.

⁵⁶ La capacità del gruppo di controllo di espandere la dimensione delle attività economiche direttamente o indirettamente controllate. Si traduce in un aumento di fatturato e/o dipendenti e/o del totale dell’attivo e/o nella nascita di nuove imprese (dimensione operativa e strutturale). Da distinguere dal concetto di ‘sviluppo’, inteso come la capacità del gruppo di controllo di migliorare la qualità dell’organizzazione e dei processi economici, e che si traduce in un miglioramento dei risultati aziendali economici, competitivi e finanziari.

⁵⁷ J. J. Reuer, O. Shenkar, R. Ragozzino, ‘Mitigating Risk In International Mergers And Acquisitions: The Role Of Contingent Payouts’, *Journal Of International Business Studies*, 2004.

2.1.1 Tipologie

Una prima distinzione individua due macro gruppi di M&A: quelle che avvengono attraverso assorbimento, in cui si assiste alla combinazione di due o più aziende in un’azienda esistente – tutte le aziende perdono la propria identità eccetto una – e quelle che risultano da un consolidamento, combinando dunque due o più aziende in una nuova. In quest’ultimo caso, tutte le aziende cessano di esistere come entità legali e viene creata una nuova entità in cui sono trasferite tutte le attività, passività e azioni delle aziende acquisite in cambio di cash o scambio di azioni.

Le tipologie di M&A, inoltre vengono ancora distinte a seconda che si tratti di ‘*Congeneric Mergers*’ ovvero ‘*Conglomerate Mergers*’.

Le prime riguardano le operazioni in cui tecnologia di base, processi di produzione o mercati dell’azienda target e quelli dell’azienda acquirente sono collegati tra loro, rappresentandone così un’estensione. In particolare, le *congeneric mergers* possono portare ad un’estensione di prodotto quando, grazie alla fusione/acquisizione, una nuova linea di prodotto correlato o complementare viene aggiunta a quella esistente, ovvero ad un’estensione di mercato quando si raggiunge un nuovo mercato con la stessa linea di business. Questa prima categoria di M&A si divide a sua volta in orizzontali e verticali:

1. Orizzontali. Avviene attraverso l’unione di due o più aziende che operano nello stesso settore, attività di business o allo stesso stadio del processo industriale⁵⁸, con l’obiettivo primario di ottenere economie di scala nella produzione, eliminando una duplicazione di operazioni ed attrezzature, e ampliando la linea di prodotto, oltre a ridurre l’investimento in capitale umano, eliminare (o quantomeno ridurre) la concorrenza, ridurre i costi di pubblicità, aumentare i segmenti di mercato offerti e infine esercitare un miglior controllo sul mercato⁵⁹. Spesso in tale tipologia di M&A avviene che il top management

⁵⁸ Ramu, S. Shiva, ‘Corporate Growth through Merger and Acquisitions’, 1988.

⁵⁹ J. C. Verma, ‘Corporate Mergers, Amalgamations and Takeovers’, 2002.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

dell'azienda acquisita viene sostituito da quello dell'azienda trasferente/acquirente.

Un'altra potenziale ripercussione derivante dall'*horizontal merger* è che riduce il numero di aziende operanti in un settore, aumentando il rischio di creare monopoli, con possibile intervento da parte dell'antitrust.

2. Verticali. Fanno riferimento all'integrazione di aziende con cui si hanno relazioni di produzione o distribuzione di prodotti e/o servizi⁶⁰, quindi a monte o a valle. L'azienda acquirente così rafforza la propria posizione nel mercato, ottenendo una serie di benefici che vanno dalla riduzione dei costi di dipendenza, all'eliminazione di funzioni intermedie tra le varie unità per evitare spese non necessarie, o all'assicurare economie in funzioni quali marketing e trasporto, o ancora all'assicurarsi il controllo sulla qualità delle materie prime e dei prodotti finiti.

La seconda tipologia di M&A è rappresentata dalle *Conglomerate Mergers*, che fanno riferimento alla combinazione di due aziende che operano in settori non correlati: si ha un conglomerato quando l'acquisizione riguarda aziende che producono prodotti non correlati a quelli prodotti dall'azienda acquirente⁶¹, quindi senza andare ad eliminare la concorrenza. Attuando tale strategia di crescita laterale si mira ad ottenere vantaggi di diversificazione che risiedono nella stabilizzazione di vendite e profitti, in quanto il ciclico declino in un settore è compensato dalla ciclica espansione nell'altro, e per questo viene considerata una '*economic diversification*'⁶². Il bilanciamento dei rischi produce effetti positivi sulle possibilità finanziarie dell'azienda che a loro volta aumentano le capacità di innovazione e l'efficienza aziendale. All'interno delle M&A di tipo '*conglomerate*', è possibile effettuare una distinzione

⁶⁰ V.K. Bhushan, 'Fundamentals Of Business Organizations And Management', 1975.

⁶¹ S. C. Kuchal, 'The Industrial Economy of India', 1970.

⁶² A.R. Wyatt, D. E. Kieso, 'Business Combination: Planning and Action', 1969.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

tra quelle di tipo manageriale e quelle finanziarie⁶³:

1. *Managerial Conglomerates*. Nell'ambito di questa fusione, la società non fornisce solo finanziamenti ma partecipa anche all'aspetto operativo dell'attività, fornendo personale e management, aumentandone così l'efficienza operativa e potenzialmente le performance.
2. *Financial Conglomerates*. In tal caso invece, la società acquirente fornisce solo il flusso di cassa alla società target e non interferisce con l'aspetto operativo dell'attività e le decisioni manageriali.

In generale, l'effetto diversificazione ottenuto da una strategia di *Conglomerate Merger* generalmente comporta la riduzione del rischio per l'entità derivante dalla combinazione delle due o più aziende. Tuttavia, si ritiene che tale strategia non vada propriamente a beneficio degli shareholders, che potrebbero raggiungere nei propri portafogli di investimento il grado di rischio preferito in un mercato dei capitali perfetto, ma sia in realtà perseguita dai manager per ridurre il proprio 'employment risk' – ad es. rischio di perdere il lavoro, reputazione professionale, ecc... – il quale non è diversificabile⁶⁴, rientrando nel contesto del modello dei costi di agenzia⁶⁵. Si può in alcuni casi verificare così la trappola denominata 'bootstrapping earning' quando l'azienda acquirente o rider acquisisce un'azienda con un basso rapporto 'Price/Earnings', creando l'illusione della crescita del kpi 'Earnings per share', (EPS) dovuta alla fusione, senza però aver creato valore, quindi quando il valore combinato è uguale alla somma dei valori delle singole

⁶³ 'Types of Conglomerate Merger', www.letslearnfinance.com, 2010.

⁶⁴ I manager possono essere interessati ad un'acquisizione in quanto questa può dare maggiore stabilità all'azienda, e di conseguenza al proprio lavoro e alla relativa remunerazione (che spesso consiste non solo nello stipendio, ma anche in stock option o bonus legati al profitto dell'azienda), Y. Amihud e B. Lev, 'Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers', 1981.

⁶⁵ "They consist of the costs of monitoring managerial behaviour (such as the costs of producing audited financial statements and devising and implementing compensation plans that reward managers for actions that increase investors' wealth) and the inevitable costs that are incurred because the conflicts of interest can never be resolved perfectly", M. C. Jensen, R. S. Ruback, 'The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence', 1983.

aziende⁶⁶.

2.1.2 Motivazioni

Le motivazioni che fanno protendere un business verso la strategia di M&A possono essere suddivise in tre categorie sulla base del beneficio che si vuole ottenere dall'operazione⁶⁷, seppur non esclusivo in quanto i benefici apportati da tali operazioni non sono esclusivi ma possono coesistere e anzi spesso sono collegati.

1. La prima categoria racchiude le seguenti motivazioni strategiche:

- a. Crescita ed espansione. Come anticipato, comunemente si sceglie di effettuare un'operazione di M&A con l'obiettivo di supportare la crescita. La crescita implica un'espansione in termini di fatturato e profitto, aumentando la propria quota di mercato attraverso l'accesso a nuovi clienti, e che può essere raggiunta per vie esterne, quando la via interna non è praticabile a causa di vincoli manageriali e di risorse, rappresentando così la soluzione più immediata e meno dispendiosa⁶⁸. La crescita può derivare inoltre dal migliore accesso a distribuzione e marketing attraverso l'azienda partner/acquisita.

L'espansione dei volumi comporta in primo luogo l'aumento del potere di mercato e l'abbassamento dei costi di acquisto. Le economie riguardano anche il costo del capitale investito: si è dimostrato che all'aumentare dell'indice di concentrazione

⁶⁶ Se l'azienda acquirente acquisisce l'azienda target tramite stock, vi saranno meno azioni risultanti dalla combinazione: dal momento in cui gli 'Earnings' restano uguali ma le 'Shares' si riducono, vi sarà un rapporto EPS maggiore. Di conseguenza, investitori poco attenti possono non capire che l'incremento dell'EPS sia fittizio e credere che esso sia dovuto ad una crescita reale ed al 'gain' dovuto all'acquisizione. In tal modo, questo atteggiamento comporterà un aumento del prezzo/valore del capitale. M. Garcia, 'What is Bootstrap Game in Finance', *www.bizfluent.com*, 2007.

⁶⁷ 'Mergers and Amalgamations – The Concepts', *www.shodhganga.inflibnet.ac.in*

⁶⁸ In particolare, accade spesso che la crescita per vie interne non sia attuabile per vincoli di natura finanziaria. A tal punto, la crescita per via esterna acquisitiva può dimostrarsi più realizzabile riducendo l'ammontare di cash richiesto nell'operazione compensandolo con azioni della società.

anche il ritorno sul capitale aumenta⁶⁹.

Inoltre, per raggiungere la crescita obiettivo, una delle opzioni più attraenti per un business è riuscire ad accedere a promettenti mercati esteri: le M&A rappresentano il percorso favorito per penetrare un mercato estero, aumentare la quota di mercato e così sfruttare anche le risorse del paese penetrato.

Spesso crescita ed espansione sono ottenute attraverso integrazione verticale.

- b. Penetrazione del mercato. Introdurre un prodotto per segmenti di mercato nuovi rispetto a quelli già serviti può essere più semplice attraverso l’acquisizione di un’azienda che possiede già una buona quota di mercato nel segmento prescelto.
- c. Diversificazione. L’obiettivo dell’espansione può essere raggiunto anche attraverso la fusione/acquisizione di un’azienda che opera in un business non correlato, altresì conosciuta come “*conglomerate mergers*”, che come anticipato può tradursi in una sostanziale riduzione del rischio operativo e finanziario complessivo, attuato per mezzo di investimenti in azioni di una moltitudine di aziende.
- d. Creazione di sinergie di consolidamento. Un altro aspetto da considerare come conseguenza dell’operazione è il beneficio derivante dalla possibilità di consolidare un membro di funzioni manageriali come acquisti, produzione, marketing, ecc, evitando così la sovrapposizione di funzioni. Se quindi le risorse di un’azienda hanno la capacità di fondersi con quelle di un’altra azienda senza sforzi particolari, si ottiene una più alta produttività in entrambe le entità, creando la sinergia. La sinergia spiega il fenomeno del “2+2=5”, e significa che il valore dell’azienda creata attraverso la fusione sarà maggiore

⁶⁹ ‘Handbook on Mergers, Amalgamations and Takeovers – Law and Practice’, 2004.

della somma del valore delle aziende che si sono appena unite, prese singolarmente. Le sinergie si generano grazie al consolidamento delle aziende attraverso minori costi della produzione ovvero risparmi di costi ed utilizzo in comune di risorse nel marketing e distribuzione, ricerca e sviluppo.

- e. Acquisire la concorrenza: “*If you cannot fight them, join them*”. Le operazioni di M&A possono essere utili per mantenere la propria posizione di leader di mercato, acquisendo il secondo o terzo player, incrementando così il proprio potere di mercato. In tal caso, va prestata particolare attenzione alla normativa anti-trust.
- f. Integrazione a monte e/o valle. Quando il processo di acquisto o distribuzione è critico per l’azienda, il vantaggio addizionale competitivo può derivare dall’acquisizione dell’azienda, rispettivamente, fornitrice e o cliente.
- g. *Minimum size*. Oltre ai vantaggi delle economie di scala, le operazioni di M&A possono essere necessarie per la propria sopravvivenza quando ad esempio per il settore specifico in cui opera diventa indispensabile effettuare investimenti che non può sostenere singolarmente, soprattutto in un mercato in costante sviluppo.
- h. Diversificazione del rischio. Fusioni ed acquisizioni rappresentano inoltre una strategia di diversificazione per ridurre il rischio degli shareholders. Tuttavia, come visto in precedenza, questa proposizione si oppone alla tesi secondo cui in realtà gli azionisti possono diversificare il proprio portafoglio in maniera più efficiente ed economica, come entità individuali.
- i. Bilanciamento del ciclo di vita del prodotto. La combinazione di un business con un altro complementare può risultare un’efficace strategia in grado di compensare gli alti e bassi del

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

ciclo di vita del prodotto, ad es. per prodotti stagionali.

- j. Arrestare il trend di caduta. Se il business in cui si opera sta evidenziando un trend negativo proiettato nei prossimi 5 anni, può essere previdente acquisire business appartenenti a industrie più potenziali e giovani.
2. La seconda categoria riguarda il carattere organizzativo derivante da tali operazioni. La principale motivazione organizzativa si può individuare nella rimozione del management inefficiente. In particolare, le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano un rimedio veloce alla sostituzione di un management inefficiente dalle aziende che hanno un’alta forza derivante dal prodotto.
 3. La terza categoria, le motivazioni finanziarie, a loro volta si suddivide in:
 - a. Pianificazione delle tasse. L’unione di un’azienda non sana ad una sana apporta vantaggi fiscali, consentendo di compensare le perdite della società non sana con i profitti di quella sana e ridurre in tal modo l’imponibile complessivo. Anche l’integrazione verticale agisce in tal senso, apportando benefici fiscali e a livello di contributi.
 - b. Rinascita delle unità ‘malate’. In tal senso, un’azienda in salute può mirare ad acquisire un’unità vitale diventata ‘malata’ o in perdita, per sfruttare le potenzialità nascoste individuate in esse.
 - c. *Asset Stripping*. Se il valore di mercato delle azioni sono quotate al di sotto del valore reale netto dell’azienda, probabilmente essa diventerà target per acquisizioni.
 4. In ultima analisi, bisogna considerare anche le motivazioni personali: il management può ambire ad acquisizioni/fusioni tra aziende, ed ottenere così potere, prestigio, maggiori remunerazioni, controllo, ecc.
Tali motivazioni unite alla possibilità di eliminare completamente la competizione nel mercato (e quindi la facoltà di scegliere tra diverse

offerte concorrenti), una sovracapitalizzazione o lo spreco di capitali che può aver luogo quando viene pagato un costo eccessivo per acquisire l'azienda target, rappresentano l'altro lato della medaglia nascosto dietro le operazioni straordinarie di M&A rispetto a tutti i benefici che generalmente apportano.

2.2 I Takeover come meccanismo di governance esterno

Un approfondimento a parte merita il takeover per le peculiarità che comprende, essendo uno dei meccanismi esterni di governance. L'analisi economica ha consentito la distinzione dei *takeovers* in due ampie classi. La prima è rappresentata dai *disciplinary takeovers*, che paiono avere l'intento di correggere le pratiche manageriali che non massimizzano il valore dell'azienda, (*Non-value-maximizing*, NVM) – tra cui possono essere inclusi crescite e diversificazioni eccessive, ampio uso di *perquisites*, dipendenti e fornitori sovrapagati – che hanno lo scopo di assicurare al management una 'vita tranquilla'. I *takeovers* disciplinanti rappresentano il metodo più efficace per cambiare il controllo all'interno dell'azienda *target* e rimpiazzare o cambiare le politiche dei managers che non massimizzano il valore per gli azionisti; di conseguenza, non si rende necessaria l'effettiva integrazione dei business di acquirente e *target*. La seconda classe di *takeovers* può essere definita '*synergistic*', poiché la motivazione di fondo è fornita dalla possibilità di beneficiare dalla combinazione dei business delle due aziende. Al contrario dei *takeovers* disciplinanti, in questo caso l'integrazione dei due business è essenziale affinché si realizzino i benefici desiderati. La differenza si rinviene, dunque, nelle intenzioni dell'acquirente che nel caso di *takeover* sinergico vuole ricercare una combinazione di operazioni o *cash-flows* delle due aziende e non un miglioramento della *target*, come avviene per i *disciplinary takeover*. Evidenza empirica⁷⁰ ha mostrato come le offerte di acquisizione amichevole

⁷⁰ R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny, 'Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers', 1988.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

siano verosimilmente associate all'intento di creare sinergie, mentre le offerte ostili abbiano prevedibilmente natura disciplinante.

In primo luogo, bisogna chiarire che un *takeover* è definito ostile quando un'azienda, detta *raider*, lancia un'offerta di acquisizione direttamente nei confronti degli azionisti di un'azienda *target*, senza che il management venga consultato, dopodiché ciascun *shareholder* decide individualmente se vendere o meno la propria quota; in caso di esito positivo, l'offerente acquisisce il controllo della *target*, potendo così sostituire, o quantomeno controllare, il management⁷¹. Tale offerta è spesso molto più alta rispetto a quanto l'azienda *target* è valutata sul mercato, allo scopo di ricevere un responso positivo dagli azionisti; la differenza tra l'offerta e quanto l'azienda *target* effettivamente vale sul mercato rappresenta il '*bid premium*'⁷². L'offerta ostile viene rifiutata dal management della *target*, il quale suggerisce agli azionisti di non vendere, (Savela, 1999). E' la resistenza da parte del management l'elemento discriminante per classificare un *takeover* come ostile; le acquisizioni che non rientrano in questa categoria, vengono definite amichevoli, e saranno approvate sia dal management che dagli *shareholders*⁷³. La natura del *takeover* viene quindi riconosciuta come ostile quando l'offerta è fatta pubblicamente e viene aggressivamente respinta dal management della *target*. Tuttavia, spesso le aziende si impegnano in negoziazioni confidenziali prima che vi sia un annuncio pubblico dell'offerta o dell'intenzione di acquisire l'impresa *target*. In alcuni casi può perciò accadere che il primo annuncio pubblico riguardi la negoziazione completata con successo, la quale verrà percepita come amichevole, anche se gli stadi iniziali della negoziazione

⁷¹ "In a large-scale study of firms in the UK, Franks and Mayer (1996) showed that executive turnover is significantly higher in hostile takeovers than in friendly ones. Approximately 90 percent of executives and board members of target companies resigned after the consummation of a hostile takeover, compared to only 50 percent in the friendly ones", J. A. Pierce II, R. B. Robinson Jr, 'Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth', 2004.

⁷² La dimensione del *bid premium* dipende da quanto l'azienda acquirente è disposta a pagare per la *target*. Dalle indagini effettuate in UK, emerge che la media dei *bid premiums* di *takeover* ostile è tra 35-45% in più rispetto al valore di mercato della *target*. (Schoenberg, 2003). A. Corelli, 'Analytical Corporate Finance', 2018.

⁷³ Il metodo di acquisizione amichevole più comune è la fusione.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

privata sarebbero parsi ostili se fossero stati rivelati al pubblico. In altri casi, accade invece che le negoziazioni private falliscono e una delle parti decide di rendere pubbliche le informazioni al fine di rafforzare la propria posizione nella contrattazione. L’offerente potrebbe scegliere di rivelare la propria intenzione per mettere sotto pressione il management e rendere gli azionisti consapevoli delle esplicite opzioni che hanno a disposizione; similmente, la *target* potrebbe rivelare il tentativo di *takeover* al fine di attrarre offerenti concorrenti.

Inoltre, spesso il rifiuto di un’offerta può celare l’intento di ottenere una migliore offerta. Una spinta contrattazione in cerca di un premio più elevato pagato agli azionisti potrebbe però condurre a più bassi tassi di successo.

Quando invece il rifiuto deriva dalla paura di essere sostituito⁷⁴, il management della *target* potrebbe verosimilmente dar inizio ad una serie di tecniche difensive, che andranno ad innalzare il costo del *takeover* per l’acquirente, tali da scoraggiarlo nel proseguimento del tentativo di acquisizione.

Sebbene in teoria la distinzione tra le due tipologie di *takeover* pare netta ed intuitiva, nella pratica della maggior parte delle transazioni si riscontrano elementi comuni ad entrambe. Morck, Shleifer e Vishny⁷⁵, hanno analizzato le differenze esistenti tra i *takeovers* amichevoli ed ostili, per fornire dei risultati utili in termini di caratteristiche dell’azienda *target* che la facciano rientrare nell’una o nell’altra categoria. In particolare, i risultati suggeriscono la possibilità che la struttura proprietaria delle aziende rende queste ultime attraenti *target* di un *takeover* amichevole. In particolare, sembra opportuno evidenziare che la condizione in cui il *top executive* detiene un’alta proprietà azionaria nell’azienda soggetta al *takeover* è associata ad una migliore

⁷⁴ “The result of such mismanagement is the inefficient utilization of the fixed assets of the firm and in turn the low valuation of these assets by the market. Removing the management might justify the takeover premium, although the managers would probably resist because they would not want to lose control or to have their incompetence revealed. Managers of friendly targets, in contrast, are safe; they do not need to worry about being removed”, R. Morck, A. Shleifer, R. W. Vishny, (1988), sopra n. 70.

⁷⁵ R. Morck, A. Shleifer, R. W. Vishny, (1988), sopra n. 70.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

gestione aziendale poiché il management opera sotto un buon schema incentivante, essendo interessato sia al valore di mercato della sua azienda sia ai vantaggi derivanti dalla posizione manageriale. Di conseguenza, quando tali aziende sono soggette a *takeover*, è più probabile che sia per ragioni sinergiche, per cui ci si aspetta che molte di queste transazioni saranno amichevoli.

Esiste un'ulteriore possibile spiegazione del perché la proprietà manageriale influenzi la natura del *takeover*: se il manager possiede un'alta proprietà azionaria, avrà sufficienti diritti di voto per bloccare il *takeover*. In tal caso, un *takeover* potrà avere successo solo con l'approvazione del management, il che suggerisce ancora che si avrà una transazione amichevole.

Similmente, la presenza di un membro della famiglia fondatrice dell'azienda *target* renderà, con alta probabilità, più ardua l'evenienza di un'offerta di acquisizione ostile, data la forte preferenza del fondatore di controllare e una migliore abilità di resistere. Così, anche la presenza di un *top officer* con una larga quota azionaria che voglia ritirarsi e portarsi via parte della sua ricchezza dall'azienda, preferirà possibilmente vendere la propria quota ad un prezzo premium ad un'eventuale acquirente che gli propone un'offerta amichevole, piuttosto che vendere le sue azioni sul mercato aperto.

Le motivazioni alla base di un *takeover* ostile in teoria, sono generalmente le stesse di una qualsiasi altra acquisizione – le economie di scala o scopo, la tassazione, l'aumentata globalizzazione dei mercati – eccetto una addizionale: il *takeover* ostile è visto come la via più efficace per rimpiazzare un *board* o un management inefficiente di un'azienda *target*. In particolare, è necessario evidenziare la fondamentale premessa sottostante il meccanismo di *market for corporate control*, che riguarda l'esistenza di un'alta correlazione positiva tra efficienza manageriale e prezzo di mercato delle azioni della relativa azienda. Quando un'azienda è mal gestita – nel senso che il ritorno per gli azionisti non viene incrementato come potrebbe accadere sotto la guida di un altro possibile management – sebbene abbia un alto potenziale di crescita, il valore di

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

mercato delle azioni declina rispetto alle azioni di altre aziende dello stesso settore o rispetto al mercato nel complesso, non riflettendo quindi propriamente il suo reale valore. L'azienda acquirente si pone l'obiettivo di sostituire l'esistente management della *target*, affinché quest'ultima possa raggiungere il suo pieno potenziale di crescita, così innalzando il valore di mercato. Per questa ragione, le aziende il cui management non opera nell'interesse dei suoi azionisti sono potenzialmente soggette a future acquisizioni. Inoltre, un *hostile takeover* può talvolta essere visto come un'efficiente transazione di mercato, la quale va semplicemente a sostituire una cattiva gestione, al fine di ottenere un accrescimento del valore dell'azienda per la società acquirente così come per gli azionisti della *target*⁷⁶. Da un'altra prospettiva, molti studiosi hanno sottolineato come ciò che spinge il management ad assumere un comportamento miopistico, sacrificando i benefici di lungo termine per aumentare i profitti di breve termine, possa essere proprio la minaccia di *takeover*, che esercitando una pressione sul management lo indurrebbe ad assumere rischi che, in circostanze diverse, non assumerebbe⁷⁷.

In alternativa, si può ipotizzare che alcuni managers semplicemente stiano commettendo degli errori, nel senso che le loro strategie sono sbagliate, e che il mercato finanziario gli stia evidenziando tali errori. Se i managers continuano a sbagliare, non modificando la strategia perseguita, il prezzo azionario resterà basso, per cui, in una tale condizione, appare desiderabile per l'economia rimuovere il manager per far spazio al cambiamento della strategia e ad un uso più efficiente delle risorse.

In ogni modo, la causa principale dell'attività di *takeover* è rappresentata dalla possibilità che i *takeovers* siano in grado di ridurre i costi di agenzia⁷⁸

⁷⁶ J. F. Weston, M. L. Mitchell, J. H. Mulherin, 'Takeovers, Restructuring and Corporate Governance', 2004.

⁷⁷ G. Carcano, 'Opa ostili e acquisto difensivo di azioni proprie negli USA', Riv. Soc., 1988.

⁷⁸ "They consist of the costs of monitoring managerial behaviour (such as the costs of producing audited financial statements and devising and implementing compensation plans that reward managers for actions that increase investors' wealth) and the inevitable costs that are incurred

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

associati ai conflitti tra managers e *shareholders* in riferimento al *free cash flow*, ovvero al *cash flow* in eccesso rispetto a quello richiesto per finanziare tutti i progetti di investimento profittevoli. Il *free cash flow* deve essere restituito agli *shareholders* se l'azienda è efficiente e massimizza il valore per gli azionisti, in modo tale da ridurre le risorse sotto il controllo del management, limitando così il potere manageriale e potenzialmente assoggettando i managers al monitoraggio da parte del mercato dei capitali, il che avviene quando un'azienda necessita di nuovo capitale. Finanziare i progetti internamente evita tale monitoraggio e l'evenienza che i fondi non siano disponibili ovvero siano disponibili soltanto a costi elevati. I managers hanno incentivi ad espandere l'azienda in cui operano oltre la dimensione che massimizza la ricchezza degli azionisti⁷⁹, poiché in primo luogo la crescita, aumentando le risorse sotto il controllo del management, estende il potere di quest'ultimo; in secondo luogo, alla crescita si associano cambiamenti positivi nei compensi manageriali⁸⁰, (Murphy, 1985). I conflitti di interesse fra azionisti e management emergono, quindi, in maniera più intensa quando l'organizzazione genera un *free cash flow* considerevole. Di conseguenza, il problema si incentra su come motivare i managers a rendere le disponibilità di cassa piuttosto che investirele ad un minor costo del capitale ovvero sprecarle attraverso inefficienze organizzative. Alcuni studi hanno sostenuto che la flessibilità finanziaria – capacità di debito inutilizzata e fondi generati internamente – è desiderabile quando il management è in possesso di informazioni migliori inerenti all'azienda, rispetto agli investitori esterni⁸¹.

because the conflicts of interest can never be resolved perfectly”, M. C. Jensen, R. S. Ruback, ‘The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence’, 1983.

⁷⁹ Donaldson in seguito ad uno studio empirico dettagliato, conclude che i managers delle aziende oggetto di analisi, non erano guidate dalla massimizzazione del valore dell'azienda, quanto piuttosto dalla massimizzazione della ‘*corporate wealth*’, che lui definisce come “*the aggregate purchasing power available to management for strategic purposes during any given planning period. ... this wealth consists of the stocks and flows of cash and cash equivalents that management can use at its discretion to implement decisions involving the control of goods and services*”, G. Donaldson, ‘Managing Corporate Wealth’, 1984.

⁸⁰ La crescita è misurata dall'aumento delle vendite.

⁸¹ S. C. Mayers, N. S. Majluf, ‘Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have’, *Journal of Financial Economics*, 1984.

Tuttavia, Jensen (1986) evidenzia come quanto detto finora implichi che una tale flessibilità finanziaria – nella forma di *free cash flow*⁸², ampi saldi di cassa e potere di prendere a prestito non utilizzato – comporta dei costi in termini di maggior discrezionalità del management riguardo all’uso delle risorse, il quale è spesso impiegato non negli interessi degli azionisti.

2.3 Crescita attraverso Family Business Group

La crescita delle imprese è al centro di qualsiasi impresa di successo perché per aumentare i propri tassi di sopravvivenza, le imprese devono fare investimenti adeguati per sostenere la crescita (McKelvie e Wiklund, 2010). La crescita è importante anche per le imprese familiari (di seguito FF) come rappresenta l'esito delle strategie che le FF sviluppano per cogliere le opportunità nel mercato con maggiore successo (Le Breton-Miller e Miller, 2008), per offrire nuove opportunità di lavoro a generazioni successive, o semplicemente per aumentare i dividendi distribuibili (Habbershon et al., 2003). Pertanto, la crescita oltre ad essere una misura del successo aziendale diventa anche quella del benessere della famiglia nel tempo⁸³. Nel caso in cui vi sia una crescita delle dimensioni del gruppo proprietario di famiglia, nonostante l'appartenenza dei proprietari alla stessa famiglia, questi ultimi potrebbero non essere un gruppo omogeneo in termini di preferenze di strategie⁸⁴, quali le strategie di crescita. Infatti, mentre alcuni proprietari potrebbero preferire ricevere dividendi stabili dalle loro azioni, altri potrebbero essere interessati a ulteriori investimenti nell'azienda. Pur appartenendo alla stessa famiglia, gli individui differiscono nei loro obiettivi, aspettative, e aspirazioni, generando così conflitti *principal-principal* all'interno della famiglia, in contesti (ad esempio Europa continentale, Asia e

⁸² M. C. Jensen, 'Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers', *The American Economic Review*, 1986.

⁸³ P. D. Olson Et Al. 'The Impact Of The Family And The Business On Family Business Sustainability', 2009.

⁸⁴ E. Memili, 'Performance and Behavior of Family Firms', *International Journal of Financial Studies*, 2015.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

America Latina) caratterizzati da una bassa separazione tra proprietà e controllo⁸⁵, e dalla presenza di grandi azionisti (ad esempio stato, banche, famiglie) che sono anche solitamente coinvolti direttamente nella gestione dell'azienda. In particolare, i proprietari che detengono il controllo possono espropriare valore dagli altri azionisti attraverso il controllo della struttura di governance dell'impresa⁸⁶. In realtà, si configurano numerose differenze potenziali nell'interesse dei principali, così come nelle preferenze di rischio e nelle loro intenzioni di crescita future: nell'ambito del contesto delle FF, i proprietari di famiglia non cercano solo il profitto finanziario dal loro investimento nell'impresa ma anche una misura di "reddito psichico" o una ricompensa emotiva, dal possedere e controllare un'impresa con altri familiari⁸⁷. Tuttavia, nella maggior parte dei gruppi di azionisti di famiglia, la presenza di interessi contrastanti derivanti da diversi obiettivi e norme che possono minare sia la forte competitività che l'unità familiare, portano a fratture che minerebbero il benessere aziendale, spingendo verso i problemi di espropriazione delle minoranze familiari.

1. Nel caso di un piccolo gruppo familiare che possiede completamente la FF, i cui membri sono coinvolti principalmente in posizioni di gestione attive, con conseguente alto allineamento gestione-proprietà, si potrebbe avere una visione più precisa e strategica⁸⁸ e più libertà di intraprendere rischi che potrebbero favorire la crescita dell'azienda. Perché i FF con i piccoli gruppi di proprietari sono quasi completamente privi di problemi di agenzia di tipo I, ma potrebbero comunque essere esposti ai potenziali effetti dannosi dei problemi di agenzia di tipo II-bis (conflitto principale-principale della famiglia) quando i proprietari non sono d'accordo su ciò che è meglio per l'azienda e per la famiglia. Tali disaccordi sorgono a

⁸⁵ R. Laporta et al. 'Law and Finance', 1998.

⁸⁶ T. J. Pukall, A. Calabrò, 'The Internationalization of Family Firms: A Critical Review and Integrative Model', 2013.

⁸⁷ I. Le Breton-Miller, D. Miller, 'Agency vs. Stewardship in Public Family Firms: A Social Embeddedness Reconciliation', 2009.

⁸⁸ K. E. Gersick et al., 'Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business', 1997.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

causa delle differenze nelle identità personali dei proprietari di famiglia, nelle preferenze strategiche, nella percezione del rischio e negli obiettivi. Inoltre, quando vi sono pochi proprietari di famiglie con una notevole quantità di azioni, questi proprietari hanno il potere di porre il veto alle reciproche iniziative, con conseguente rischio complessivo di paralizzare il processo decisionale, influenzando negativamente la crescita dell'azienda.

2. FF con gruppi di proprietari di famiglie di medie dimensioni potrebbero trarre beneficio dalla presenza di diversi punti di vista in relazione alle strategie di crescita, oltre che dalle numerose opportunità di interagire e condividere esperienze e informazioni, sviluppando così una comprensione chiara degli obiettivi dell'azienda⁸⁹. Inoltre, il fatto che i proprietari abbiano percentuali diverse del capitale aziendale potrebbe spronarli ad ascoltarsi di più.

3. Quando la dimensione del gruppo di proprietari di famiglia è grande, è generalmente difficile per questi ultimi convergere su una comprensione condivisa di quale potrebbe essere la migliore opzione di crescita per l'impresa. In presenza infatti di un'alta divergenza di opinioni e di difficoltà nella costruzione del consenso, si potrebbe bloccare il processo decisionale, che include le decisioni per crescita dell'impresa. Gli effetti dannosi delle aspettative divergenti possono essere particolarmente gravi considerando che le partecipazioni e la voce di ciascun proprietario possono essere marginali in un grande gruppo di azionisti (Davis and Herrera, 1998). Anzi, un frammentato gruppo di proprietari familiari può essere riluttante ad investire maggiormente nel business, in particolare se si tratta di investimenti a lungo termine e incerti, il che comporta conseguenti tassi di crescita inferiori⁹⁰.

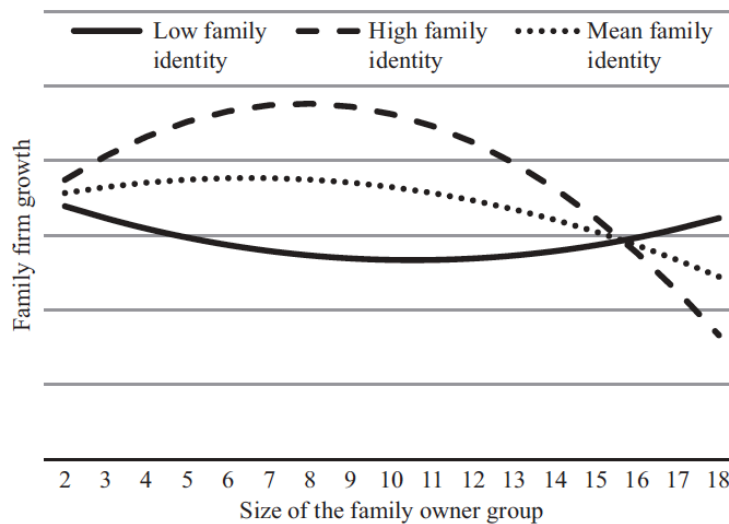
Gli argomenti sopra menzionati suggeriscono l'esistenza di una relazione a forma di U rovesciata tra la dimensione del gruppo proprietario di famiglia

⁸⁹ H. Chen, W. Hsu, 'Family Ownership, Board Independence, and R&D Investment', 2009.

⁹⁰ M. Bertrand, A. Schoar, 'The Role of Family in Family Firms', *Journal of Economic Perspectives*, 2006.

e la crescita dell'azienda: tale relazione viene moderata dal grado a cui la famiglia si identifica con l'azienda⁹¹, (Figura 4).

Figura 4. *The moderating effect of business family identity for family firms younger than 100 years old*



2.3.1 Il ruolo dell'identità familiare con l'azienda

Per identità familiare con l'azienda si fa riferimento alla stretta identificazione della famiglia proprietaria con l'impresa. Si riferisce al significato che i proprietari di famiglia attribuiscono alla famiglia come istituzione ed include specifici tipi di relazioni interpersonali e aspettative comportamentali legate a queste relazioni⁹².

Da un lato, una forte identità familiare può portare i proprietari della famiglia a sentire sovrapposte famiglia ed azienda nella misura in cui le azioni funzionali all'azienda sono viste come positive per la famiglia e c'è maggior propensione a prendere decisioni a vantaggio dell'azienda, e della sua

⁹¹ A. Calabrò, G. Campopiano, R. Basco, 'Principal-principal conflicts and family firm growth: the moderating role of business family identity', 2017.

⁹² P. Berrone et al., 'Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research', *Family Business Review*, 2012.

reputazione, nel lungo termine⁹³. Inoltre, si è visto come le famiglie proprietarie, investendo gran parte della loro ricchezza, nonché la loro reputazione, nell'azienda, abbiano forti incentivi affinché l'azienda ottenga performance positive⁹⁴. Tale fenomeno viene anche riconosciuto da investitori e creditori, che riducono così il costo del capitale. D'altra parte, le considerazioni familiari possono intromettersi ed inquinare le decisioni commerciali e viceversa⁹⁵.

Nel caso in cui invece i proprietari familiari non sentono l'identificazione con l'azienda, si dimostrano più focalizzati sull'ottenimento di un flusso di reddito regolare e sicuro, comportando come conseguenza maggior promozione e sostegno di strategie conservative che mirano ai dividendi nel breve termine, a discapito della liquidità dell'impresa, e che potrebbero a loro volta danneggiare la crescita dell'azienda⁹⁶.

Quando i proprietari di famiglia non si identificano con l'azienda infatti aumenta la probabilità di avere conflitti *principal-principal* familiari, con conseguenze dannose per la crescita.

Pertanto, soprattutto quando aumenta la dimensione del gruppo proprietario di famiglia, l'identificazione comune e condivisa dei membri familiari con l'azienda gioca un ruolo estremamente importante nella sopravvivenza dell'azienda, consentendo al business di avere ulteriori fasi di crescita.

In sintesi, per beneficiare dei potenziali effetti positivi della condivisione di identità tra famiglia e business, la dimensione del gruppo proprietario familiare non dovrebbe essere né troppo piccolo né troppo grande per raggiungere una crescita più solida⁹⁷. Per quanto riguarda poi il tasso di

⁹³ D. L. Deephouse E P. Jaskiewicz, 'Do Family Firms Have Better Reputations Than Non-Family Firms? An Integration Of Socioemotional Wealth And Social Identity Theories', *Journal Of Management Studies*, 2013.

⁹⁴ R. C. Anderson, D. M. Reeb, 'Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500', 2003

⁹⁵ R. Tagiuri, J. Davis, 'Bivalent Attributes of the Family Firm', 1996.

⁹⁶ S. Claessens et al., 'Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings', *The journal of Finance*, 2002.

⁹⁷ Si è visto come per i piccoli gruppi proprietari familiari, che potrebbero anche avere un numero uguale di quote, con grande potere ed influenza sui risultati strategici, i disaccordi riguardanti la

crescita delle aziende familiari, la letteratura indica che queste ultime sono maggiormente avverse al rischio, crescendo più lentamente di quelle a proprietà non familiare, attraendo manager di minor talento e più avversi al rischio, affinché adottino un comportamento più conservativo⁹⁸. Cucculelli, (2008)⁹⁹ suggerisce che le FF reagiscono più lentamente ai cambiamenti nella domanda di mercato proprio come risultato di un atteggiamento che mira ad evitare i rischi. Tuttavia, la ricerca ha evidenziato l'esistenza di una relazione complessa tra proprietà familiare e crescita. In particolare, si è visto che le aziende a proprietà familiare di piccola dimensione attribuiscono maggior valore ad altri aspetti rispetto alla crescita, mentre le FF di dimensioni maggiore rappresentano una selezione di aziende a proprietà familiare che hanno ambizioni di crescita. Inoltre, quando la crescita aziendale è analizzata in periodi lunghi di tempo, l'influenza negativa della proprietà familiare sulla probabilità di essere una HGF ('high growth firm') si indebolisce ed in alcuni casi diventa anche positiva. Tali risultati vanno a supporto alle teorie che mostrano come le aziende a proprietà familiare abbiano una prospettiva di lungo termine e preferiscano la sopravvivenza e la crescita nel lungo periodo piuttosto che il 'successo' nel breve termine¹⁰⁰. Un simile aspetto influenza anche la possibilità di internazionalizzazione della FF, in quanto investitori stranieri possono essere attratti dal comportamento della proprietà familiare che si impegna in strategie di lungo termine: la presenza di un azionista straniero può essere un'importante fonte di conoscenza di mercati esteri, esperienza internazionale e contatti di business, influenzando quindi

crescita aziendale siano difficili da risolvere anche con una condivisa identità familiare di business; così come per i grandi gruppi proprietari familiari, in cui nessuno è in condizione di esercitare un'influenza come 'lone owners' per la direzione strategica. Questi ultimi conflitti possono essere il risultato di percezioni incompatibili tra gli obiettivi economici e non, che rendono difficile per i proprietari sentirsi parte della stessa unità ('the family'). Calabrò, G. Campopiano, R. Basco, (2017), sopra n. 91.

⁹⁸ C. Gioachino, B. Bertoldi, 'Imprenditore e Capitalismo Familiare tra Strategie di Crescita, Continuità e Legame con il Territorio', 2016.

⁹⁹ M. Cucculelli, 'Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms', 2008.

¹⁰⁰ C. M. Bjuggren, S. Daunfeldt, D. Johansson, 'High-growth firms and family ownership', *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 2013.

positivamente l'internazionalizzazione¹⁰¹.

¹⁰¹ D. Cerrato, M. Piva, ‘The Internationalization Of Small And Medium-Sized Enterprises: The Effect Of Family Management, Human Capital And Foreign Ownership, 2010.

CAPITOLO III

NETWORK ED ALLEANZE STRATEGICHE

SOMMARIO: 3.1 Complessità del mercato – 3.2. Approccio Relazionale – 3.2.1 *Fonti del vantaggio competitivo interaziendale* – 3.2.2 *Ruolo della governance* – 3.3 L’impresa-rete – 3.3.1. *Reti di imprese*

3.1 Complessità del mercato

Il riallineamento delle risorse di un’azienda alla nuova e più sfidante domanda del mercato ha fatto sì che emergessero strategie di collaborazioni e partnerships con altre organizzazioni aziendali come strumento chiave del processo del ‘*going to market*’, creando delle tipologie di strutture organizzative verticalmente ‘disaggregate’¹⁰², caratterizzate da flessibilità, specializzazione, ed un’enfasi sulla gestione delle relazioni più che sulle transazioni di mercato al fine di rispondere in maniera veloce e flessibile appunto agli accelerati cambiamenti di tecnologia, concorrenza e preferenze dei consumatori, (Webster, 1992).

Una possibilità per le aziende di fronteggiare la crescente complessità e gli alti gradi di rischio del mercato è rappresentata dalle strategie di collaborazione.

I principali fattori di complessità possono essere riassunti in:

- aumentata competizione, spesso derivante da nuovi fonti, nuovi tipologie di competitor e nuove tecnologie, domestiche ed oltreoceano;
- aumentate aspettative relative a servizio e qualità da parte dei consumatori che appaiono più informati e richiedono quindi maggiori competenze;
- pressioni da distributori con forte potere contrattuale;
- internazionalizzazione dei mercati e quindi della competizione trainata dall’e-commerce;
- veloce tasso di cambiamento di tecnologie e mercati, che richiede una maggiore reattività da parte delle organizzazioni;

¹⁰² R. Miles, C. Snow, ‘Fit, Failure and The Hall of Fame’, *California Management Review*, 1984.

- mercati più turbolenti e meno prevedibili, il che comporta maggiori difficoltà nel giocare d'anticipo¹⁰³.

Nel considerare strategie di collaborazione, i manager dovrebbero focalizzarsi sulle core competences apportate all'alleanza da ciascun partner, e su benefici e debolezze associati con la specializzazione e l'outsourcing, oltre che sulle effettive capacità dell'azienda di gestire tali strategie in un ambiente organizzativo molto differente.

3.2 Approccio Relazionale

La *Relational View*¹⁰⁴ presuppone che le risorse critiche di un'azienda possano essere racchiuse nelle risorse e routine interaziendali, individuando la fonte del vantaggio competitivo nella relazione tra le aziende. Inizialmente, Porter (1980) e la '*industry structure view*' hanno associato i rendimenti superiori delle aziende alle caratteristiche favorevoli del determinato settore in cui operavano (ad es. potere negoziale, barriere all'entrata, ecc.), individuando così nell'industria l'unità primaria di analisi. L'altro filone di letteratura invece ha seguito la '*resource-based view*', secondo la quale le aziende che riescono ad accumulare risorse e capacità rare, non sostituibili, di valore e difficili da imitare ottengono un vantaggio competitivo sulle aziende concorrenti, individuando così nell'azienda la principale unità di analisi.

Entrambe le prospettive tuttavia non considerano che i vantaggi (o svantaggi) di un'impresa sono spesso collegati ai vantaggi (o svantaggi) del network di relazioni intrecciate dall'azienda, per cui le risorse critiche della stessa andrebbero estese oltre i suoi confini. Studi recenti suggeriscono che è possibile ottenere vantaggi di produttività nella catena del valore quando i 'trading partners' sono disposti ad effettuare investimenti specifici della

¹⁰³ D. W. Cravens, 'Strategic alliances and networks', 1997.

¹⁰⁴ J. H. Dyer e H. Singh, 'The Relational View: Cooperative Strategy and Source of Interorganizational Competitive Advantage', 1998.

relazione, combinando le risorse in maniera unica¹⁰⁵, indicando quindi che nelle relazioni inter-organizzative idiosincratiche una fonte importante di rendite relazionali¹⁰⁶ e vantaggio competitivo. La *relational rent* si definisce come un profitto maggiore (*supernormal*) generato congiuntamente in una relazione di scambio attraverso contributi congiunti idiosincratici da parte di ciascun partner, e che quindi non potrebbe essere generata da nessuna delle aziende prese in considerazione come singole entità. In definitiva, le *relational rents* sono possibili quando le aziende partner combinano, scambiano o investono in attività idiosincratiche, conoscenza e risorse/capacità, e/o impiegano efficaci meccanismi di governance che riducono i costi di transazione o consentono la realizzazione di rendite relazionali attraverso la combinazione sinergica di attività, conoscenza o capacità.

3.2.1. Fonti del vantaggio competitivo interaziendale

Secondo la *relational view* le fonti dei vantaggi competitivi derivanti da rapporti inter-organizzativi rientrano nelle seguenti quattro categorie che andremo a descrivere di seguito: investimenti in attività specifiche della relazione; scambio sostanziale di conoscenza, incluso quello derivante dall'apprendimento congiunto; la combinazione di risorse o capacità complementari ma scarse, che ha come conseguenza la congiunta creazione di nuovi prodotti, servizi o tecnologie unici; minori costi di transazione rispetto alle alleanze dei competitor, attraverso efficaci meccanismi di governance.

1. Attività/Beni specifici della relazione.

Quando le aziende sono disposte ad effettuare degli investimenti specifici della transazione/relazione, possono ottenere vantaggi di produttività nella catena del valore. Essi si distinguono in:

¹⁰⁵ B. Asunama, 'Manufacturer-Supplier Relationships in Japan and The Concept of Relation-Specific Skill', 1989.

¹⁰⁶ Tecnicamente si tratta di 'quasi-rents' perché non permanenti per natura. Peteraf definisce le quasi-rents come 'returns that exceed a factor's short run opportunity cost... (and) are an excess over the returns to a factor in its next best use', (1994). L. Pirolò, 'La gestione d'impresa in una prospettiva relazionale', 2013.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- a. *Site-specificity*, quando successivi stadi di produzione si trovano in prossimità tra loro, riducendo così i costi di trasporto e di coordinamento¹⁰⁷.
- b. *Physical asset specificity*, quando si effettuano investimenti di capitale materiale specifici per la relazioni, su misura per gli specifici partner, (come ad es. macchine personalizzabili), che consentono la differenziazione del prodotto e possono migliorarne la qualità.
- c. *Human asset specificity*, riferita al know-how specifico della relazione accumulato dalle parti attraverso relazioni di lungo termine, derivante dalla constatazione che la co-specializzazione umana aumenta quando le parti sviluppano esperienza nel lavorare insieme e accumulano informazioni, linguaggio e know-how specializzati, consentendo una comunicazione efficiente ed efficace, che riduce quindi errori di comunicazione, e di conseguenza migliorando la qualità ed incrementando lo *speed-to-market*.

L'abilità delle parti di generare *relational rents* sono influenzate da due sottoprocessi. In primo luogo, la lunghezza in termini di anni dei meccanismi di governance delineati come salvaguardia da comportamenti opportunistici influenza la propensione delle parti ad effettuare investimenti in *relation-specific assets*, generalmente più durevoli e costosi. Per cui maggiore è la durata dei meccanismi di salvaguardia da un eventuale opportunismo, maggiore sarà il potenziale di generare tali rendite attraverso investimenti in asset specifici della relazione. Inoltre, maggiore è il volume delle transazioni tra i partner, maggiori saranno le possibilità di generare le *relational rents*, perché essi potranno adottare strutture di governance più specializzate e

¹⁰⁷ J. H. Dyer, 'Specialized Supplier Networks as a Source of Competitive Advantage: Evidence from The Auto Industry', 1996.

complesse.

2. Routine per consentire la condivisione della conoscenza inter-organizzativa.

Le aziende spesso apprendono dalla collaborazione con altre aziende, rendendo così l'apprendimento inter-organizzativo un fattore critico per il successo competitivo. I partner di un'alleanza quindi hanno la possibilità di aumentare il potenziale di ottenere *relational rents* attraverso maggiori investimenti in routines per condividere la conoscenza, e dunque in quelle interazioni inter-organizzative che consentono il trasferimento, la ricombinazione o la creazione di conoscenza specializzata¹⁰⁸. Si tratta di processi interaziendali istituzionalizzati volutamente designati a facilitare gli scambi di conoscenza tra i partner dell'alleanza, i quali dunque se riescono a trasferire know-how¹⁰⁹ con efficacia avranno maggiore probabilità di performare al di sopra dei competitor che invece non ne sono in grado.

La capacità di sfruttare fonti di conoscenza esterna risulta essere una funzione di una precedente conoscenza correlata ovvero dell'*'absorptive capacity'* dell'azienda, definita genericamente come l'abilità di un'azienda di riconoscere il valore di nuova, esterna informazione, assimilarla e applicarla per fini commerciali¹¹⁰. Se però il focus viene posto sui partner di un'alleanza, allora definiamo la *'partner-specific absorptive capacity'* come l'abilità sviluppata da un'azienda di riconoscere e assimilare conoscenza rilevante da un particolare partner dell'alleanza, diventando una funzione del grado a cui i partner hanno sviluppato routines di interazione che massimizzano

¹⁰⁸ R. M. Grant, 'Toward a Knowledge-Based Theory of The Firm', 1996.

¹⁰⁹ La letteratura divide la conoscenza in informazione e know-how. L'informazione è facilmente codificabile,

e conosciute le regole di decifrazione, può essere trasmessa senza perdita sostanziale di integrità; il know-how invece include la conoscenza tacita, difficile da imitare e trasferire, (Per approfondimenti, si veda Kogut & Zander, 1992). Si comprende perché il know-how si traduce in vantaggi sostenibili.

¹¹⁰ W. M. Cohen, D. A. Levinthal, 'Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation', 1990.

la frequenza e l'intensità delle interazioni sociotecniche. E' indispensabile per il successo di tali trasferimenti che gli individui all'interno delle aziende partner si conoscano al punto da sapere *'who knows what'* e dove risiedono le competenze critiche in ciascuna azienda¹¹¹. Naturalmente, visto che il trasferimento di know-how comporta tipicamente dei costi per le aziende coinvolte, (Szulanski,1996), sarà necessario creare un sistema di incentivi per allineare le parti sul comportamento trasparente, per indurle al trasferimento di conoscenza ed eliminare il rischio di *'free riding'*¹¹². Tali incentivi possono essere di natura finanziaria ovvero norme informali di reciprocità.

3. Dotazioni di risorse complementari.

La capacità di un'azienda di generare rendite dalle proprie risorse può richiedere che esse vengano utilizzate in combinazione con le risorse complementari di un'altra azienda. Si tratta dunque di risorse distintive dei partner che unite generano maggiori rendite rispetto alla somma di quelle ottenute dalle dotazioni di ciascun partner. Tali risorse devono essere indivisibili così da creare un incentivo per ciascuna azienda per formare un'alleanza al fine di accedere alle risorse complementari in oggetto, che combinate tra loro producono un effetto sinergico acquisendo maggior valore proprio per la combinazione. Di conseguenza, queste alleanze raggiungono un posizionamento competitivo più forte di quello ottenibile singolarmente. Tuttavia, nella pratica non è semplice riconoscere il valore potenziale delle risorse combinabili tra le aziende. Tale capacità varia da azienda a azienda in quanto differiscono per precedenti esperienze di alleanze e nell'abilità

¹¹¹ J. H. Dyer, H. Singh, (1998) sopra n. 104.

¹¹² Il termine *free-riding* indica la situazione in cui vi è la presenza di una moltitudine di piccoli azionisti, ognuno dei quali è detentore di una modesta quota proprietaria, il singolo investitore non ha sufficienti incentivi a spendere tempo e denaro nel monitoraggio e lascerà il compito agli altri azionisti, traendo gratuitamente vantaggio dal loro sforzo. In questo caso si può far riferimento al disinteresse dei partner dell'alleanza.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

di acquisire informazioni sui partner potenziali all'interno del proprio network socio-economico. Infatti, le aziende con maggior esperienza nel campo delle alleanze e collaborazioni strategiche hanno maggiori possibilità di intraprendere future alleanze, e ciò per aver sviluppato capacità di alleanza e reputazione. Inoltre, molte aziende stanno creando all'interno della propria organizzazione una funzione specifica per la ricerca di eventuali partner e alleanze strategiche, ed in seguito per il loro monitoraggio e coordinamento, così da accumulare delle ‘practices’ sulla gestione delle alleanze strategiche.

Tuttavia, non basta individuare un potenziale partner con le risorse strategiche complementari richieste: all'individuazione dovrà necessariamente seguire lo sviluppo della ‘*organizational complementarity*’, ovvero i meccanismi organizzativi che consentono di accedere ai benefici derivanti dalle risorse strategiche complementari. Le rendite relazioni infatti possono essere realizzate solo se le aziende possiedono sistemi e culture compatibili tra loro, tali da facilitare l'azione coordinata.

3.2.2 Ruolo della governance

La governance gioca un ruolo chiave nella creazione di rendite relazionali in quanto va ad influenzare – riducendoli – i costi di transazione e la volontà dei partner ad impegnarsi in iniziative di creazione del valore, quali investimenti in assets specifici della relazione, condivisione della conoscenza, combinazione di risorse strategiche competitive. Il valore di una risorsa specializzata infatti espone chi la possiede ad un maggior rischio di opportunismo rispetto ad una risorsa generale¹¹³. I partner di un'alleanza hanno una duplice possibilità di proteggersi, attraverso i seguenti meccanismi di governance: da un lato, ci si affida a ‘*third-party enforcement*’ degli

¹¹³ B. Klein et al., ‘Vertical Integration, Appropriable Rents, and The Competitive Contracting Process’, *Journal of Law and Economics*, 1978.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

accordi, attraverso ad es. contratti legali, a cui si rifà la teoria dei costi di transazione di Williamson (1980); dall'altro si trovano i meccanismi di 'self-enforcement', (Telser, 1980), che possono a loro volta distinguersi in formali – in termini finanziari e di investimento – ed informali, quali fiducia ed 'embeddedness'¹¹⁴. La prima tipologia va ad allineare intenzionalmente gli incentivi economici delle parti, essendo consapevoli che il valore economico del meccanismo di allineamento ovvero dei simmetrici investimenti in asset co-specializzati, diminuisce in caso di comportamento opportunistico¹¹⁵, ed aumenta in caso di cooperazione tra le parti. La seconda tipologia invece si basa su meccanismi informali quali fiducia (esperienza diretta) o reputazione (esperienza indiretta), che si sono dimostrati essere efficaci, comportando altresì un risparmio di costi¹¹⁶. Le aziende che quindi riescono ad allinearsi efficacemente attraverso appropriate strutture di governance avranno un vantaggio competitivo sulle parti concorrenti che non ne sono in grado e quindi si troveranno in situazioni di disallineamento, causate da incertezza e razionalità limitata. Attraverso meccanismi informali si evitano i costi di redazione dei contratti, così come quelli della stipulazione di un nuovo contratto al termine del primo, ed anzi tali meccanismi quali fiducia o *embeddedness* si rafforzano col crescere della familiarità e della relazione tra le parti, (Gulati, 1995; Larson,1992); e sicuramente, tali meccanismi informali, a differenza di quelli formali che possono essere imitati con maggior facilità dai competitor, hanno maggiori probabilità di generare rendite relazionali, essendo socialmente complessi ed idiosincratici. Tuttavia, essi hanno bisogno di tempo per svilupparsi, richiedendo una storicità di rapporti ed interazioni, e sono soggetti al cd. 'paradox of trust': sebbene la fiducia

¹¹⁴ Il concetto di embeddedness assume come punto di vista teorico che i comportamenti degli individui non si basano solamente su calcoli individuali ed economici, ma anzi sono fortemente strutturate dai network, dalle istituzioni, dalle norme e dai valori che caratterizzano un particolare contesto sociale.

¹¹⁵ W. G. Ouchi, J. H. Dyer, 'Japanese-Style Partnerships: Giving Companies a competitive Edge', 1993.

¹¹⁶ C. W. L. Hill, 'National Institutional Structures, Transactional Cost Economizing and Competitive Advantage: The Case of Japan', 1995.

stabilisca norme ed aspettative riguardanti il comportamento appropriato nella relazione, riducendo così la percezione del rischio nello scambio tra le parti, al contempo essa racchiude l’opportunità di abusarne adottando comportamenti opportunistici¹¹⁷. Di conseguenza, spesso accade che entrambe le tipologie di meccanismi di governance vengano messe in atto simultaneamente tra le parti.

3.3 L’Impresa-Rete

Nello scenario appena configurato, appare doveroso introdurre l’organizzazione a rete come nuova forma di struttura organizzativa, che necessita di una forte integrazione tra le aziende, nonostante esse mantengano la propria autonomia legale. L’attivazione di tali sistemi è rappresentata dalla cooperazione di lungo periodo che regola la competizione. Tale configurazione si pone ad un livello intermedio tra le gerarchie organizzative e le transazioni di mercato, attribuendo importanza a ciascuna impresa connessa in base alla loro rilevanza nei processi, piuttosto che per dimensione.

Il modello organizzativo dell’imp è composto da un’impresa centrale-strategica, da poli operativi, costituiti da imprese o direzioni funzionali interne all’impresa centrale e da sistemi di piccole imprese¹¹⁸. La partecipazione ad una rete esprime la capacità di un’impresa, specie se si tratta di piccola o media impresa, sia di utilizzare le proprie relazioni per accedere ad una maggiore varietà di risorse tecnologiche e di mercato che da sola non sarebbe in grado di raggiungere, sia di migliorare, quindi, il proprio vantaggio competitivo. I differenti livelli a cui opera l’impresa rete¹¹⁹ per fronteggiare un

¹¹⁷ M. Granovetter, ‘Economic Action and Social Structure: The Problem of embeddedness’, *American Journal of Sociology*, 1985.

¹¹⁸ ‘L’impresa rete. Riconoscerla, Progettarla, Gestirla’, Workshop internazionale per il management, 1988.

¹¹⁹ 1. “Livello dei processi generali, cui partecipano enti, clienti, fornitori, imprese e istituzioni” che riguarda il contesto esterno e gli equilibri istituzionali; 2. “livello di impresa – grande media o piccola – con un proprio sistema di diritti e decisioni” che fanno riferimento alle dimensioni di proprietà e governance; 3. “livello di microstrutture” riguardante le dimensioni dell’accomunarsi e realizzare. F. Butera, ‘L’organizzazione a rete attivata da cooperazione, conoscenza, comunicazione, comunità: il modello 4C nella Ricerca e Sviluppo’, 1995.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

dinamico e sempre più incerto scenario competitivo, dovranno agire secondo il modello delle 4C, caratterizzato da:

- Cooperazione intrinseca: tra i membri della rete con obiettivi comuni e condivisi;
- Comunicazione estesa: prevede varie forme di comunicazione che vanno oltre i confini dell’organizzazione e presuppone l’esistenza di valori e obiettivi dei gruppi sociali che mirano alla comunicazione;
- Conoscenza condivisa: in quanto all’interno dell’organizzazione, i membri dovranno condividere e promuovere la conoscenza, che acquista quindi un ruolo primario, così come la sua gestione¹²⁰;
- Comunità performante: che protende verso l’innovazione, orientata ai risultati.

3.3.1 Reti di imprese

Uno strumento che può essere particolarmente utile per le piccole-medie imprese che mirano ad intraprendere rapporti di collaborazione di carattere strategico è la costituzione di un contratto di rete, finalizzato al raggiungimento di obiettivi di innovazione ed aumento della capacità competitiva. La rete di imprese infatti costituisce uno strumento giuridico-economico che ha il vantaggio di comportare flessibilità contrattuale e costi contenuti, consentendo di sperimentare sinergie comuni tra imprese autonome ma che sono intenzionate ad avvicinarsi gradualmente a forme aggregative maggiori. Attraverso la sottoscrizione del ‘Contratto di rete’, le aziende partecipanti si impegnano reciprocamente, in attuazione appunto di un programma comune, a collaborare in forme ed ambiti attinenti alle proprie attività, scambiando informazioni e/o prestazioni di natura industriale, commerciale, tecnica o tecnologica e/o realizzando in comune determinate

¹²⁰ Lo sviluppo delle conoscenze o knowledge management significa identificare, gestire e valorizzare cosa l’organizzazione conosce o potrebbe conoscere: skill ed esperienze delle persone, relazioni con clienti e fornitori, materiali conservati in database elettronici,.... T. H. Davenport et. al, ‘Improving Knowledge Work Processes’, 1996.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

attività attinenti all’oggetto di ciascuna impresa¹²¹. Tale forma organizzativa cambia l’approccio allo scenario competitivo attraverso un’ottica ‘win-win’, in quanto l’aggregazione diventa lo strumento per consentire soprattutto a piccole e medie imprese di crescere ed accrescere, individualmente e collettivamente, la capacità innovativa, la visibilità e la competitività sul mercato, facendo leva sulle tecnologie orizzontali e sulla condivisione di conoscenze e risorse.

La rete di imprese, inoltre, può divenire un utile strumento anche per le grandi imprese, consentendo ad aziende specializzate in campi diversi di sfruttare la sinergia della rete per rafforzare il proprio business o per svilupparne uno nuovo, nonché per gestire e superare momenti di crisi, servendosi dell’esperienza delle altre imprese partecipanti, operando eventualmente anche in contesti internazionali.

La collaborazione deve coinvolgere ambiti attinenti le attività delle imprese partecipanti (es. creazione di un marchio comune, definizione di una politica dei prezzi, creazione di gruppi di acquisto, ecc.); e può prevedere lo scambio di informazioni o prestazioni di natura industriale, commerciale, tecnica o tecnologica, assumendo la forma di una rete di coordinamento, oltre all’esercitare in comune una o più attività rientranti nell’oggetto della propria impresa, divenendo così una rete associativa¹²².

La flessibilità oltre che riguardare il carattere operativo della rete, riguarda anche l’ambito della forma legale da realizzare, in quanto la legge lascia ampia scelta ponendo come unica condizione che le attività gestite dalla rete siano attinenti all’esercizio dell’impresa.

¹²¹ Reti di imprese, Consorzio per l’innovazione tecnologica.

¹²² Le reti di imprese sono disciplinate dalla Legge n. 33 del 9 aprile 2009 “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5, recante misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi”, come modificata dal D.L. n. 78 del 31 maggio 2010, convertito in Legge n. 122 del 30 luglio 2010.

CAPITOLO IV

IL CONTESTO ITALIANO

SOMMARIO: 4.1 Evoluzione del contesto italiano – 4.1.1 *Struttura dei grandi gruppi Italiani* – 4.1.2 *Aziende non quotate* – 4.1.3 *Aziende quotate* – 4.1.4 *Aziende quotate: evoluzioni* – 4.2 Criticità del contesto italiano – 4.3 Market for Corporate Control – 4.3.1 *Tipologie e finalità dell’Opa* – 4.3.2. *Disposizioni in favore dei trasferimenti di controllo* – 4.3.3 *Evoluzioni regolamentari*

4.1 Evoluzione del contesto italiano

L’Italia presenta una struttura industriale caratterizzata da un elevato numero di imprese di piccole e medie dimensioni, che se da un verso hanno da sempre costituito il motore della crescita del Paese¹²³, dall’altro esse non hanno saputo favorire lo sviluppo di un mercato dei capitali efficiente, il quale permane sottosviluppato se comparato non solo agli USA ma anche ad altri Paesi Europei. Di conseguenza, tali imprese non riescono ad ottenere le risorse finanziarie di cui abbisognano per espandersi¹²⁴. In realtà, nella maggioranza delle imprese italiane, in cui la proprietà è concentrata nelle mani di una famiglia, la crescita è limitata anche dall’avversione del proprietario-manager a condividere il controllo con membri esterni, non familiari. Tuttavia, negli ultimi anni, si è assistito ad un cambiamento del mercato finanziario italiano, derivato dall’evoluzione del contesto economico internazionale, così come dalle pressanti spinte comunitarie in ambito legislativo e dalla volontà di rendere il sistema delle imprese italiane maggiormente competitivo.

In particolare, il sistema di governance italiano, tradizionalmente fondato sulla forte concentrazione proprietaria, è stato profondamente segnato dai progressi in ambito economico-finanziario quali il crescente ruolo degli investitori istituzionali nei mercati finanziari, la privatizzazione dei mercati del capitale, l’introduzione dei codici di corporate governance, il miglioramento della legge sui risparmi volta a rafforzare la protezione degli azionisti. Un’analisi

¹²³ G. Becattini, ‘From Marshall’s to Italian “Industrial Districts”. A Brief Critical Reconstruction, 1990.

¹²⁴ R. E. Carpenter, L. Rondi, ‘Italian Corporate Governance, Investment, and Finance’, 2000.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

dell'evoluzione delle caratteristiche della corporate governance dell'economia italiana¹²⁵ può essere utile per comprendere il livello di performance ad esse associato.

Agli inizi degli anni '90, le inefficienze e le problematiche venivano correlate principalmente ad una protezione inefficiente degli investitori¹²⁶, per cui nel periodo intercorrente tra il 1990 e il 2005 si è dato vita ad una serie di riforme che assicurassero una migliore protezione agli investitori attraverso: una maggiore indipendenza del *board*, che include un aumento della trasparenza; un aumento del potere degli azionisti, in termini di maggiore partecipazione, semplificazione dell'esercizio dei voti, soglia inferiore per l'esercizio dei diritti della minoranza; una disciplina dei *takeovers* e delle difese post-offerta; un allargamento della *disclosure*, favorita dal *corporate code*, (anche in materia di retribuzione degli *executives*). Tali cambiamenti hanno fornito la base affinché l'Italia potesse allinearsi agli standards internazionali, il che a sua volta si presenta come condizione strumentale per vedere un incremento della crescita delle aziende italiane. Allo scopo di valutare gli effetti dei recenti sviluppi, è necessario analizzare le peculiarità dei gruppi familiari italiani e la corporate governance sia per le aziende quotate che non.

4.1.1 Struttura dei grandi gruppi Italiani

Alcune caratteristiche dei gruppi di imprese italiani forniscono un supporto alla spiegazione del perché così tante aziende sono ancora controllate da una singola famiglia. In particolare, la struttura piramidale è rappresentativa dei grandi gruppi italiani che vedono una holding company a capo, la quale gestisce tutte le attività del gruppo. Tra le holding e le aziende operative alla base vi è solitamente un numero di sub-holding con differenti scopi e caratteristiche. Attraverso molteplici meccanismi spesso strettamente connessi tra loro, si viene a costituire un sistema il cui obiettivo è consentire allo

¹²⁵ M. Bianchi, M. Bianco, 'Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions', 2006.

¹²⁶ R. LaPorta et al., (1998), sopra n. 85.

shareholder principale della holding company di mantenere il controllo su una grande quantità di *assets*.

Al primo posto si colloca il meccanismo della leva azionaria¹²⁷, quale tecnica antica che consente agli azionisti di maggioranza di detenere il controllo del maggior numero possibile di imprese/risorse, con una limitata quantità di capitale¹²⁸, attraverso partecipazioni a cascata.

Un ulteriore meccanismo che apporta benefici alla famiglia controllante è la quotazione delle aziende sotto il proprio controllo: in tal modo, si ottiene un immediato flusso di capitale derivante dalla vendita di un gran numero di azioni oltre alla possibilità di raccogliere fondi in futuro sia attraverso la vendita di azioni non necessarie per detenere il controllo che con l'incremento di capitale.

Per raccogliere capitale senza perdere il controllo del proprio gruppo, le famiglie proprietarie possono poi emanare azioni senza diritto di voto ovvero con limitato diritto di voto. Dagli anni '90 in poi si è vista una riduzione nell'utilizzo di tale tipologia di azioni perché non sembravano soddisfare pienamente gli interessi della famiglia, a causa degli alti dividendi da distribuire per queste azioni, in vista della limitazione sui diritti di voto, e degli interessi degli azionisti esterni, in quanto il valore di tali quote è generalmente inferiore a quello delle azioni con pieni diritti di voto¹²⁹.

¹²⁷ Si ipotizzi che una persona fisica che detiene il 51% delle partecipazioni della società A (capogruppo), che a sua volta detiene il 51% del capitale della società B (finanziaria di partecipazione), che a sua volta detiene il 51% del capitale della società C (finanziaria di partecipazione), che a sua volta detiene il 51% del capitale della società D (società operativa), che possiede attività reali pari a €10.000. Il restante 49% delle società A,B,C,D si assume detenuto da azionisti disinteressati alle vicende gestionali della società ed interessati esclusivamente al rendimento finanziario del proprio investimento. Ipotizzando ancora che le società siano interamente finanziate da capitale di rischio, in assenza di azioni prive di voto, la misura dell'investimento necessario all'azionista di controllo per controllare la maggioranza di risorse detenute dalla società operativa a valle è denominato controllo integrato ed è pari al prodotto delle quote di partecipazione detenute su ogni singolo livello della catena piramidale. Nel caso illustrato ad esempio, si avrebbe $51\% \times 51\% \times 51\% \times 51\% = 6,80\%$: l'azionista di controllo attraverso un investimento di €680, pari al 6,80% di €10.000, ne controllerebbe l'intero valore, amplificando così il proprio potere di controllo rispetto all'investimento realmente posto in essere. M. F. Briamonte, 'Le pratiche di earnings management nei gruppi piramidali italiani', 2018.

¹²⁸ F. Barca, M. Bercht, 'Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy', 2001.

¹²⁹ A. Zattoni, 'The structure of corporate groups: the Italian Case', 1999.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Le aziende italiane si sono poi generalmente contraddistinte nel tempo per un rapporto di debito su capitale superiore rispetto alle aziende locate in altri paesi. Ciò deriva in primis dai maggiori vantaggi fiscali ottenibili dalle aziende con debiti più elevati in quanto l'interesse è deducibile dalle tasse, al contrario dei dividendi; inoltre, in alcuni casi, gli azionisti di controllo preferiscono finanziare l'azienda attraverso nuovo debito, acquistando bonds di lungo termine emanati dall'azienda stessa, poiché tale opzione gli consente un risparmio di tasse sulle entrate personali; infine, il debito – entro certi limiti – consente agli azionisti di controllo di finanziare tutti gli investimenti necessari, continuando a mantenere il controllo dell'azienda. Gran parte di tale debito consiste in prestiti ottenuti da banche ed istituzioni finanziarie, che rivestono un ruolo fondamentale nel finanziamento delle aziende Italiane. Negli ultimi decenni, tuttavia, più di un gruppo ha vissuto un crollo ovvero la vendita di diversi *assets* per riuscire a mantenere il controllo, come conseguenza di un rapporto debito-capitale eccessivamente elevato, che si traduce in una fragile struttura finanziaria, specialmente quando si tratta di holding companies, che quindi ricevono capitale attraverso il flusso di dividendi. E' per tale motivo che si è poi assistito alla formazione di coalizioni di banche ed istituzioni finanziarie sotto forma di gruppi, precedentemente controllati da famiglie collassate per ragioni finanziarie.

Infine, i grandi gruppi Italiani tendono a creare una rete di partecipazioni all'interno di essi, che possono essere 'one-way' o 'two-way', attraverso le quali si garantiscono il controllo del gruppo, prevenendo la possibilità che gli azionisti possano vendere le azioni ad altri investitori.

La stabilità della proprietà, che deriva dai suddetti meccanismi caratterizzanti i grandi gruppi di imprese Italiane, ha un impatto positivo sul loro sistema di corporate governance¹³⁰, in quanto può prevenire una gestione miopica dei manager, che mira alla profittabilità di breve termine, oltre a consentire un maggior controllo sul board in modo che i manager non agiscano perseguendo

¹³⁰ A. Zattoni, 1999, vedi sopra n. 129.

i propri scopi, deviando dall'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti. In più, una tale configurazione di una maggioranza di controllo delle aziende appartenenti ad un gruppo scoraggia potenziali tentativi di takeover ostile, anche quando ci sia la sensazione che l'azienda possa essere gestita con maggior efficienza da qualcun altro. Certo, le strutture piramidali creano rischi potenziali per gli azionisti di minoranza perché gli azionisti di controllo potrebbero avere incentivi ad incrementare la ricchezza delle imprese nelle quali essi hanno maggiori quote di capitale, e dunque dividendi, attraverso il meccanismo del *transfer pricing*¹³¹. L'altro aspetto negativo è costituito dalla preferenza delle famiglie proprietarie nel mantenere il controllo del gruppo assumendo ulteriori rischi finanziari piuttosto che realizzare gli investimenti richiesti dalle sfide competitive. Intanto però il processo di globalizzazione tende sempre più a forzare le aziende a crescere, per non perdere il vantaggio competitivo, il che fa desumere che quando gli azionisti di maggioranza non avranno abbastanza fondi per finanziare gli investimenti richiesti che gli consentano di essere competitivi sul mercato, essi dovranno coinvolgere investitori esterni, compromettendo così il proprio controllo.

4.1.2 Aziende non quotate

Partendo dalle aziende non quotate, la concentrazione proprietaria è rimasta stabilmente elevata nel tempo: nella maggior parte dei casi, il controllo è detenuto da persona fisica, seguita da una holding o sub-holding, (che generalmente trova una famiglia al vertice), ed infine da un'azienda non finanziaria, (ad es. parte di un gruppo piramidale). I maggiori cambiamenti intervenuti nel periodo tra il 1990 e il 2005 si possono rinvenire nell'aumento

¹³¹ Il Transfer Pricing indica il meccanismo attraverso il quale i prezzi di vendita non corrispondono all'esatto valore delle merci o dei beni trasferiti, ma sono determinati, nell'ambito di gruppi di società multinazionali, per trasferire utili da paesi ad elevata fiscalità in paesi a bassa fiscalità, cd. paradisi fiscali. L'art. 26 del DL 78/2010 convertito nella L. 122 del 30 Luglio 2010, recependo la direttiva OCSEE sulla libera concorrenza, ha stabilito che dovrà essere dimostrato, attraverso una documentazione redatta secondo uno specifico schema ministeriale, che i prezzi di trasferimento tra imprese associate corrispondono al valore normale dei beni di trasferimento tra imprese indipendenti. 'Transfer Pricing', www.fiscoetasse.com, 2010.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

della presenza di aziende straniere nel ruolo di azionisti di controllo, nella riduzione dell'intervento dello Stato, (grazie al processo di privatizzazione), nell'accorciamento delle catene di controllo, nella (limitata) crescita delle compagnie finanziarie diverse dalle banche, sebbene forme di private equity giochino ancora un ruolo marginale¹³².

In particolare, il peso degli azionisti stranieri nelle imprese italiane ha continuato la sua crescita con effetti positivi sulla gestione in termini di produttività, soprattutto nei casi in cui l'azienda sia mal gestita e abbia di conseguenza un bilancio mal messo¹³³.

Per quanto riguarda poi l'attività di private equity, questa appare ancora limitata rispetto alla dimensione economica e della struttura industriale italiana. Fare private equity significa “effettuare investimenti nel capitale di rischio di società non quotate”¹³⁴, di cui ci sarebbe evidente bisogno in Italia, a causa delle difficoltà del sistema bancario, della sottocapitalizzazione cronica delle aziende e della loro necessità di crescere e di investire per operare con successo in mercati sempre più competitivi ed internazionalizzati. Un primo ostacolo potrebbe essere rappresentato dalla leva finanziaria¹³⁵ utilizzata da molte operazioni di private equity, che, se mal strutturata, potrebbe portare a conseguenze negative per le società partecipate. Tuttavia, in Italia la leva finanziaria è usata da alcuni imprenditori anche in modo più aggressivo rispetto agli operatori di private equity, costituendo tra l'altro solo una parte delle attività di private equity. In molti casi, poi la leva finanziaria rappresenta uno strumento efficace per accelerare le prospettive di sviluppo e di crescita – attraverso acquisizioni – di un'impresa. Un secondo ostacolo alla diffusione

¹³² M. Bianchi, M. Bianco, (2006), sopra n. 125.

¹³³ ‘Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi, Bankitalia, investitori e imprese – Gennaio 2015 Occasional Papers’, 2013.

¹³⁴ F. L. Sattin, ‘Private equity, le opportunità per un vero decollo in Italia’, *www.ilsole24ore.com*, 2018.

¹³⁵ ‘Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria (o "leverage") un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative’, *www.consob.it*

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

del private equity è stato riscontrato nei fondi chiusi: tali strumenti sono adottati dagli operatori di private equity per svolgere la loro attività, ma vengono considerati particolarmente rigidi per quanto riguarda il periodo di investimento e disinvestimento, oltre che criticati per la scarsa liquidità, le modalità di calcolo delle commissioni e la loro stessa entità.

Da ciò emerge una crescente necessità di ricorrere a nuovi strumenti di investimento più flessibili, meno speculativi, più aderenti alle necessità industriali e strategiche delle società partecipate e alle loro tempistiche di realizzazione, e al contempo meno illiquidi e che guardano gli interessi degli investitori. In alternativa al fondo chiuso e alla leva finanziaria, anche in Italia si sono così sviluppate nuovi strumenti di investimento, quali *spac*¹³⁶, *holding* quotate e *club deal*¹³⁷ per identificare aziende ed imprenditori e/o manager promettenti sui quali investire, supportandoli nel loro percorso di sviluppo e di valorizzazione, nella speranza di realizzare un ritorno sull’investimento.

La reale sfida che affronta l’Italia, troppo spesso afflitta da eccessi di normative, è quindi incentrata su flessibilità ed espansione dei nuovi strumenti di investimento, sempre più diversi e articolati, nell’ambito di una regolamentazione chiara e soprattutto competitiva a livello internazionale.

I progressi in ambito private equity e venture capital si stanno riscontrando, avendo visto un 2018 da record in Italia, sfiorando i 10 miliardi di euro di

136 La Special Purpose Acquisition Company (SPAC) è un veicolo di investimento appositamente costituito con l’obiettivo di reperire, attraverso il collocamento dei propri strumenti finanziari sul mercato (“IPO”), generalmente azioni ordinarie con abbinati gratuitamente warrant, le risorse finanziarie necessarie e funzionali al fine di acquisire e/o fondersi (“Business Combination”) con una singola società operativa non quotata (la “Target”). I fondatori (Promoter) costituiscono il management della SPAC: la qualità e lo standing dei Promoter sono i requisiti fondamentali alla base del successo di una SPAC. I Promoter investono il proprio capitale nella SPAC (capital at risk) per finanziare l’attività operativa. ‘Cos’è una *spac*’, www.indstars.it.

137 I club deal sono dei veri e propri sindacati d’investimento tra quegli individui o quelle famiglie molto facoltose che fanno parte dei cosiddetti “High Net Worth Individual” (persone che possiedono un elevato patrimonio netto). Essi si riuniscono in gruppi per effettuare investimenti in imprese al fine di sostenerne lo sviluppo e l’internazionalizzazione, realizzando al contempo un guadagno che vada ad incrementare il proprio patrimonio e a remunerare il rischio. Gli investimenti sono rappresentati da singole società, per vari motivi interessanti, che vengono proposte dai manager del club deal ai propri investitori e nel cui capitale questi ultimi possono entrare in maniera consistente, arrivando addirittura a poter diventare soci di maggioranza. M. Dianda, ‘Club Deal, il futuro del private equity’, www.startingfinance.com, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

investimenti, con un incremento del 15% nel numero delle operazioni, con quasi il doppio di investimenti rispetto al 2017, per il 66% provenienti da operatori internazionali. In termini di numero di operazioni invece la vendita a soggetti privati è stata la principale via d’uscita con il 33% del totale¹³⁸.

A partire dal 2012, inoltre, sono stati introdotti numerosi provvedimenti che attraverso agevolazioni fiscali, nonché governative – le quali hanno rimosso alcuni ostacoli amministrativi – si sono posti l’obiettivo di offrire alle imprese un maggior numero di strumenti per raccogliere capitale e, dunque, per tornare a crescere e competere. Ad esempio, L’Italia è l’unico paese europeo con una normativa organica sull’equity Crowdfunding¹³⁹, che si è posta come obiettivo quello di sviluppare un “ambiente” affidabile in grado di creare fiducia negli investitori.

Sul versante della composizione della proprietà aziendale, sebbene l’alta concentrazione proprietaria resti la modalità principale attraverso cui viene mantenuto il controllo, sono presenti anche ulteriori strumenti che permettono di sostituire ovvero rinforzare le maggioranze di azioni: un primo strumento è ancora rappresentato dai gruppi piramidali, struttura ben nota in Italia – utilizzata, invero, non solo come mezzo di controllo ma anche per ragioni organizzative e/o di incentivi¹⁴⁰ – la cui adozione ha subito un decremento nel tempo; una via differente per assicurarsi il controllo senza detenere la diretta maggioranza di azioni è perseguibile attraverso la creazione di una coalizione tra gli azionisti, che può essere raggiunta attraverso accordi formali, i quali mentre in passato non ricevevano una stabile protezione da parte della legge, sono ora esplicitamente riconosciuti e hanno subito un trend di crescita; infine, vi sono gli articoli delle clausole statutarie che limitano la trasferibilità delle

¹³⁸ ‘Business News’, *www.it.reuters.com*, 2019.

¹³⁹ L’equity crowdfunding è una forma di investimento che consente alla “folla” di investitori (crowd) di finanziare startup innovative e piccole e medie imprese (sia innovative sia non) attraverso portali online autorizzati, erogando un contributo finanziario in cambio di quote societarie delle stesse imprese (equity). L. Maci, ‘Equity Crowdfunding: che cos’è, come funziona e quali sono le piattaforme per start-up e pmi’, *www.economyup.it*, 2019.

¹⁴⁰ F. Barca et al., ‘Assetti Proprietari E Mercato Delle Imprese. Gruppo, Proprietà E Controllonelle Imprese Italiane Medio Grandi’, (1994).

azioni – i quali costituiscono un *reinforcement* ai contratti impliciti tra gli azionisti, in quanto vietano a questi ultimi di vendere le azioni senza l’approvazione degli altri¹⁴¹ – che pure hanno conosciuto un incremento della loro diffusione.

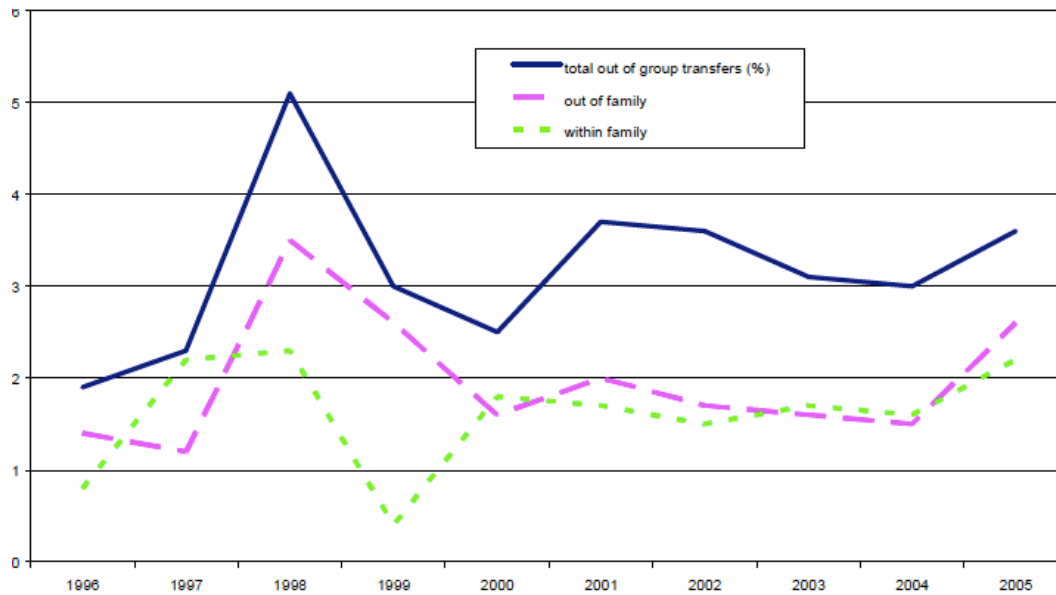
Per quanto riguarda ora il trasferimento del controllo, se appare difficoltoso valutare la presenza di un efficiente *market for corporate control* per le aziende quotate, lo è ancor di più per quelle non quotate. Nel corso dei 10 anni del periodo oggetto di studio, in media il 3% delle aziende (produttrici) italiane hanno vissuto un cambiamento del controllo ogni anno, il quale per la metà delle volte è avvenuto all’interno della famiglia proprietaria, (Figura 5), trattandosi quindi di trasferimenti infra-generazionali, con le connesse inefficienze che la letteratura associa al controllo della 2^a generazione in poi¹⁴². I trasferimenti del controllo delle imprese infatti sembrano essere determinati da fattori diversi a seconda che avvengano all’interno della famiglia controllante o tra soggetti non legati da vincoli di parentela. Nel primo caso, i trasferimenti sembrano essere connessi soprattutto all’avvicendamento generazionale, mentre nel secondo caso essi risultano più frequentemente determinati da situazioni di difficoltà economico-finanziarie dell’impresa successivamente trasferita.

In definitiva, appare delineato un quadro abbastanza stabile della struttura di governance delle aziende italiane non quotate, dove i principali cambiamenti riguardano gli strumenti messi in atto per assicurare un controllo stabile nell’azienda: l’evoluzione di tali strumenti potrebbe favorire una maggiore contestabilità per il controllo, rispetto ai tradizionali gruppi piramidali, sebbene nel complesso non sia stata osservata una riduzione nel livello di concentrazione proprietaria; inoltre, sebbene possa crescere una potenziale contestabilità, la ricerca non mostra alcun incremento di quella effettiva, dal momento che la percentuale dei trasferimenti del controllo permane stabile.

¹⁴¹ Ciò potrebbe indurre le parti ad effettuare investimenti ex-ante.

¹⁴² F. Caselli, N. Gennaioli, ‘Dynastic Management’, 2006.

Figura 4: Trasferimenti del controllo – Aziende non quotate



Fonte: ‘Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?’ M. Bianchi, M. Bianco 2006.

Un incentivo allo sviluppo del mercato dei capitali è offerto dal programma di Borsa Italiana, denominato Elite, nato per fornire formazione e tutoring alle imprese che vogliono intraprendere un percorso di sviluppo organizzativo e manageriale, per avvicinarle ai mercati di capitali attraverso l’inserimento delle stesse in un network internazionale, rafforzandone la capacità di competere, grazie ad un miglioramento della governance ed i rapporti con investitori qualificati. Elite a metà novembre 2018 ha presentato il “Framework di governo societario” attraverso cui fornire alle imprese in fase di crescita e che ambiscono ad accedere al mercato dei capitali un primo approccio strutturato alla corporate governance, con un formato più agile rispetto ai codici di comportamento esistenti, con l’intento di offrire supporto anche a imprese di minori dimensioni, secondo il principio di proporzionalità. Il Framework condivide, con il codice di autodisciplina delle società quotate, alcuni pilastri, quali la centralità dell’organo amministrativo, la suddivisione dei compiti all’interno di tale organo, il criterio della managerialità, focalizzandosi attorno ad alcuni principi guida: la presenza di un organo

amministrativo collegiale, aperto nella sua composizione a figure autonome rispetto alla proprietà; un presidente che garantisca l’efficace funzionamento dell’organo stesso; un capo azienda professionale; un assetto organizzativo, che comprenda procedure idonee a presidiare i rischi aziendali, coerente con gli obiettivi strategici e adeguatamente formalizzato; criteri di remunerazione degli amministratori idonei ad attrarre i talenti necessari per realizzare gli obiettivi strategici dell’impresa¹⁴³.

4.1.3 Aziende quotate

In 15anni, il numero delle aziende quotate è aumentato solo lievemente, nonostante esse siano cresciute considerevolmente in termini di capitalizzazione di mercato, passando da 266, con una capitalizzazione del 13,8% del PIL nel 1990, a 282 con un capitalizzazione pari al 49,1% del PIL alla fine del 2005¹⁴⁴.

Le aziende quotate italiane fanno spesso parte di gruppi piramidali, in cui l’azionista principale si trova al vertice, una serie di aziende alla base, dove si concentrano la maggior parte delle attività del gruppo, ed una catena di aziende holding e sub-holding nel mezzo, come descritto in precedenza.

Un gruppo quotato è costituito da tutte le aziende (quotate e non) collegate da una relazione di controllo all’azienda quotata, ed include dunque tutte le attività economiche che direttamente o indirettamente possono raccogliere capitale sullo *stock market*. Rispetto agli anni ’90, i gruppi quotati sono più piccoli – nonostante siano aumentati nel numero – sia in termini di impiegati italiani, che per numero di aziende facenti parte del gruppo, (Figura 6), e più concentrati sul proprio *core business*. Ciò è spiegabile in primo luogo con il processo di internazionalizzazione (e de-localizzazione) delle attività dei gruppi italiani, che si sono spostati dai settori produttivi più competitivi verso quelli meno competitivi (servizi), ed infine con le contrazioni e le difficoltà

¹⁴³ ‘Relazionecomitato2018’, www.eticanews.it, 2018.

¹⁴⁴ M. Bianchi, M. Bianco, (2006), sopra n.125.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

incontrate da alcuni gruppi industriali¹⁴⁵. Nel complesso, i mutamenti del contesto esterno non paiono essere stati in grado di portare ad una crescita del mercato del capitale come potenziale fonte di finanziamento per le aziende.

Figura 5: Struttura delle aziende quotate

	1992	1998	2001
n. groups	147	164	227
average n. of firms per group	44.6	45.9	33.0
average n. of employees per group	7160	5537	3571
total n. of Italian firms	4159	3518	3257
total n. of foreign firms	2391	4004	4225
Total n. of firms	6550	7522	7482

Fonte: ‘Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?’ M. Bianchi, M. Bianco 2006.

Per quanto riguarda, invece, la corporate governance delle aziende quotate, queste ultime secondo la recente letteratura sarebbero dovute divenire maggiormente *market-oriented*, meno concentrate e più esposte al *market for corporate control*. Tali aziende, inizialmente controllate attraverso un’alta concentrazione proprietaria, associata ad un uso esteso delle strutture piramidali, in anni più recenti hanno mostrato una minore concentrazione della proprietà, – dovuta in parte al processo di privatizzazione ed in parte a nuove quotazioni di aziende più piccole e con un’inferiore concentrazione rispetto a quelle precedenti – una minore adozione delle strutture piramidali ed una più elevata percentuale del controllo attuato per mezzo delle coalizioni, in alcuni casi rafforzate dalla *cross ownership* e dall’*interlocking directorates*.

Le strutture piramidali e le coalizioni, assieme al sistema del *dual class shares*, rappresentano i diversi strumenti utilizzati per esercitare il controllo,

¹⁴⁵ M. Bianchi, M. Bianco, (2006), sopra n.125.

inducendo una separazione della proprietà dal controllo stesso. Andremo di seguito a descrivere tali meccanismi significativi nell’esperienza italiana.

1) *Gruppi Piramidali*

Per quanto riguarda i gruppi piramidali, come già accennato, essi hanno da sempre rivestito un ruolo importante tra le aziende ed i gruppi quotati italiani, ma hanno subito un decremento del *leverage*, ossia del rapporto tra il capitale controllato e quello posseduto¹⁴⁶, e quindi del grado di separazione. Agli inizi degli anni ’90, i gruppi quotati organizzati in forma piramidale miravano da un lato a massimizzare il controllo attraverso il *leverage*, lavorando sulla verticalizzazione della struttura; dall’altro, a gestire, attraverso separate entità giuridiche, un’estesa diversificazione di attività, lavorando sull’ampiezza orizzontale della struttura. Inoltre, l’opacità strutturale di questi gruppi piramidali crea condizioni favorevoli per l’espropriazione dei benefici privati attraverso transazioni infra-gruppo e ristrutturazioni interne. Nel corso del periodo analizzato, si è assistiti ad una drastica riduzione sia nell’ampiezza che nella profondità dei gruppi, giungendo nel 2005 ad una situazione in cui tutti i gruppi presentavano una struttura estremamente semplificata, con un forte decremento della distanza media dal vertice della piramide, (da 2.6 a 2.1).

L’evoluzione così delineata riflette diversi fattori economici che hanno costituito le forze in grado di guidare i gruppi quotati verso assetti semplificati e maggiormente concentrati: in un primo periodo, la riduzione della diversificazione delle attività economiche eseguite da un singolo gruppo; nel secondo periodo, la pressione del mercato, principalmente sollecitata dall’apertura del mercato finanziario italiano agli investitori istituzionali internazionali, verso la riduzione di alcuni strumenti di separazione tra proprietà e controllo, in particolar modo le strutture piramidali.

¹⁴⁶ Per la metodologia, si veda Bianchi et al., (2006), sopra n. 125.

2) *Dual Class Shares e Coalizioni*

Un secondo strumento per controllare un'azienda senza detenere la maggioranza di azioni, come esaminato in precedenza per i gruppi familiari, è fornito dall'emissione di azioni con limitato, (o nessun) diritto di voto – soggette alle restrizioni legali rispetto all'ammontare di tale azioni che possono essere emesse – le quali, mentre nel 1990 avevano una modesta diffusione, nel corso del periodo esaminato hanno subito un decremento nella loro adozione, principalmente perché non apprezzate dagli investitori¹⁴⁷.

Alcuni studi evidenziano come le imprese ricorrano all'emissione di *dual class shares* (due diverse categorie di azioni che conferiscono diversi diritti di voto ed eventualmente patrimoniali) allo scopo di rafforzare la posizione di controllo dell'azionista principale o del management che partecipa al capitale della società¹⁴⁸, proteggendosi dal rischio di scalate ostili. L'emissione di diverse categorie di azioni è più frequente tra le imprese a controllo familiare, a dimostrazione, secondo alcuni autori, del maggiore incentivo a estrarre benefici privati del controllo presenti in tali realtà¹⁴⁹. La decisione di emettere *dual-class shares* può essere anche legata alla volontà da parte dell'azionista di riferimento di reperire capitale per finanziare nuovi investimenti senza però perdere il controllo¹⁵⁰.

Con riferimento, invece, alle coalizioni tra gli investitori, esse possono presentarsi come accordi formalizzati, maggiormente stabili, ovvero informali, basati su fiducia e reputazione. Tale modello di controllo, sebbene già negli anni '90 avesse un ruolo rilevante in termini di peso, nel corso del tempo ha conosciuto una forte diffusione in termini di numero di società che hanno scelto di adottarlo, (Figura 6); si rinviene maggiormente tra le aziende quotate recentemente ed è associata ad una riduzione della concentrazione proprietaria.

¹⁴⁷ M. Bianchi, M. Bianco, (2006), sopra n.125.

¹⁴⁸ S. B. Smart, C. J. Zutter, 'Control as a Motivation for Underpricing: a Comparison of Dual and Single-class IPOs', 2003.

¹⁴⁹ H. Cronqvist, M. Nilsson, 'Agency Costs of Controlling Minority Shareholders', 2003.

¹⁵⁰ K. Lehn et al., 'Do Bad Bidders Become Good Targets?', 1990.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Tutto ciò, però, non si traduce automaticamente in una più elevata contendibilità del controllo dato che comunque meno del 50% è disperso, sia con il controllo della coalizione sia con quello della maggioranza.

Figura 6: Società quotate controllate da coalizioni

	N. companies					Capitalization				
	1990	1998	2001	2003	2005	1990	1998	2001	2003	2005
Shareholders' agreement	5,0	11,0	10,9	12,3	10,9	18,1	7,4	11,5	15,1	16,9
Informal coalition	5,9	16,1	18,4	20,0	23,5	1,0	38,8	16,1	19,4	29,9
All companies controlled by coalitions	10,9	27,1	29,3	32,3	34,5	19,1	46,2	27,6	34,5	46,8

Fonte: ‘Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?’ M. Bianchi, M. Bianco 2006.

Nella letteratura, le strutture piramidali sono state tradizionalmente considerate come gli strumenti ‘peggiori’, poiché comportano gravi problemi di agenzia, anche dovuti all’assenza di trasparenza¹⁵¹, e tipici dei paesi in via di sviluppo; mentre il *dual class shares* è uno strumento comune in numerosi Paesi, sotto varie forme. Negli anni più recenti, si sta sviluppando il ruolo di delle coalizioni come un ulteriore strumento per ottenere una forma di separazione: le ricerche suggeriscono che quando vi è concentrazione proprietaria, la presenza di altri *large shareholders* aiuta a mitigare i costi di agenzia attraverso il monitoraggio dell’azionista controllante¹⁵²; che la formazione delle coalizioni impatta positivamente sulle performance aziendali poiché nessun azionista singolo è in grado di intraprendere alcuna azione

¹⁵¹ B. Villalonga, R. Amit, ‘How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?’, 2006.

¹⁵² M. Pagano, A. Roell, ‘The Choice Of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, And The Decision To Go Public’, 1998.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

senza il consenso degli altri¹⁵³; che il disaccordo tra più azionisti di controllo potrebbe produrre degli arresti che gli impedirebbero di perseguire azioni a danno della minoranza¹⁵⁴.

In Italia, le coalizioni sembrano essere in grado di assicurare ai membri, considerati nel complesso, una concentrazione dei diritti di voto sufficienti a mantenere il controllo delle aziende, svolgendo, dunque, una funzione simile a quella delle holdings: come per queste ultime, anche nel caso delle coalizioni è possibile che un singolo membro abbia la maggioranza dei diritti di voto della coalizione, che gli consente di controllare l'azienda. Si va così a riprodurre una sorta di effetto piramidale ma in scala più piccola.

L'esperienza italiana, tuttavia, evidenzia che sono ancora necessari degli strumenti che assicurino la protezione delle minoranze, per via del problema, fortemente avvertito nel nostro Paese, dell'allocazione di benefici privati di controllo. Sebbene siano stati fatti passi in avanti a riguardo, la parte mancante attiene all'*enforcement*, sia privato che pubblico¹⁵⁵.

4.1.4 Aziende quotate: evoluzioni

Dal 2007 ad oggi, tuttavia, è calato significativamente il numero delle società quotate e la relativa capitalizzazione, (Figura 7).

La proprietà si presenta in prevalenza (circa 7 casi su 10) ancora controllata, con un socio di riferimento di maggioranza assoluta o relativa del capitale.

Il modello di controllo prevalente continua ad essere familiare, con 146 società, appartenenti principalmente al settore industriale, per una capitalizzazione pari al 33% del mercato, seguite da Stato ed enti locali (21 società, operanti per lo più nel settore dei servizi, per una capitalizzazione pari al 36% del mercato), mentre nel 18% dei casi, relativi prevalentemente al comparto finanziario, non è individuabile un controllante.

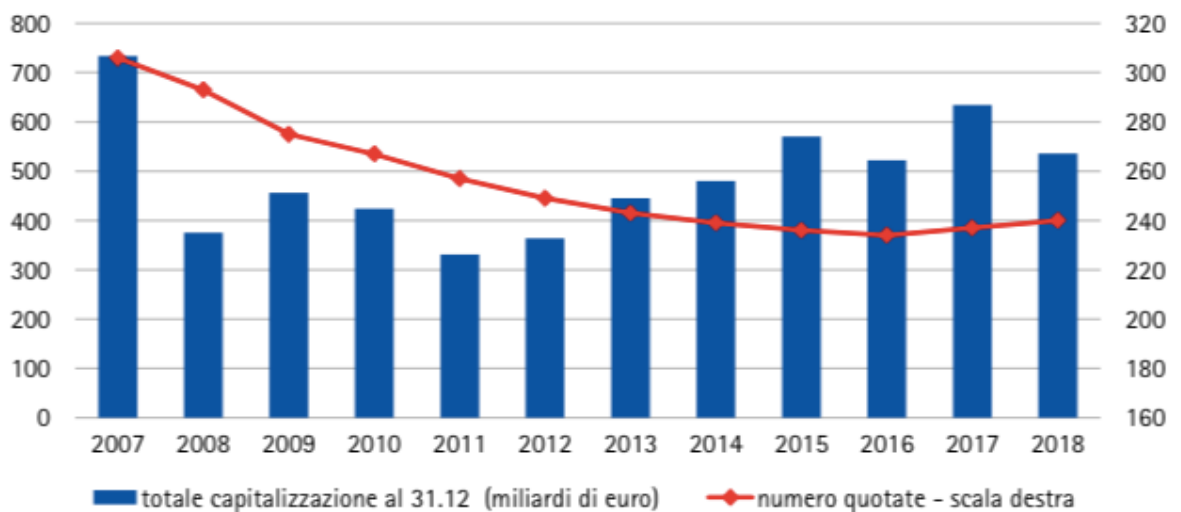
¹⁵³ M. Bennesen, D. Wolfenzon, 'The Balance of Power in Closely Held Corporations', *Journal of Financial Economics*, 2000.

¹⁵⁴ A. R. Gomes, W. Novaes, 'Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism', 2005.

¹⁵⁵ G. Ferrarini, P. Giudici, 'La Legge Sul Risparmio, Ovvero Un Pot-Pourri Della Corporate Governance', 2006.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Figura 7: Capitalizzazione e società quotate sul mercato MTA di Borsa Italiana



Fonte: ‘L’evoluzione della corporate governance in Italia – Le evidenze del rapporto Consob’, N. Linciano, 2019.

A fine 2016 gli investitori istituzionali detengono partecipazioni rilevanti in 61 società, dato in flessione che conferma quanto già delineatosi nel biennio precedente per effetto della netta e progressiva diminuzione della presenza di investitori italiani solo parzialmente compensata dalla maggiore presenza di investitori esteri. Gli investitori istituzionali italiani investono in prevalenza in società a minor capitalizzazione, mentre quelli esteri detengono più frequentemente partecipazioni rilevanti in società a medio-alta capitalizzazione e attive nel settore finanziario.

Appare in riduzione anche il ricorso a strumenti di separazione tra proprietà e controllo: infatti a fine 2016 ben l’80% delle società non appartiene ad alcun gruppo piramidale od orizzontale (il dato si attestava al 56% nel 1998), mentre solo il 16,5% fa parte di un gruppo verticale (39% nel 1998). Al contempo, è aumentato il numero di emittenti che hanno deciso di avvalersi delle opzioni introdotte dal cosiddetto Decreto Competitività (d.l. 91/2014)¹⁵⁶, che ha

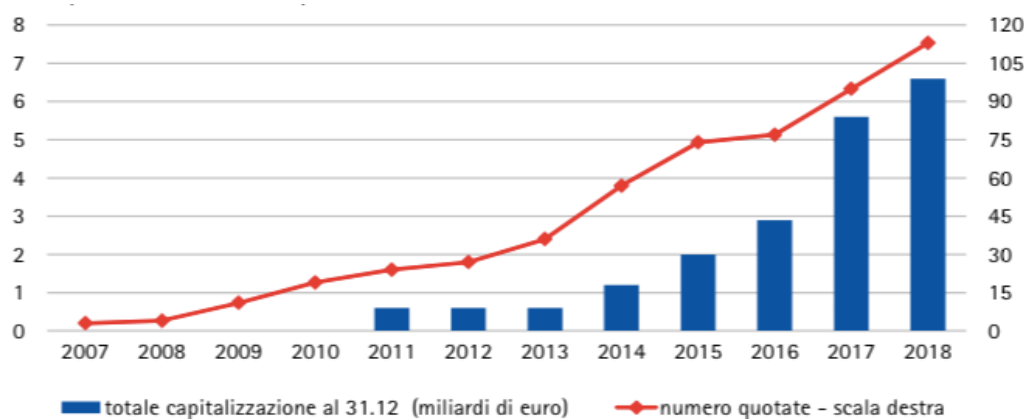
¹⁵⁶ La nuova disciplina ha previsto un trattamento differente per società per azioni quotate e non quotate, superando il principio ‘un’azione, un voto’. Le società quotate possono inserire nello statuto

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

consentito a 33 società quotate di prevedere nel proprio statuto il meccanismo della maggiorazione del diritto di voto in favore di coloro che sono azionisti da almeno due anni (azioni a voto maggiorato), mentre un'emittente ha emesso in fase di quotazione azioni a voto plurimo. L'adozione di tali strumenti ha interessato in prevalenza società di piccole dimensioni, operanti nel settore industriale e caratterizzate da un modello di controllo familiare.

In crescita invece l'andamento riscontrato nel mercato AIM, *Alternative Investment Market*, dedicato alle PMI, di Borsa Italiana, (Figura 8), che nel 2018 ha registrato un anno da record, con 3,6 miliardi di euro complessivamente raccolti tramite 25 IPO, il che porta a 114 le aziende quotate, con una capitalizzazione complessiva di 7,4 miliardi. In particolare, il 44% delle 25 quotazioni è rappresentato dal settore industriale, evidenziando un segnale molto forte di contrasto ai primi anni che vedevano come protagonisti le aziende legate a tecnologia, innovazione e green.

Figura 8: Capitalizzazione e società quotate sul mercato AIM di Borsa Italiana



Fonte: 'L'evoluzione della corporate governance in Italia – Le evidenze del rapporto Consob', N. Linciano, 2019.

la possibilità che sia attribuito voto maggiorato, fino ad un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi, come una sorta di 'premio di fedeltà' all'azionista di lungo periodo. Inoltre, tale possibilità è stata prevista anche per le società non quotate, purchè in fase di quotazione, computando anche il possesso anteriore ai fini del possesso continuativo, con l'obiettivo di incentivare il processo di quotazione. www.borsaitaliana.it, 2014

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Un elemento di novità è l'ingresso di investitori individuali, come testimoniato dalla crescita dei PIR (piani individuali di risparmio), tesi a migliorare la liquidità e quindi le prospettive di raccolta di capitale, beneficiando della riduzione dei costi per entrare nel mercato. Essi rappresentano il 25% del flottante nel listino, che conta 114 società, crescendo del triplo rispetto al 2014¹⁵⁷.

Per quanto riguarda invece la composizione del board, è interessante notare che in materia di board diversity, negli ultimi cinque anni si sono evidenziati cambiamenti prevalentemente guidati dall'applicazione della legge 120/2011: a fine giugno 2017, infatti, la presenza femminile ha raggiunto la quota obiettivo della suddetta legge pari ad un terzo del totale degli incarichi di amministratore (33,6%). Ciò ha portato di conseguenza ad una riduzione dell'età media dei consiglieri, un aumento del numero di laureati ed una maggiore diversificazione dei profili professionali. Le donne sono infatti mediamente più giovani degli uomini e con un background professionale maggiormente accademico o da consulente rispetto a quello manageriale. Si è inoltre registrata una minore presenza di amministratori family (ossia, di consiglieri che sono anche azionisti di controllo ovvero ad essi legati da vincoli di parentela).

4.2 Criticità del contesto italiano

Elevata concentrazione e limitata contendibilità del controllo continuano a connotare gli assetti proprietari delle società italiane, con una quota del principale azionista rimasta sostanzialmente stabile attorno al 47%.

La struttura di governance delle aziende italiane presenta la criticità tipica dei sistemi caratterizzati da una forte concentrazione proprietaria, che consiste nell'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo – questa volta allineato con il management – a danno delle minoranze, configurando, così, un problema di agenzia di II tipo, che si insinua nella relazione tra

¹⁵⁷ M.Mezzetti, 'L'AIM di Borsa Italiana è sempre più industriale', *www.industriaitaliana.it*, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

differenti tipi di azionisti: tra azionisti con pieni diritti di voto e quelli che non detengono tali diritti, interessati unicamente al dividendo garantito, così come tra i *blockholders* e gli azionisti di minoranza che non hanno la possibilità di monitorare il management¹⁵⁸. La concentrazione proprietaria nelle aziende italiane è tipicamente elevata al punto che “*from an Anglo-Saxon perspective, no country more than Italy epitomizes family capitalism*”¹⁵⁹: l'immagine di un gruppo di società controllate e gestite da una famiglia attraverso una complessa catena di holding è in netto contrasto con le tradizionali corporazioni in stile USA, (caratterizzate da manager professionisti che gestiscono l'azienda per conto di migliaia di piccoli azionisti anonimi). Nell'esperienza italiana, ha da sempre assunto un ruolo rilevante l'impresa padronale, in cui la figura centrale dell'imprenditore riveste il ruolo di proprietario-azionista maggiore e manager. L'allineamento del controllo con la proprietà comporta, come noto, un elevato rischio di collusione tra la stessa proprietà ed il management, soprattutto quando quest'ultimo è espressione diretta della proprietà o sia uno stesso componente della famiglia proprietaria. Alcune ricerche, infatti, hanno dimostrato che la proprietà concentrata, al di là di una certa soglia, fa incrementare il rischio di estrazione della ricchezza a danni degli azionisti di minoranza: gli azionisti di controllo scelgono al loro interno e nelle persone di proprio gradimento, i consiglieri di amministrazione ed i top managers dell'azienda in modo da conservare il potere di incidere sulle decisioni del CdA; inoltre, una tale preferenza dei membri della famiglia nelle posizioni chiave di gestione, rispetto a managers esterni maggiormente

¹⁵⁸ Sebbene, indubbiamente, in seguito alle riforme – in particolare, il Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, grazie alla quale la tutela delle minoranze è stata in parte rafforzata ed è stata introdotta l'estensione al diritto generale delle Spa dell'azione di responsabilità della minoranza, a fronte della quale è stato limitato il raggio di azione della denuncia di gravi irregolarità ex art. 2409 c.c. – oltre che all'introduzione del Codice di Autodisciplina Preda (1999) – che al fine di garantire il buon funzionamento del mercato e una corretta informativa societaria, prevede che i Consigli di Amministrazione delle società emittenti azioni quotate diano informativa, con cadenza annuale, sul proprio sistema di *corporate governance* e sull'adesione al Codice di Autodisciplina delle Società Quotate promosso dal Comitato per la Corporate Governance – si sia rafforzata la protezione delle minoranze, si dovrà verificare in che misura la legge permetterà agli azionisti di minoranza effettivamente di partecipare attivamente nella corporate governance, indebolendo il potere dei *blockholders*. Si veda tra gli altri, 'Corporate Governance in Italy', A. Melis, 2000.

¹⁵⁹ A. Aganin, P. Volpin, 'History of corporate ownership in Italy', 2003.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

adatti e capaci costituisce una forma di espropriazione di benefici privati, mettendo in discussione l'efficienza della governance familiare. Da un tale allineamento tra proprietà e controllo possono derivare una serie di manovre tese ad espropriare gli azionisti di minoranza, tra cui: l'incremento dello stipendio di manager e consiglieri di amministrazione; l'utilizzo di beni aziendali per scopi personali; il trasferimento di utili dalle società operative alla holding, tramite transazioni infragruppo; lo sfruttamento di opportunità di business attraverso altre aziende di proprietà¹⁶⁰. Se, infatti, l'espressione “*strong managers, weak owners*”¹⁶¹ sintetizza la questione della corporate governance in USA, l'espressione “*weak managers, strong blockholders and unprotected minority shareholders*”, è esplicativa della situazione italiana.

La legge italiana ha probabilmente favorito eccessivamente la certezza del controllo a discapito della protezione degli azionisti, ragion per cui molti potenziali piccoli investitori hanno evitato di investire nel mercato dei capitali, in passato. L'evidenza empirica, (Melis, 1999), mostra che la grande maggioranza dei managers italiani crede che il principale obiettivo da perseguire per le loro aziende sia massimizzare il valore per gli azionisti che, tuttavia, nel contesto italiano – data la struttura proprietaria prevalente – significa massimizzare il valore per i *blockholders*. Inoltre, la forte influenza che il *blockholder* imprime sul management, spesso comporta che il *board* avrà solo una funzione di ratifica delle decisioni prese da tale *blockholder*; se a ciò si aggiunge la poca chiarezza in merito alla divisione dei ruoli tra *chairman* e CEO, nonostante il formale rispetto di tale condizione, il management italiano difficilmente può essere considerato realmente indipendente¹⁶². In definitiva, quindi, nella realtà italiana, si può constatare la pressoché totale assenza, nei fatti, di un management indipendente dalla proprietà, cui fa riscontro una gestione accentuatamente padronale dell'impresa.

¹⁶⁰ Catuogno S., (2013), sopra n.20.

¹⁶¹ M. J. Roe, ‘Strong managers, Weak Owners’, 1994.

¹⁶² A. Melis, (2000), sopra n.158.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Un ulteriore aspetto di fragilità del sistema italiano è rappresentato dalla netta prevalenza del ricorso al capitale di credito, e in particolare al prestito bancario, anziché al capitale di rischio, per finanziare l'attività di impresa. Le banche, infatti, sebbene ricoprono un ruolo primario come fonte di finanziamento esterno per le imprese italiane, non sono solitamente coinvolte nelle strategie *corporate* del management e raramente detengono partecipazioni nelle società a cui forniscono capitale di lungo termine, (a differenza del sistema operante in Germania)¹⁶³. Tuttavia, l'evoluzione dell'ambiente esterno spinge verso il cambiamento che può portare gli istituti finanziari a svolgere un ruolo attivo nelle assemblee degli azionisti, come testimonia l'avanzata degli investitori istituzionali stranieri. Le caratteristiche sin qui esposte, che possono costituire degli elementi di criticità, vanno affiancate da un'ulteriore condizione propria della struttura proprietaria del *family business*¹⁶⁴ tipico del nostro Paese, che consiste nella delicata fase di trapasso generazionale, caratterizzata dalla rapida uscita di scena delle grandi figure di imprenditori che hanno dominato l'economia dalla fine della seconda guerra mondiale ad oggi, normalmente fondatori delle società da essi gestite, e la loro sostituzione con giovani imprenditori, normalmente figli o parenti del fondatore, che non hanno ancora maturato l'esperienza necessaria per controllare realtà economiche ormai molto complesse o che mancano del carisma necessario a mantenere il ruolo dei loro predecessori: tale condizione può avere risvolti negativi in termini di profitto, andando, dunque, ad inficiare la situazione economica dell'azienda. Tuttavia, la massimizzazione del profitto non è l'unico – e talvolta neppure il prioritario – fine perseguito dalle *family firms*; la sopravvivenza nel lungo periodo per le generazioni future,

¹⁶³ Ciò è vero, con le opportune eccezioni, (es. Mediobanca), si veda A. Melis, (2000), sopra n. 158.

¹⁶⁴ Possiamo classificare un'impresa come familiare quando si verificano contemporaneamente le seguenti condizioni, (seguendo il cd. criterio *multiple inclusive*): Un soggetto, oppure una famiglia o più famiglie (legate da vincoli di parentela) detengono una quota del capitale di rischio totalitaria o maggioritaria, o comunque sufficiente a garantire il controllo dell'impresa; Presenza dei membri della famiglia proprietaria negli organi di governo e direttivi; Chiara intenzionalità da parte del fondatore e/o proprietario di trasmettere l'impresa alla generazione futura. D. Mussolino, 'L'impresa familiare. Caratteri Evolutivi e Tendenze di Ricerca', 2008.

l'indipendenza dall'esterno, la riduzione dei debiti e l'incremento della ricchezza familiare sono spesso gli obiettivi di fondo prefissati dall'imprenditore-manager ¹⁶⁵, che si rispecchiano nel valore totale dell'impresa, ricavato come somma di *financial value*, (sommatoria dell'attualizzazione dei flussi di cassa attesi e dei *financial private benefits*), e dell'*emotional value*, (somma algebrica tra *emotional returns* (ER), rappresentati dal raggiungimento di obiettivi non economici – stima, reputazione, coinvolgimento della famiglia – ed *emotional costs* (EC) – conflitti familiari, rivalità, tensioni, che possono tradursi nel mancato raggiungimento degli obiettivi –).

Studi recenti hanno, tuttavia, evidenziato che tale tipologia di impresa sta da qualche tempo prendendo consapevolezza dell'importanza degli assetti proprietari, (Fortuna, 2001; Persiani 2003), a cui si collega inevitabilmente lo sviluppo del proprio business. In ragione di ciò, attualmente anche le imprese italiane, in particolar modo quelle a carattere familiare, iniziano a valutare positivamente l'apporto di risorse, finanziarie e non, da parte di investitori istituzionali e si mostrano maggiormente disposte ad allentare le forme di potere che per lungo tempo le hanno caratterizzate, specie per quanto riguarda la forte chiusura della struttura proprietaria.

4.3 Market for Corporate Control

Il sistema italiano è caratterizzato da un limitato ruolo del mercato del capitale, il che può risultare anomalo agli occhi del mondo anglosassone, ma non appare tuttavia eccessivamente differente dagli altri paesi dell'Europa continentale, quali la Germania e, specialmente la Francia, (Pagani et al., 1998). E' da rilevare, a riguardo, l'importanza di ragioni 'politiche', (Melis, 1999): si preferisce una certa fonte di finanziamento al fine di prevenire potenziali minacce che mirano al controllo dell'azienda. Di conseguenza, il *market for corporate control* non ha una forte rilevanza e i *takeovers* ostili

¹⁶⁵ D. Mussolino, (2008), sopra n. 164.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

sono rari; mentre, quando si verificano fusioni ed acquisizioni, queste avvengono solitamente in maniera amichevole e attraverso la mediazione di una principale *merchant bank* ovvero un accordo privato tra coalizioni o famiglie, per cui la vendita di una quota maggioritaria viene in genere accordata ad un prezzo che includa un premium molto elevato, (Caprio, Floreani, 1996). La riforma Draghi¹⁶⁶ ha modificato il regolamento delle offerte pubbliche di acquisto al fine di tutelare gli azionisti di minoranza dell'azienda *target* attraverso l'opportunità di ottenere lo stesso vantaggio economico degli azionisti di maggioranza, prevedendo che il potenziale acquirente che abbia raggiunto un ammontare pari al 30% delle azioni, debba lanciare un'offerta pubblica per il totale delle azioni residue, consentendo così agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni.

La disciplina dell'Opa quale tecnica per acquisire in maniera coordinata la proprietà di un elevato quantitativo di azioni da una stessa emittente, che siano detenute da una molteplicità di investitori¹⁶⁷ si presenta come il punto di snodo del sistema giuridico di regolamentazione del mercato del controllo. In realtà, esistono tre meccanismi per acquisire il controllo di una società – la scalata, la trattativa bilaterale e l'offerta pubblica di acquisto o di scambio – e la predilezione di uno strumento piuttosto che di un altro dipende sia dalla distribuzione del pacchetto di maggioranza della *target*, sia dal momento dell'acquisizione, oltre che dalla regolamentazione vigente. Fra questi, l'Opa appare come la forma più trasparente e corretta per tentare la conquista di un'azienda¹⁶⁸, consentendo tanto all'offerente quanto alla *target* di ottenere una serie di benefici.

Innanzitutto, l'offerente attraverso l'Opa può acquistare le azioni senza che si verifichi il sensibile rialzo dei valori di mercato conseguente alle tradizionali negoziazioni di borsa; inoltre, l'acquisizione del controllo realizzata per

¹⁶⁶ D. lgs. 28 Febbraio 1998 n. 58.

¹⁶⁷ R. Weigmann, 'Le Opa' in *Trattato delle società per azioni*, 1993.

¹⁶⁸ A. Mignoli, 'Riflessioni critiche sull'esperienza italiana dell'Opa: idee, problemi, proposte', 1986.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

mezzo di un’Opa non richiede il consenso del management in carica; infine, i tempi necessari per portare un’Opa a compimento sono generalmente più brevi rispetto all’azione di rastrellamento in borsa, effettuata in modo anonimo con tempi scaglionati al fine di evitare eccessive reazioni nell’andamento delle quotazioni. Il maggior beneficio che, invece, ne deriva per la *target* risiede nella possibilità di ripartire il premio di maggioranza, che rappresenta il plusvalore espresso dal pacchetto di controllo, tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, evitando, dunque, ciò che spesso accade nelle trattative private, ovverosia che tale premio venga percepito soltanto dal detentore del pacchetto di controllo.

Per quanto attiene alle imprese italiane, il cui controllo come si è visto è tipicamente accentrato nelle mani di un grande azionista, la trattativa privata tra quest’ultimo e il potenziale acquirente appare quale modalità prediletta, in cui, tra l’altro, la volontà del management risulta influente. Di conseguenza, l’obiettivo di tutela degli azionisti di minoranza si presenta con una forza maggiore rispetto all’azionariato diffuso, in cui è più probabile ritrovare un’acquisizione competitiva per la quale il voto dell’azionista marginale può risultare decisivo affinché l’operazione abbia successo: ciò consente l’incorporazione nel prezzo del titolo del valore di tale voto (*voting premium*) spettante al singolo azionista. Per contro, allorquando un unico grande azionista detenga la maggioranza assoluta o relativa dei voti, la probabilità che si verifichi un’acquisizione competitiva è nulla o bassa, in quanto l’azionista di minoranza conta relativamente poco e le azioni scambiate, dunque, non includono il *voting premium*. L’opinione di diversi autori ha, tuttavia, criticato la sussistenza di un problema di protezione degli azionisti di minoranza, ritenendo che: *“There is no reason to presume that, upon the transfer of control, the new shareholder will behave differently from his predecessor. His conduct will be subject to the same judicial and administrative checks and scrutiny as his predecessor’s. Therefore, there is no obvious reason to grant*

special protection to the minority of shareholders”¹⁶⁹. Inoltre, il premio di controllo attribuito alla minoranza azionaria consente di redistribuire il benessere sociale, soltanto nell’ipotesi in cui l’acquisizione generi effettivamente valore, poiché in tal caso il prezzo pagato dall’acquirente, che corrisponde ad una sorta di tassa, risulterà minore dell’incremento di ricchezza che verrà generato, collocando la situazione in un’efficienza paretiana; al contrario, se il prezzo pagato fosse maggiore, si andrebbe a disincentivare il trasferimento del controllo, allontanandosi dalla precedente efficienza¹⁷⁰. Dal momento che, tuttavia, non esiste una disciplina dell’Opa che sia in grado di riconoscere le acquisizioni dissipative rispetto a quelle che creano valore, si deve raggiungere un equilibrio che garantisca tutela della minoranza e possibilità di acquisizioni virtuose, che verrebbero scoraggiate da livelli troppo elevati della suddetta tutela, impedendo agli stessi investitori di godere dei vantaggi di tali *takeovers*.

4.3.1 Tipologie e finalità dell’Opa

Le fattispecie di Opa obbligatorie sono individuate dall’art. 106 TUF (offerta pubblica di acquisto totalitaria successiva) e dall’art. 108 TUF (obbligo di acquisto), non potendosi, al contrario, considerare tale né l’offerta pubblica di acquisto preventiva (art. 107 TUF), che configura un’ipotesi di un’offerta pubblica volontaria che può costituire una causa di esenzione dall’obbligo di offerta totalitaria successiva, né, tanto meno, il diritto d’acquisto (art. 111 TUF), che prevede un diritto del soggetto ad acquistare titoli, e non un obbligo a farlo. Successivamente, la legge n. 116 del 2014 ha apportato importanti modifiche alla disciplina delle società quotate contenute nel TUF, che riguardano anche le offerte pubbliche.

In particolare, bisogna effettuare una distinzione tra le diverse tipologie di

¹⁶⁹La critica di E. Wymeersch, tratta da ‘Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis’, Skog R., (1997), www.suerf.org.

¹⁷⁰G. Siciliano, ‘La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate’, in CONSOB, *Quaderni di Finanza*, n. 24, 1998.

Opa¹⁷¹: successiva totalitaria, preventiva, obbligo di acquisto (c.d. *sell out*), diritto di acquisto (c.d. *squeeze out*).

1. L’Opa successiva totalitaria, disciplinata dall’art.106 del TUF, viene tipicamente effettuata in seguito all’acquisto a trattativa privata di un’azienda *target*, con prevalente finalità di assicurare il diritto all’*exit* e la parità di trattamento alle minoranze azionarie, in termini di distribuzione del valore patrimoniale effettivo della società. Tale finalità è stata, tuttavia, contrastata da chi non ritiene opportuno perseguire una parificazione delle posizioni dei diversi azionisti, sostenendo che il premio di maggioranza spetti all’azionista di controllo poiché è colui che maggiormente sopporta il rischio d’impresa¹⁷². Il legislatore ha proposto una soluzione di mediazione, prevedendo la soglia della partecipazione – oltre la quale si deve promuovere l’Opa sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione – al 30% del capitale acquisito a titolo oneroso (direttamente o indirettamente), bilanciando così le due posizioni, basate l’una sulla preferenza per una libertà degli operatori non condizionata dall’imposizione di obblighi contrattuali, l’altra sulla necessità di tutelare gli azionisti di minoranza, a cui si assicura in tal modo di partecipare, nel caso in cui il flottante si riduca oltre un certo limite, ad un Opa successiva totalitaria.
2. L’Opa Preventiva rappresenta una causa di esenzione dal lancio dell’offerta successiva totalitaria, ed è stata disposta in funzione anti-elusiva, ossia quale effetto nell’ipotesi di preordinato aggiramento dell’Opa obbligatoria, sempre a protezione degli azionisti di minoranza. Si può verificare ad alcune condizioni:

¹⁷¹ Definita come “una qualsiasi offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualunque forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari, e rivolti ad un numero di soggetti non inferiore a 100 e di ammontare non inferiore a 2,5 milioni”, Regolamento Consob num. 11971 del 1999.

¹⁷² Si veda R. Maviglia, ‘L’attuazione delle condizioni di efficienza del mercato mobiliare: gli aspetti istituzionali’, in *Il diritto del mercato mobiliare*, 1997.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- a. L’oggetto dell’offerta sia costituito da almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria;
- b. L’offerente e le persone che agiscono di concerto con lui, non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all’1%, nei dodici mesi precedenti alla comunicazione pubblica;
- c. L’offerta sia stata condizionata all’approvazione dei possessori di titoli che detengano la maggioranza dei titoli stessi, con esclusione del socio di maggioranza, anche relativa, ove la partecipazione di questi superi il 10%.

Se non viene raggiunta la quota del 60%, l’offerente è obbligato a lanciare un’Opa successiva totalitaria.

3. L’Opa obbligatoria residuale, conosciuta anche come “obbligo d’acquisto”, è stata disciplinata dall’art. 108 del TUF, il quale ha previsto che nel caso in cui l’offerente venga a detenere una partecipazione superiore al 90%, dovrà offrire l’*exit* al restante flottante – a cui spetterà quindi il diritto di vendere le proprie azioni ad un prezzo predeterminato – che non avesse aderito ad una precedente Opa (sperando non avesse successo ovvero di guadagnarci il *capital gain*), restando intrappolato in una società iperconcentrata, con flottante ridotto ed ininfluente nelle scelte gestorie. In genere, si mostra come la tipologia prescelta in caso di *delisting*¹⁷³. La finalità è quella di preservare il regolare andamento delle negoziazioni e il prezzo è stabilito dalla Consob. Ove la partecipazione sia pari al 95% a seguito di un’Opa totalitaria, è previsto *tout court* un obbligo di acquisto, recependo l’istituto di *sell out* (vendita ad esaurimento) della direttiva sull’Opa, consentendo al socio non aderente all’Opa di dismettere la sua quota allorquando l’offerente abbia raggiunto una partecipazione pressoché totalitaria. Il *sell-out* riduce i potenziali benefici dell’offerente potendo finanche costituire un disincentivo per

¹⁷³ S. Mengoli, S. Sandri, ‘Attenti all’Opa per Delisting’, *www.lavoce.info*, 2012.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

acquisizioni profittevoli. Nello stabilire la soglia del *sell-out*, il legislatore ha voluto garantire in ogni caso l'*exit* all'azionista di minoranza, nel caso in cui il titolo divenga illiquido; tale volontà può essere declinata anche come intenzione di limitare le ipotesi che possano compromettere il regolare andamento delle negoziazioni¹⁷⁴.

4. Lo *squeeze-out* è il diritto dell'azionista di controllo di acquistare le azioni possedute dagli azionisti di minoranza che non abbiano aderito all'offerta pubblica a condizione che egli abbia conseguito il 95%¹⁷⁵ del capitale della *target*, giungendo così al 100%, e rappresenta una sorta di contraltare del *sell-out*. La forza di questa previsione, che ha la finalità di mitigare l'incentivo a comportamenti di *free riding* da parte degli azionisti di minoranza, dipende dal criterio di determinazione del prezzo di *squeeze-out* e può essere vanificata se quest'ultimo incorpora un premio più elevato di quello implicito nel prezzo dell'offerta. Tale strumento costituisce quello tipicamente utilizzato per il *delisting*¹⁷⁶, con la finalità di consentire al socio di controllo di non dovere avere minoranze in una società che si chiude al mercato del capitale di rischio.

La legge 116/2014, denominato Decreto Competitività ha previsto l'obbligo di lanciare un'Opa per chiunque, a seguito di acquisti ovvero maggiorazione dei diritti di voto, previsti dallo statuto della società, venga a detenere una partecipazione maggiore della soglia del 30% ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al 30% dei medesimi¹⁷⁷, (e per le PMI la soglia si abbassa al 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata).

¹⁷⁴ Comunicazione Consob, 18 aprile 2011, www.Consob.it.

¹⁷⁵ Si osserva che il TUF, precedentemente al recepimento della direttiva 2004/25/CE, prevedeva una quota di partecipazione necessaria per l'esercizio dello '*squeeze out*' pari al 98%.

¹⁷⁶ S. Mengoli, S. Sandri, (2012), sopra n. 173.

¹⁷⁷ 'Opa: Significato, funzionamento e nuove soglie', www.borsaitaliana.it, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Dal punto di vista del sistema italiano, tuttavia, l'introduzione del meccanismo di Opa obbligatoria può rendere meno efficiente il mercato per il controllo, in quanto costituisce un limite per la possibilità dello scambio di partecipazioni rilevanti che rappresentano lo strumento tipico per esercitare il controllo (Koeke and Renneboog, 2004) e quindi può far sì che il controllo rimanga nelle mani di soggetti inefficienti. Tale fenomeno diventa maggiormente probabile al crescere del prezzo da applicare all'Opa. Qualora, poi, l'Opa obbligatoria venga affiancata dall'adozione del principio di parità di trattamento tra gli azionisti in un sistema a proprietà concentrata, si acuisce questa caratteristica, nel senso che quando il costo di un'acquisizione si innalza, il prezzo che il potenziale acquirente è disposto ad offrire all'azionista di controllo si riduce (Davies e Hopt, 2004) e, di conseguenza, diminuisce sia l'incentivo a effettuare un'offerta sia l'incentivo ad aderirvi. Per quanto riguarda, poi, l'introduzione dei meccanismi di *squeeze-out* e *sell-out*, contribuendo a mitigare i potenziali conflitti di interesse tra azionisti di maggioranza e di minoranza, si può ridurre l'incentivo a detenere larghe quote di partecipazione, con la conseguenza che nel lungo periodo ne potrebbe derivare una riduzione della concentrazione proprietaria.

Altre forme di Opa sono l'Opa di concerto e a cascata:

- a. Opa di concerto. La Direttiva Europea¹⁷⁸ ha prodotto una modifica dell'art. 109 del TUF, che disciplina l'acquisto di concerto, in base alla quale vengono definiti i soggetti che agiscono di concerto, come se fossero un'unica entità: i pattisti, la controllante e le società controllate, quelle sottoposte a comune controllo, una società ed i suoi amministratori o direttori generali, i soggetti che cooperano allo scopo di mantenere il

¹⁷⁸ La Direttiva OPA ha, per la prima volta, emanato una serie di disposizioni volte ad armonizzare la disciplina dell'OPA a livello europeo. La Direttiva OPA è stata attuata in Italia con il D. Lgs. 19 novembre 2007, n. 229 (il “Decreto 229/2007”).

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

controllo della società emittente. Il Decreto include nella nozione di “concerto” tutti i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo (espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido) volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’Opa. Per evitare comportamenti elusivi, il legislatore ha previsto che tali soggetti siano solidalmente tenuti agli obblighi previsti dagli artt. 106 e 108, concernenti l’Opa obbligatoria e l’obbligo di acquisto.

- b. L’Opa a cascata, citata nel TUF all’art. 106 e regolata dall’art.45 del regolamento Consob, prevede che il soggetto che acquisisce il controllo di una holding, quotata o non quotata, la quale detenga una partecipazione superiore al 30% del capitale in altre società quotate, è tenuto a promuovere l’Opa totalitaria sulle predette società. La finalità risiede nell’evitare che si possano acquisire azioni di società controllanti per acquisire così il controllo di tutte le società controllate.

Un’ulteriore distinzione può essere effettuata tra Opa ostile ed amichevole¹⁷⁹, le quali si configurano alla stregua di quanto analizzato per i *takeovers* di stampo anglosassoni. In particolare, qualificiamo un’Opa come amichevole quando il CdA dell’azienda *target*, oggetto di scalata, è favorevole all’offerta stessa; ostile quando, invece, il CdA è contrario e si oppone all’offerta. Quest’ultima tipologia sarà assoggettata ad un maggior grado di controllo da parte della Consob.

Inoltre, si può verificare il lancio di una contro-Opa, ossia un’offerta di rilancio, generalmente ad un prezzo più elevato rispetto all’offerta originale, da parte di un gruppo concorrente interessato ad acquistare le stesse azioni della *target*, che può in tal modo generare una competizione, in quanto il

¹⁷⁹ L. Fornovo, ‘Come funziona il gioco dell’Opa?’, *www.lastampa.it*, 2011.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

primo offerente può, a sua volta, effettuare un rilancio ad un prezzo maggiore dell’offerta concorrente. Di conseguenza, l’adesione alla prima offerta può essere revocata al fine di aderire a quelle successive.

Per quanto attiene alle Opa ostili, in particolare, la società *target* può mettere in atto delle misure difensive, che in relazione al momento in cui vengono adottate, possono essere distinte in preventive (*pre-bid defences*) e successive (*post-bid defences*): le prime vengono predisposte dalla società prima che venga lanciata l’Opa, al fine di dissuadere l’azione di eventuali scalatori e sono rappresentate dalle decisioni della società, dalle clausole statutarie o dagli accordi parasociali conclusi dai soci, che hanno l’effetto di ostacolare ogni futura Opa sulle azioni della società stessa; le seconde vengono invece impiegate in seguito al lancio dell’offerta e consistono nelle decisioni deliberate dalla società per contrastare una scalata già in atto.

4.3.2. Disposizioni in favore dei trasferimenti di controllo

La direttiva comunitaria ha previsto due norme che mirano ad indebolire l’uso di entrambi i tipi di difesa, considerati ugualmente dannosi per l’attività acquisitiva, volendo invece favorire un eventuale trasferimento del controllo: l’una attiene al ruolo da attribuire al CdA in merito alle misure difensive da attuare durante l’Opa, (c.d. *passivity rule*); l’altra riguarda la neutralizzazione delle barriere statutarie o contrattuali preesistenti all’offerta, che potrebbero ostacolarne il successo (c.d. *breakthrough rule*), lasciando ampia libertà di scelta agli Stati Membri che hanno la facoltà di non rendere obbligatorie le due disposizioni (c.d. diritto di *opt-out*), salva la possibilità per le società quotate di adottarle in via statutaria (c.d. diritto di *opt-in*). Inoltre, nel caso in cui si decida di introdurre le due regole, la direttiva ha riconosciuto ai singoli ordinamenti nazionali la possibilità di opporre la clausola di reciprocità (c.d. *reciprocity rule*), che consente alle società oggetto di un’Opa di attivare misure difensive altrimenti vietate ai sensi della *passivity rule* e della *breakthrough rule*, nei confronti di offerenti che non siano soggetti alle

medesime regole¹⁸⁰.

1) Breakthrough Rule

La neutralizzazione opera nella fase di svolgimento dell'Opa rendendo inoperabili le limitazioni statutarie o i patti parasociali sul trasferimento dei titoli e sull'esercizio del voto; ed ad Opa conclusa, prevedendo che, a fronte di un'Opa di successo che ecceda in termini di adesioni il 75% del capitale, vengano automaticamente meno le barriere di tipo difensivo che possono esistere nello statuto (tipicamente azioni a voto plurimo). La ratio di tale norma consiste innanzitutto nell'eliminare eventuali ostacoli al buon esito dell'offerta, mediante la neutralizzazione di clausole che prevedono, ad esempio, il diritto di prelazione dei soci, ovvero di ogni clausola prevista nello statuto o in patti parasociali che vincoli in qualche modo il diritto dei soci di trasferire la propria partecipazione azionaria. La regola, inoltre, mira a salvaguardare l'offerente che, dopo aver raggiunto una partecipazione di almeno il 75%, voglia convocare un'assemblea dei soci per modificare lo statuto e/o sostituire i membri dell'organo amministrativo e di controllo: in tale assemblea, difatti, non troverebbero applicazione eventuali vincoli al voto, e, in presenza di azioni a voto plurimo, le stesse potrebbero esprimere un unico voto¹⁸¹. In Italia le disposizioni in tema di neutralizzazione riguardano le sole società italiane quotate: in tale contesto, la presenza della *breakthrough rule*, in linea di principio, dovrebbe accrescere la dispersione dell'azionariato; d'altro canto, essa potrebbe incentivare il ricorso a strutture complesse quali piramidi e partecipazioni incrociate, rafforzando la concentrazione del controllo, allo scopo di aggirare la predetta regola.

¹⁸⁰ L. Scipione, 'La disciplina delle misure di contrasto all'OPA ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo', *www.innovazioneDiritto.unina.it.*, 2008.

¹⁸¹ D. Manzetti, 'Misure difensive in caso di OPA: le modifiche introdotte dal Decreto Anticrisi' in *Diritto civile e commerciale*, *www.diritto.it.*, 2009.

2) *Passivity Rule*

La *passivity rule* consiste nell'obbligo per gli amministratori della *target* di astenersi dal compiere atti e operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, quali le c.d. *poison pills*, basandosi implicitamente su un approccio di stampo anglosassone: al fine di evitare che gli amministratori possano ostacolare eventuali *takeovers*, più per proteggere le proprie posizioni di potere che per salvaguardare gli interessi dei piccoli azionisti, la legge italiana ha introdotto all'art. 104 T.U.F.¹⁸², stabilendo che gli amministratori della società *target* non possano compiere atti od operazioni finalizzati a contrastare la scalata. L'Italia ha deciso di adottare tale regola, pertanto essa si riferisce alle sole società italiane quotate, i cui titoli sono oggetto dell'offerta. Il vincolo, tuttavia, *non è assoluto*, in quanto la società emittente può porre in atto azioni difensive, previa delibera dell'assemblea, ordinaria o straordinaria secondo le competenze, con una maggioranza di azionisti, rappresentanti almeno il 30% del capitale, quota relativamente elevata, se si considerano le caratteristiche di una società quotata, le cui azioni sono in genere disperse. La *passivity rule*, tuttavia, in presenza di un azionariato concentrato può generare una migliore protezione degli azionisti di minoranza riducendo il potere dei managers che operano nell'interesse dell'azionista di controllo. Tutto ciò può realizzare un incentivo ad una struttura proprietaria maggiormente dispersa laddove il diritto di voto dell'azionista di controllo sia circoscritto; se invece quest'ultimo ha il potere di influenzare qualsiasi decisione direttamente, pur senza coinvolgere il management, la *passivity rule* avrà l'effetto di aumentare il livello di *entrenchment* dell'azionista di controllo.

¹⁸² L. Scipione, (2008), sopra n. 180.

3) *Reciprocity Rule*

La possibilità concessa dalla Direttiva¹⁸³ sulle offerte pubbliche di acquisto di recepire la regola di passività e quella di neutralizzazione ha creato un possibile squilibrio a livello europeo. Una società di uno stato membro che ha reso obbligatoria l'adozione di una o entrambe le regole potrebbe essere penalizzata rispetto ad un'altra con sede in un diverso stato che non le ha invece recepite. Al fine di porre rimedio a tale distorsione, il legislatore europeo ha previsto la clausola di reciprocità, ossia la possibilità per gli stati membri di inserire una previsione in base alla quale le regole di passività e neutralizzazione non si applicano nel caso in cui l'offerente abbia la propria sede legale in uno stato che non ha recepito tali regole.

4.3.3 *Evoluzioni regolamentari*

Grazie alla normativa sulle Opa, introdotta in Italia nel 1992 e perfezionata nel 1998, viene risolto il *trade-off* tra protezione degli azionisti e fluidità del mercato per il controllo societario. La giustificazione del premio di controllo risiede nel fatto che nelle aspettative degli acquirenti è presente la convinzione di riuscire a gestire l'impresa in maniera più efficiente con l'intenzione di estrarre anche benefici privati derivanti dal controllo; per questo motivo occorre garantire la protezione degli azionisti di minoranza riconoscendo loro tale premio. Tuttavia, il d. l. 185 del 29 novembre 2008, conosciuto come decreto anti-crisi, nel contesto della crisi economica e finanziaria, ha modificato la disciplina sulle Opa incidendo direttamente sulla contendibilità delle società italiane quotate attraverso un intervento sulla passivity rule, sulla regola di neutralizzazione e sulla clausola di reciprocità:

1. Per quanto riguarda la *passivity rule*, si è reso facoltativo l'inserimento all'interno degli statuti delle società quotate italiane della clausola

¹⁸³ Direttiva 2004/25/CE. G. S. Russo, 'La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto', *www.altalex.com*, 2005.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

contenente la regola di passività, eliminandone quindi l'obbligatorietà; inoltre, se lo statuto prevede la *passivity*, gli amministratori non possono compiere atti od operazioni che mirano a contrastare l'offerta, senza aver preventivamente ottenuto l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria e straordinaria secondo i quorum ordinari previsti dagli articoli 2368 e 2369 c.c., e non più del 30%: viene quindi notevolmente attenuata la tutela degli azionisti di minoranza dal momento che risulta più agevole l'adozione di misure difensive per un socio di maggioranza relativa la cui partecipazione sia inferiore al 30%.

2. La nuova regola prevede, anche in questo caso, che la neutralizzazione, che rendeva inefficaci alcune misure difensive come i patti parasociali, sia facoltativa e, quindi, va espressamente inserita nello statuto, se si ritiene di volerla adottare;
3. Il principio di reciprocità non ha subito modificazioni, ma solo un adattamento alla nuova formulazione della *passivity rule* e della regola di neutralizzazione: le due regole sono applicabili, se previste dallo statuto, soltanto se l'offerente applichi disposizioni equivalenti.

Infine, occorre evidenziare che il d. l. n. 5 del 2009¹⁸⁴, con riferimento alle società quotate:

- a) ha elevato dal 10% al 20% del capitale sociale la soglia prevista per l'acquisto di azioni proprie da parte di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, rafforzando in tal modo la proprietà controllante che potrà ripararsi più agevolmente da scalate esterne;
- b) ha innalzato la soglia originaria del 3% al 5% per quanto concerne le azioni che il controllante può acquistare annualmente senza incorrere nell'obbligo di lanciare un'Opa, riducendo così i vantaggi derivanti dalle misure a protezione degli azionisti di minoranza previsti originariamente dal T.U.F.;

¹⁸⁴ 'Quadro normativo in materia di OPA', *www.Consob.it*.

c) ha attribuito alla Consob il potere di prevedere, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori nonché di efficienza e di trasparenza del mercato del controllo societario, soglie inferiori al 2% per la comunicazione alla Consob e al pubblico delle partecipazioni rilevanti in una società con azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, allertando in tal modo per la presenza di un eventuale scalatore. Attraverso l'introduzione dell'obbligo di rendere pubbliche le informazioni relative al possesso di partecipazioni superiori a soglie prefissate consente alle autorità di vigilanza, agli azionisti di minoranza e in generale al mercato di ottenere informazioni sull'identità dei *blockholders*, oltre che di monitorarne i comportamenti per evitare o limitare i problemi di agenzia derivanti dalla possibile estrazione di benefici privati di controllo a danno degli altri azionisti e/o per valutare la probabilità che si verifichi un'offerta. Quanto più si innalza la soglia, tanto più si riduce il costo per l'acquisizione del controllo da parte dell'offerente, in quanto diminuisce il numero di azioni sul quale corrispondere il premio. Gli obblighi di trasparenza delle partecipazioni rilevanti in un sistema caratterizzato da una forte concentrazione del controllo, come quello italiano, hanno anche la valenza di consentire il monitoraggio di eventuali transazioni infragruppo. Riducendo la soglia per la comunicazione alla Consob al di sotto del 2%, si innalza notevolmente il costo dell'acquisizione per eventuali *bidder*.

Benché in letteratura (Goergen e Martynova, 2005) si sia già discusso degli effetti contrastanti di alcune di queste misure, in un contesto come quello italiano, caratterizzato da *concentrated ownership and blockholder control* (Becht e Mayer, 2001), secondo il parere di alcuni esperti¹⁸⁵ “*l'aspetto più inquietante è che queste misure sono state introdotte su sollecitazione del*

¹⁸⁵M. Onado, ‘Un Anno Di Governo: Mercato Finanziario’, *www.la voce.info.*, 2009.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

*presidente della Consob, l’Autorità che dovrebbe avere a cuore gli interessi di tutti gli azionisti, non solo di quelli di controllo”. Le misure introdotte costituiscono infatti un passo indietro per il *market for corporate control*, in un paese come l’Italia, in cui le società si presentano già scarsamente contendibili, in quanto vanno a rafforzare la posizione dei soci di controllo ed al contempo offrono la possibilità di individuare repentinamente un eventuale scalatore. Pertanto, tali tendenze legislative appaiono in netta controtendenza rispetto alle intenzioni del legislatore al tempo del T.U.F. e della Direttiva europea.*

CAPITOLO V

BUSINESS CASES

SOMMARIO: 5.1 Overview del settore: scenario economico – 5.1.1 *Overview del settore: le nuove generazioni* – 5.1.2 *Overview del settore: Mergers & Acquisitions* – 5.2 Business Groups nel settore moda – 5.3 Luxottica Group – 5.3.1 *Governance Aziendale* – 5.3.2 *Gestione delle risorse umane* – 5.3.3 *La Fusione* – 5.4 Gucci e Kering Group – 5.4.1 *Il Principio* – 5.4.2 *Reaction* – 5.4.3 *Il White Knight* – 5.4.4 *L’epilogo* – 5.4.5 *Considerazioni* – 5.4.6 *Kering: business model* – 5.4.7 *Kering Group Governance* – 5.4.8 *Strategia di gruppo* – 5.4.9 *Gucci oggi: un nuovo duo vincente* – 5.4.10 *Gucci oggi: brand-gruppo diversificato ed esteso* – 5.4.11 *Gucci oggi: processo decisionale* – 5.5 Armani Group – 5.5.1 *Armani Group: Business Model e Governance* – 5.5.2 *Armani Group: ristrutturazione attuale*

5.1 Overview del settore: scenario economico

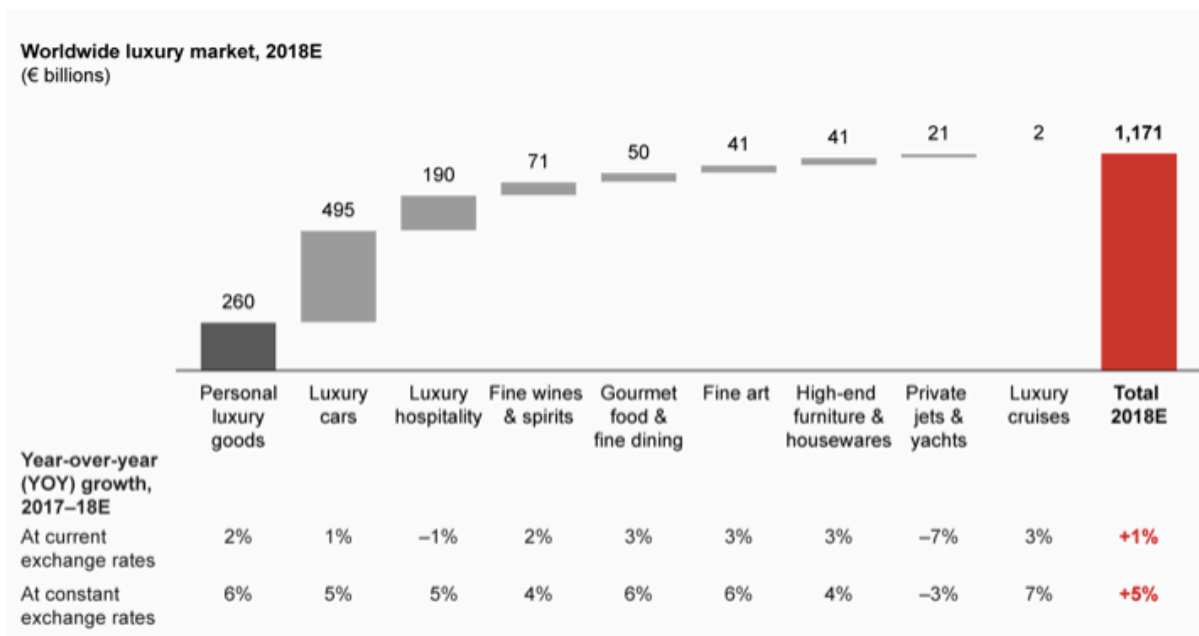
Nonostante il recente rallentamento della crescita economica dei mercati maggiori, tra cui Cina, l’Eurozone e l’America, il mercato dei beni di lusso appare positivo. Nel complesso il mercato del lusso è cresciuto del 5% nel 2018, con performance positive lungo tutti i segmenti. In particolare, le vendite delle auto di lusso dominano il mercato e le *experience* di lusso continuano ad essere molto attraenti per i consumatori, come dimostrato dalla crescita di vendite del settore dell’ospitalità di lusso (+5% rispetto all’anno precedente), cibo gourmet e *fine dining* (+6%) – con particolare rilevanza della nutrizione ‘etica’, che riflette il desiderio dei consumatori di autenticità, qualità, freschezza e trasparenza legate all’origine dei prodotti – e crociere di lusso (+7%). Il segmento core dei beni personali di lusso ha raggiunto un livello record di vendite con € 260 milioni, in crescita del 6%, (Figura 9) : tra tutte le categorie di prodotti, scarpe e gioielli hanno subito il maggior incremento (+7%), seguito da borse e beauty.

La crescita è guidata proprio dai consumatori Cinesi, con una quota globale di spesa nel lusso che continua a crescere pari al 33% del totale; mentre la clientela locale complessiva ha registrato una performance positiva, sebbene non omogenea tra i vari paesi. Anche in America le vendite luxury sono cresciute ad un tasso del 5%; Canada e Messico rappresentano mercati forti nella regione mentre le incertezze politiche in Brasile hanno influito

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

negativamente sulla sua performance. Il Giappone, supportato dalla spesa dei turisti, è cresciuto leggermente rispetto al resto dell’Asia, che comunque complessivamente è positiva, grazie non solo al beneficio apportato dai turisti ma anche da una dinamica crescita della clientela locale. Nelle restanti regioni, si è avuta una situazione flat principalmente a causa della stagnazione del Middle-East, soprattutto a causa di politiche restrittive, non aiutato nemmeno dal turista a causa della turbolenta situazione geopolitica.

Figura 9: Crescita del mercato del lusso globale nel 2018: +5% rispetto al 2017



Fonte: Bain & Company, 2019

Relativamente ai canali distributivi, continua l’accelerata dello shopping del lusso online, cresciuto nel 2018 del 22% raggiungendo i €27 miliardi, rappresentando così il 10% del totale delle vendite: gli accessori rappresentano la categoria più venduta online, con un terzo del mercato totale dei beni personali di lusso, seguiti dall’abbigliamento; beauty e ‘hard luxury’ (gioielli ed orologi) comunque in crescita. Anche il canale retail ha visto un aumento delle vendite nel 2018 (+4%), mentre l’wholesale solo dell’1% - nonostante

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

resti il maggior canale per beni luxury, contando per il 62% delle vendite totali – ostacolato dai department store e dal rallentamento dei negozi specializzati a causa della forte competizione del canale online. Intanto, anche il mercato degli articoli di lusso second-hand ha raggiunto i €22 miliardi con forte crescita in Europa e nelle piattaforme online¹⁸⁶, (Figura 10).

Figura 10: Crescita del mercato globale dei beni personali di lusso 2004-2018



Fonte: Bain & Company, 2019

L'adozione negli US di politiche protezioniste, l'implementazione di politiche fiscali, l'attuazione di una politica monetaria restrittiva hanno portato ad un abbassamento della spesa dei consumatori e prezzi più alti. L'incertezza del risultato della Brexit (la strategia UK di uscire dall'Unione Europea), impatterà sicuramente sull'Eurozona ed oltre. Gli altri fattori che incidono sul futuro del mercato del lusso globale includono la rivoluzione digitale e

¹⁸⁶ Bain & Company, 'The Future of Luxury: A Look into Tomorrow to Understand Today', www.bain.com, 2019

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

l’impatto della tecnologia, la crescente classe media globale (nota: entro il 2020 più del 50% dei consumatori sarà considerata ‘middle class’) e l’influenza esercitata dai Millennials, HENRYs e Gen Z. L’età dei luxury shopper si è infatti ridotta passando da 48 a 34 anni e ci si aspetta che continui a diminuire in futuro: le nuove generazioni di consumatori raggiungono una significativa ricchezza prima nella vita, ridefinendo il concetto di lusso. I nuovi consumatori del lusso sono alla ricerca di esperienze singolari più che di beni iconici, con la tendenza ad abbandonare i canali di vendita tradizionale per l’utilizzo del digital. Nel 2018, le nuove generazioni hanno rappresentato il 47% dei consumatori del lusso, generando il 33% degli acquisti di lusso totali. Per capitalizzare, i brand di lusso stanno adattando la propria offerta, la comunicazione, le strategie di engagement ed i canali distributivi, oltre a diventare più consapevoli delle preferenze culturali e di taglie: il 40% del ready-to-wear femminile di lusso è caratterizzato da indumenti che possono essere indossati da donne Musulmane, mentre la moda inclusiva destinata a consumatori ‘curvy’ o plus-size ne ha rappresentato il 20%.

5.1.1 Overview del settore: le nuove generazioni

In un tempo di trend che cambiano velocemente, le aziende del lusso hanno iniziato a tenere sott’occhio una nuova classe di consumatore in crescita che probabilmente diventerà progressivamente sempre più rilevante in futuro: si tratta dei cd. ‘HENRYs’, (acronimo che sta per High-Earners-Not-Rich-Yet), che attualmente percepiscono delle entrate significative ed è probabile che diventino i membri più ricchi della società in futuro. Gli HENRYs hanno un’età media di 43 anni, guadagnano tra i \$100.000 e i \$250.000¹⁸⁷ (conoscono bene il mondo digital, amano lo shopping online e sono grandi spenditori, in particolare la componente Millennial. Di conseguenza, le aziende del lusso oltre a mantenere i propri clienti attuali, mirano a costruire delle relazioni di lungo termine con quella che diventerà la classe di consumatori più influente

¹⁸⁷ ‘Meet HENRY: High Earners Not Rich Yet’, www.equifax.com, 2017.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

nel futuro. In particolare, per far ciò le aziende hanno portato il focus sui valori core di questa categoria quali autenticità, impegno nel fare la cosa giusta, seguire pratiche sostenibili. Storicamente, l'industria del lusso è stata sempre associata con concetti quali l'eccessivo consumismo, prezzi estremamente alti, elitismo, oggi invece le nuove generazioni che stanno conquistando il mercato con i propri nuovi valori hanno cambiato le aspettative del cliente per i brand di lusso, aspettandosi che siano sostenibili ed etici nei loro processi di produzione. Il tema della sostenibilità è un fattore chiave al cuore delle nuove generazioni di clienti, che preferiscono che i brand del lusso siano impegnati a seguire standard etici e diano un contributo positivo all'ecosistema attraverso azioni pratiche, essendo disposti a pagare un premium price per quei prodotti di brand consapevoli. Ambiente, sostenibilità, benessere degli animali, pratiche di produzione e dei lavoratori, impatto positivo sulle comunità sono tutti elementi che vengono presi in considerazione nell'acquisto di un prodotto, ed i beni di lusso non sono un'eccezione, e devono evolversi verso nuovi modelli di lusso etico e sostenibile.

L'altro aspetto collegato al cambiamento di valori delle nuove generazioni è relativo al patrimonio storico del brand che perde rilevanza: in particolare, i nuovi consumatori del lusso sembrano interessarsi solo ai brand che hanno creato valore per loro nelle ultime 24ore. Il report del *'The Luxury Institute'* evidenzia che le nuove generazioni di clienti delle aziende del lusso attribuiscono minor importanza a fattori come storia e patrimonio del brand nel formare le proprie decisioni di acquisto, che si collocano al sesto posto dopo qualità, servizio al cliente, design, artigianalità ed esclusività del prodotto. Di conseguenza, se i brand continuano a dipendere principalmente sull'heritage senza reinventarsi, sono destinati ad essere rifiutati dalla crescente popolazione di millennials globale: da qui le iniziative di molteplici brand di lusso di contaminazione con brand streetwear popolari tra i millennials (Louis Vuitton x Supreme, Jimmy Choo x Off-White, ecc...).

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Inoltre, trattandosi di una categoria fortemente influenzata dalla tecnologia moderna e che utilizza i social media per formare le proprie decisioni di acquisto, le aziende hanno iniziato a coinvolgere questi clienti facendo leva sulle proprie piattaforme social. I Millennials e la Gen Z¹⁸⁸, caratterizzati dalla ricerca di maggior ‘value for money’, maggiore personalizzazione, ed un accesso digitale integrato, hanno spinto i brand del lusso con una componente crescente di clientela giovane, a ripensare alle proprie strategie di social media, oltre a sviluppare relazioni con influencers e blog di nicchia che testimoniano il brand all’interno delle comunità interessate. Ciò ha comportato il coinvolgimento delle autorità regolamentari in diversi paesi a partire dall’America, per garantire l’applicazione delle regole di trasparenza.

L’esigenza di personalizzazione avvertita da questa crescente popolazione di consumatori ha indotto i brand a rispondere attraverso l’offerta di prodotti individuali, incorporando la personalizzazione nelle strategie di lungo termine, per assicurarsi maggiore fedeltà: è il caso di Gucci che già nel 2016 lancia il ‘Do It Yourself’, che permette ai clienti di personalizzare una selezione di prodotti, a partire dalla celebre Dionysus Bag, su cui possono essere applicati svariati patch preziosi. Mentre da un lato però per i brand di lusso è cruciale offrire un’esperienza quanto più personalizzata che i clienti oggi si aspettano, dall’altro l’implementazione delle leggi sulla privacy dei dati sta limitando il grado a cui i brand possono fornire una *shopping experience* personalizzata. I nuovi regolamenti, come l’EU General Data Protection Regulation (GDPR), divenuto efficace a Maggio 2018, o il California Consumer Privacy Act, che avrà effetto nel 2020, limitano la raccolta e l’uso dei dati personali dei clienti.

5.1.2 Overview del settore: Mergers & Acquisitions

Tradizionalmente, la scena della moda di lusso è stata dominata dai tre maggiori conglomerati di aziende in Europa – Kering, LVMH e Richmont –

¹⁸⁸ J. Fromm, ‘The birth years of Millennials and Generation Z’, www.millennialmarketing.com, 2017.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

assieme a brand indipendenti come Chanel, Giorgio Armani e Burberry. Più di recente poi, aziende basate in America come Coach Inc. e Micheal Kors Holdings hanno seguito la strada delle acquisizioni per espandersi: Coach acquisendo Kate Spade e Stuart Weitzmann, trasformandosi nel gruppo ‘Tapestry Inc.’; Micheal Kors nel 2017 acquisisce Jimmy Choo, procedendo poi nel Settembre 2018 ad annunciare l’acquisto di Versace, divenendo ‘Capri Holdings’. Se a ciò si aggiunge l’aumentata competizione derivante dalle aziende in Cina come Fosun International che nel 2018 ha completato l’acquisizione di quote di maggioranza nella francese Lanvin e nella tedesca Woldford, assieme al ruolo di player quali le società di private equity, che negli ultimi anni sono emersi nel mercato come nuovi soggetti capaci di favorire la crescita delle aziende della moda e del lusso, è possibile delineare chiaramente il trend attuale delle M&A¹⁸⁹. Di conseguenza, sia case di moda di lusso che società di private equity hanno dovuto familiarizzare con i particolari delle acquisizioni che coinvolgono i gruppi del lusso. Nonostante queste ultime siano sempre rischiose, l’industria sembra aver raggiunto un consenso generale su alcune strategie rilevanti: in primo luogo, quella perseguita dalle aziende buyer che hanno come target aziende più giovani e meno costose con una sufficiente fedeltà al brand ma con un buon potenziale di crescita; ed in secondo luogo che assicurino che l’azienda target possa prosperare sotto la nuova proprietà ed essere parte di una più ampia strategia.

In particolare, con l’accelerazione delle vendite online, che secondo Bain & Co. rappresenteranno il 25% del mercato globale del lusso entro il 2025, è probabile che assisteremo ad un incremento di operazioni di M&A che hanno come protagoniste aziende e-commerce, considerato il rapido avanzamento dei retailer di lusso nel canale e-commerce: delle 24 operazioni di consolidamento di imprese retail verificatesi nel 2017, sono state acquisite 14 retailer che vendono esclusivamente online. Nel 2018 il conglomerato svizzero Richmont

¹⁸⁹ T. Bacigalupo, E. Zarrini, ‘Think Tank: M&A’s in Luxury Fashion; What’s ‘In Season’?’, www.wwd.com, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

– che detiene marchi come Cartier, Van Cleef e Montblanc – ha incrementato la propria quota di minoranza del 25% attraverso un’Opa che si è rivelata di successo, acquisendo il 94,99% del capitale sociale di YNAP (Yoox Net-a-Porter, gruppo creatosi dalla fusione dei due maggiori player e-commerce di moda e design, sviluppando il maggiore player al mondo) entrando nel mondo delle vendite di lusso online¹⁹⁰. Phillips Van Heusen, invece, proprietario di Calvin Klein ed altri brand iconici, ha acquisito True&co, un e-commerce verticalmente integrato.

Sebbene molti vedano la strategia di consolidamento di player del lusso come inevitabile, i potenziali buyer dovrebbero preventivamente valutare l’azienda target sotto il punto di vista finanziario ed in particolar modo considerare le target che abbiano potenzialità di sviluppo, di integrazione di giocare un ruolo chiave nella strategia di acquisizione della buyer. La chiave del successo risiede sicuramente nell’abilità dell’azienda raider/buyer e della target di creare sinergie ed integrare diverse culture e sistemi di valore, prendendo il meglio da ambo le parti.

5.2 Business Groups nel settore moda

La scelta delle aziende da studiare è ricaduta sulle seguenti, che rappresentano 3 casi caratterizzati da peculiarità che li erigono ad esempio per individuare dei modelli sotto i quali far ricadere gran parte delle aziende del settore: Luxottica, Kering e Gucci, ed Armani. Si tratta inoltre di aziende con cui ho avuto l’opportunità di lavorare, vivendo in prima persona a contatto con tali realtà del fashion system.

In Luxottica, ho lavorato come Product Assistant, seguendo il gruppo Armani, in licenza con i 3 brand eyewear Giorgio Armani, Emporio Armani e Armani Exchange: dal brief che arriva da Armani al contatto con i designer, all’analisi dei dati e dei trend per strutturare l’offerta di collezione, definendo prodotti,

¹⁹⁰ E. Micheli, ‘Richemont conquista il 95% di Ynap. Marchetti: «Ora siamo imbattibili»’, www.ilsole24ore.com, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

materiali, colori, prezzi e margini, passando poi alle presentazioni delle collezioni ai buyer internazionali ed alle agenzie copy, oltre al costante rapporto con produzione e marketing; in pratica, l’ufficio prodotto in Luxottica è il punto di snodo che deve avere ogni aspetto sotto controllo, e per il quale passano tutti i flussi di informazione per prendere le decisioni relative al prodotto appunto. Grazie all’esperienza in Luxottica, sono potuta entrare nel mondo Armani, in particolar modo per quanto riguardava l’approvazione delle collezioni, oltre poi al coordinamento quotidiano per le attività operative, come ad esempio l’invio dei prototipi sviluppati da Luxottica per le sfilate Armani.

In Gucci poi ho vissuto due aspetti, sempre legati al prodotto: il merchandising, come Worldwide Woman Ready-to-Wear Collection Merchandising Assistant a Milano, nel celebre Gucci Hub, ed il buying, come Europe Bags Buyer Assistant, nella storica sede della maison fiorentina, a Scandicci. In Gucci, il worldwide collection merchandising si occupa degli aspetti che riguardano il prodotto e lo sviluppo della nuova collezione, che vanno dalla ricerca di trend per fornire input all’ufficio stile, all’analisi dei best-seller, alla scelta dei capi che entreranno in collezione e di quelli che saranno ‘carry over’ o continuativi, per dar via alla campagna ordini per i buyer, oltre alla definizione dei prezzi, ad ogni tipo di materiale concernente la collezione, con dettagli di stili, materiali, dettagli, nella maniera più accurata possibile, per poi coordinare lo sdifettamento e poi gli scatti di tutti i capi, l’invio degli stessi ad importanti magazines per celebrities o ancora per eventi speciali, per concludere con la presentazione della collezione ai buyer internazionali che andranno poi ad acquistare la collezione per i negozi che gestiscono.

Il compito del buyer è infatti quello di acquistare la collezione per i negozi che ha in gestione – nel mio caso circa 100 negozi in Europa – dato un certo budget, allocandola nella maniera più efficiente possibile, avendo analizzato e valutato trend, clientela, vendite e specificità dei negozi, performance di

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

articoli simili, delle linee di prodotto e di ciò che della nuova collezione verrà selezionato come articolo in adv – quindi in advertising – che necessiterà di una maggiore copertura in termini di quantità nei negozi. Oltre a tutto ciò, in season vi è poi tutto il lavoro di preparazione di materiale di supporto per gli store manager, gestione degli assortimenti ai negozi, che va dal controllo degli articoli sbloccati dalla produzione per essere inviati negli store (per quelli che dovranno ricevere quel prodotto), al coordinamento della merce da inviare ai negozi per eventi speciali – come fiere, riaperture, nuove aperture, fashion week, ecc.. – alla decisione della quantità da inviare ai negozi e da trasferire tra essi per massimizzare i cd. sell-thru %, monitorando costantemente trend, vendite, clientela, anche attraverso ‘call’ settimanali ai negozi e ‘store visit’ per verificare di persona l’andamento del negozio che si va a visitare, il suo visual merchandising, il flusso della clientela, analizzando poi anche i competitor principali nella città. Infine, prima che la nuova collezione arrivi nei negozi, il buyer presenta la collezione agli store manager dei negozi che gestisce, per raccontare i selling point principali ed avere feedback interessanti.

La velocità e l’accuratezza nello svolgere i propri compiti sono fondamentali in aziende del genere, caratterizzate da ritmi frenetici ed una grande varietà di attività da seguire, come per la gran parte delle aziende di moda. Il mondo della moda è per sua natura frenetico: la moda, invero, può essere definita come l’insieme dei prodotti caratterizzati da cicli di rinnovo brevi, sottoposti alla regola della stagionalità, appartenenti ai settori del tessile-abbigliamento (nei diversi comparti), della pelletteria e della calzatura. In questi settori, le aziende rinnovano il proprio portafoglio prodotti almeno due volte l’anno, con l’alternanza delle stagioni ed in funzione di specifici obiettivi ed occasioni, con una tendenza attuale ad accelerare il rinnovo delle collezioni¹⁹¹.

Le aziende del mondo della moda prese in esame in questo capitolo

¹⁹¹ N. Misani, P. Varacca Capello, ‘Le Collezioni nella Moda – la gestione dei processi dal designer al cliente’, 2016.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

rappresentano dei casi significativi, per aver vissuto momenti di crescita dimensionale, diventando parte di un gruppo – per acquisizione/fusione dall'esterno ovvero per creazione di sub-brands differenziati, anche in settori contigui in una concezione più ampia di lifestyle – e sopravvivendo ed anzi diventando brand iconici nell'arena competitiva attuale, raggiungendo approvazione e successo.

Luxottica e Kering (gruppo i cui ricavi ed utili in crescita sono trainati dal successo di Gucci¹⁹²) rientrano nella top 10 delle aziende di beni di lusso per vendite nel 2017, (Figura 11): in particolare, Kering ha raggiunto la crescita maggiore nelle vendite di lusso con un +27%, consentendole di scavalcare Luxottica, con una performance positiva di tutte le categorie, regioni e canali distributivi¹⁹³.

Figura 11: Top 10 aziende di beni di lusso, FY2017

FY2017 Luxury goods sales ranking	Change in ranking	Name of company	Country of origin	FY2017 Luxury goods sales (US\$m)	FY2017 Total revenue (US\$m)	FY2017 Luxury goods sales growth ^a	FY2017 Net profit margin ^{***}	FY2017 Return on assets ^{**}	FY2015- 2017 Luxury Goods CAGR ^{**}
1	↔	LVMH Moët Hennessy- Louis Vuitton SE	France	27,995	48,057	17.2%	13.2%	8.2%	10.9%
2	↔	The Estée Lauder Companies Inc.	US	13,683	13,683	15.7%	8.1%	8.8%	10.2%
3	↔	Compagnie Financière Richemont SA	Switzerland	12,819	12,819	3.1%	11.1%	4.8%	-0.4%
4	↑ +1	Kering SA	France	12,168	17,446	27.5%	12.1%	7.3%	17.2%
5	↓ -1	Luxottica Group SpA	Italy	10,322	10,322	0.8%	11.4%	10.4%	1.8%
6	New	Chanel Limited	UK	9,623	9,623	11.5%	18.6%	19.6%	ne
7	↓ -1	L'Oréal Luxe	France	9,549 ^a	9,549 ^a	10.6%	n/a	n/a	8.2%
8	↓ -1	The Swatch Group Ltd.	Switzerland	7,819	8,082	5.4%	9.5%	5.6%	-2.9%
9	↑ +1	Chow Tai Fook Jewellery Group Limited 周大福珠宝集团有限公司	Hong Kong	7,575	7,575	15.4%	7.1%	7.3%	2.2%
10	↓ -1	PVH Corp.	US	7,355	8,915	10.7%	6.0%	4.5%	8.1%
Top 10				118,909	146,071	14.2%	11.6%	7.8%	7.5%
Top 100				246,664	276,754	10.8%	9.8%	7.6%	5.3%
Economic concentration of Top 10				48.2%	52.8%				

Fonte: Deloitte, Global Powers of Luxury Goods 2019. Bridging the gap between the old and the new', 2019

¹⁹² M. D'Ascenzo, 'Kering, crescono ricavi e utile trainati da Gucci', *www.ilsole24ore.it*, 2019.

¹⁹³ Deloitte, 'Global Powers of Luxury Goods 2019. Bridging the gap between the old and the new', 2019.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Luxottica è tra le maggiori realtà italiane quotata in borsa, in cui uno tra i maggiori azionisti è rappresentato proprio dal sig. Giorgio Armani (i cui occhiali sono affidati in licenza a Luxottica, che sviluppa le collezioni eyewear nei 3 brand Giorgio Armani, Emporio Armani ed Armani Exchange). Luxottica appartiene ancora alla famiglia del sig. Del Vecchio che ha saputo creare una potenza mondiale grazie anche alla nomina di dirigenti esperti, continuando però a mantenere il controllo sulla propria azienda. Di recente, anch'essa ha ceduto al forte trend attuale ed in sviluppo delle *M&A*, andando ad effettuare una fusione – che analizzeremo in seguito – con il principale player per il business ‘vista’, il francese Essilor.

Gucci rappresenta, invece, l'emblema della realtà anglosassone, essendosi accorpata ad un gruppo leader nel lusso, quale Kering, diventato uno dei casi maggiormente studiati nell'ambito di hostile takeovers. Il proprietario del gruppo Kering, Francois Pinault, è intervenuto nel corso di un tentativo di hostile takeover rivolto all'azienda Gucci – allora guidata dal team De Sole (Ceo) e Ford (direttore creativo) – da parte dell'altro maggiore player, LVMH guidato da Arnault – gruppo la cui strategia di crescita consiste proprio nell'acquisire aziende tramite takeover ostili. Gucci riuscì a mettere in atto una serie di tecniche difensive per fronteggiare e scoraggiare il takeover fino all'intervento del *white knight*¹⁹⁴, Kering, che garantendo condizioni di acquisizione migliori la acquisì facendo cadere quindi il tentativo di subire il takeover di LVMH. L'azienda tuttavia, pur nell'ambito di una strategia coerente a livello gruppo con gli altri brand, continua ad essere gestita con manager e direzione esterna, che hanno trasformato la iniziale realtà proprietaria ed italiana di successo nel brand del lusso con più alto tasso di crescita attualmente, con circa 100 negozi diretti in area EMEA, gestiti centralmente tra Milano e Firenze, che coprono abbigliamento e accessori moda, e di recente ha attuato un'estensione di business andando a sviluppare

¹⁹⁴ Strategia di sollecitazione di amichevoli takeover di terze parti, per sfuggire a scalate ostili.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

anche la collezione home decor, un bistrot con la collaborazione dello chef stellato Bottura, oltre ad un museo che mostra la straordinarietà dei capi recenti accanto a pezzi d’archivio. Tutto ciò è stato possibile grazie in particolar modo alla ricreazione di un duo vincente formato dal Ceo Marco Bizzarri ed dal direttore creativo Alessandro Michele, che ha reinventato il concetto di lusso del XXI secolo.

Nel mondo del lusso pare che ogni grande nome faccia parte di un gruppo di aziende perché ha subito un’acquisizione – ostile od amichevole.

I gruppi Prada ed Armani rappresentano le eccezioni. Andremo qui ad analizzare l’espansione della Giorgio Armani s.p.a, che pur avendo avuto molteplici offerte di acquisizione è stata in grado di rafforzarsi in maniera endogena, quindi lasciando il controllo al fondatore Giorgio Armani, presidente, direttore creativo e Ceo dell’azienda.

In particolare, l’assetto di governance, seppur a proprietà familiare, sembrerebbe incidere in maniera positiva quando la direzione è in misura maggioritaria affidata a manager esterni, con forti esperienze pregresse internazionali che guidano l’impresa.

Shumpeter (1934) individua nell’imprenditore il motore chiave del progresso economico ed il caso della Giorgio Armani ne è la dimostrazione, verosimilmente legato alla fortissima identificazione dell’azienda con l’imprenditore, che quindi costituirebbe un fattore determinante per il successo e la crescita dell’azienda familiare.

5.3 Luxottica Group

“Non ho avuto modelli, diciamo che ho sempre avuto l’idea di migliorare e questo non vuol dire che io ritengo di aver gli occhiali più belli al mondo. Però sicuramente non c’è nessuno che li fa meglio di noi”

Leonardo Del Vecchio - Fondatore ed Executive Chairman

In Luxottica

Luxottica Group è la maggiore compagnia nel settore ‘luxury and fashion eyewear’ al mondo, con headquarter a Milano, fondata ad opera di Leonardo Del Vecchio, (attualmente ancora chairman del gruppo), nel 1961 ad Agordo, in provincia di Belluno. A partire dalla produzione di montature per occhiali, si dedica poi anche allo sviluppo di occhiali in differenti modelli, conquistatosi la fama di miglior venditore retail. L’azienda si espande velocemente, integrandosi verticalmente con un’azienda di distribuzione e negli anni ’80 stipula il primo accordo commerciale in licenza con Armani, capendo che attraverso l’acquisizione in licenza dei più importanti brand della moda, sarebbe diventato il top player di mercato. Nel 1988 arriva il conferimento da parte del Presidente della Repubblica Italiana Francesco Cossiga dell’onorificenza di Cavaliere del lavoro¹⁹⁵, e dopo due anni la quotazione alla borsa di New York, seguita nel 2000 da quella nella borsa di Milano. Luxottica è quotata al Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana (“MTA”), tuttavia nel corso del 2017 ha avviato e concluso la procedura di delisting dal New York Stock Exchange (NYSE) presso la quale è stata quotata fino al 16 giugno 2017¹⁹⁶.

Accrescendo la propria quota di mercato attraverso acquisizione esterna sia di brand divenuti di proprietà, tra i quali Ray-ban, Oakley e Persol, sia di brand

¹⁹⁵ ‘Made in Italy e innovazione: il caso Luxottica’, www.ecommerceguru.it, 2017.

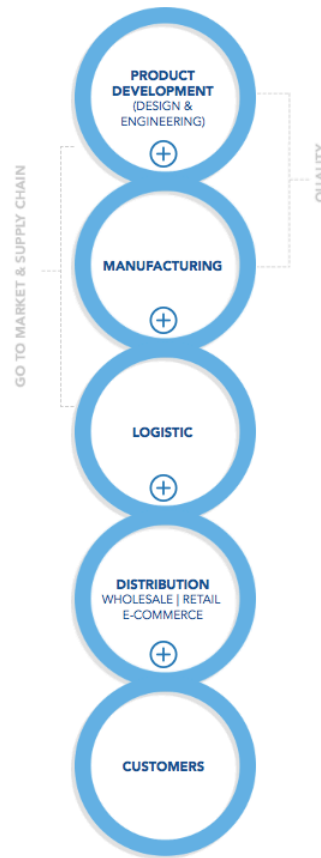
¹⁹⁶ www.luxottica.com

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

in licenza, inclusi il gruppo Armani, Bulgari, Chanel e Valentino, consta ora di un portafoglio composto da 29 brand, appartenenti al segmento premium e luxury fashion, oltre a 12 catene retail dell’occhialeria. La strategia di crescita del gruppo è perseguita sia organicamente che mediante acquisizioni, con un modello di business chiaro basato sull’integrazione verticale che copre l’intera catena del valore: Luxottica ha nel tempo integrato ogni fase del processo produttivo, a partire dal design, per ottenere un livello di efficienza in linea con la qualità dei prodotti e servizi offerti, oltre che dei propri processi. Ciò è stato gradualmente accompagnato dall’espansione della distribuzione (Figura 11): la distribuzione diretta consente, oltre che la riduzione del time-to-market, anche di conoscere specifiche necessità dei vari paesi in cui opera, che siano essi mercati sviluppati od emergenti¹⁹⁷. In particolare, una tale visione completa che va dal design alla distribuzione dell’occhiale fornisce un forte valore aggiunto nella comprensione di gusti e trend del cliente, permette la realizzazione di forti sinergie e stimola l’innovazione cross-funzionale.

¹⁹⁷ Il network di distribuzione wholesale copre più di 150 Paesi nei 5 continenti, completata da una rete retail di circa 9.000 store. www.luxottica.com, (2019 update)

Figura 7. Modello di Business Luxottica: Integrazione Verticale



Fonte: www.luxottica.com

5.3.1 Governance Aziendale

Il business group è composto da Luxottica, società capogruppo, che implementa le proprie strategie attraverso la presenza di azienda sussidiarie controllate, locate nei Paesi in cui opera, esercitando attività di direzione e coordinamento su di esse, avendo sempre riguardo dell'interesse del Gruppo Luxottica nel suo complesso. In particolare, si fa riferimento al 'Code of Ethics' per il rispetto di definiti valori comuni, che si collegano all'importanza rivestita dalla trasparenza delle decisioni manageriali ed ai sistemi di controllo interni. Il board assume un ruolo centrale, composto attualmente da 12 membri, con il Cav. Del Vecchio come executive chairman, 2 deputy chairman, di cui uno riveste la carica di CEO, Francesco Milleri, oltre ad 8 directors indipendenti, la metà dei quali donna. Milleri, in particolare, arriva

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

dopo una serie di cambi al vertice: in seguito alla partenza di Andrea Guerra come AD nel 2014, Del Vecchio nominò nuovo CEO Enrico Cavatorta, che però lasciò l'incarico dopo solo un mese; il successore Adil Mehboob-Khan, uno dei due AD entrati in carica due anni prima, se n'è andato a gennaio del 2016, tanto che Leonardo Del Vecchio ha deciso di prendere in mano le sue deleghe affiancandosi all'altro AD, Massimo Vian, che a tre mesi dalla scadenza del mandato, nel Dicembre 2017, conclude la propria collaborazione in Luxottica cedendo il posto a Milleri, allora vicepresidente.

Il sistema di governance di Luxottica si caratterizza per la presenza di diversi organi:

- Cda, con potere-dovere di indirizzare e dirigere l'impresa, con l'obiettivo di massimizzare il valore di medio-lungo termine per gli azionisti;
- Assemblea dei soci, con poteri-doveri di nomina e revoca dei componenti di Cda e collegio sindacale, approvazione bilancio e destinazione utili, modifiche statuto speciale;
- Collegio Sindacale, con poteri-doveri di verificare l'osservanza di leggi e statuto, il rispetto dei principi di corretta amministrazione, l'adeguatezza della struttura organizzativa, del sistema di controllo e di quello amministrativo-contabile, infine per la revisione dei conti;
- Comitato di Controllo, con funzioni istruttorie, consultive e propositive nei confronti del Cda;
- Comitato delle Risorse Umane, con funzioni istruttorie, consultive e propositive nei confronti del Cda, relativamente anche ai piani di incentivazione e remunerazione dei dipendenti¹⁹⁸.

5.3.2 Gestione delle risorse umane

I dipendenti rivestono un ruolo primario all'interno del gruppo, che nell'ultimo decennio ha sviluppato un innovativo sistema di welfare che

¹⁹⁸ <https://illuminiamolacg.wordpress.com/corporate-governance/italiana-luxottica/>

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

promuove il benessere e la soddisfazione dei dipendenti, non solo all'interno dell'ambiente di lavoro ma anche fuori, nel nucleo familiare, affinché siano sempre più motivati a dare il meglio in termini di creatività, passione e spirito di squadra. Nell'ottica della meritocrazia, inoltre vi è la politica retributiva ed il sistema di valutazione delle performance, basati su tre leve organizzative:

1. organizzazione ed integrazione delle funzioni di supporto a favore dei diversi business;
2. linguaggio aziendale comune che permetta ai diversi business di lavorare sinergicamente;
3. qualità del processo di selezione e di formazione (per migliorare le competenze aziendali) e grande attenzione allo sviluppo dei talenti.

La gestione del talenti, infatti, mira ad alimentare nuove competenze attraverso una continua formazione, articolata in tre punti:

1. processo di revisione delle risorse, per dar loro il necessario margine di crescita e realizzazione;
2. possibilità di partecipare a corsi di formazione e perfezionamento;
3. monitoraggio della performance di ogni individuo.

Il gruppo, modello esemplare per la gestione delle risorse umane, ha infatti compreso che queste ultime rappresentano una risorsa chiave, le cui competenze, aspirazioni e soddisfazione sono cruciali per il successo di lungo periodo.

5.3.3 La Fusione

A gennaio 2017 viene annunciato il perfezionamento dell'accordo che porterà alla fusione di Luxottica con il gruppo francese Essilor, public company con management capitanato da Hubert Sagnières e numero uno mondiale delle lenti oftalmiche – incluso da Forbes tra le 100 aziende più innovative al mondo, con più di 7900 brevetti – insieme al quale in tal modo creerà un gigante mondiale dell'eyewear, generando sinergie di fatturato e costi, grazie

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

alla forte complementarietà dei business, facendo nascere un’azienda da oltre 15 miliardi di euro di fatturato e 140.000 dipendenti nel mondo¹⁹⁹. In particolare, i benefici dell’unione dei gruppi si rivengono non solo nel taglio di costi, nel potenziamento del cross-selling e della distribuzione, ma anche nella possibilità di unire le forze per fronteggiare le sfide del mercato, tra cui in primis quella tecnologica dovuta all’aumentata competizione nell’innovazione dei prodotti.

Il gruppo Essilor, fondato nel 1849, ha anch’esso attuato una strategia acquisitiva negli anni, crescendo rapidamente, con conseguente miglioramento della profittabilità.

Si tratta di una delle più grandi fusioni cross-border mai avvenuta in Europa, che vede unirsi proprio i due player che dominano l’industria dell’eyewear: divisa in occhiali, venduti per il 70% da Luxottica, e lenti, vendute per una simile percentuale da Essilor. Infatti, come dichiarato dal nuovo AD Milleri, “la fusione con i cugini francesi non è solo un’operazione di dimensioni ma di business model”, in quanto si vanno ad unire due industrie – quella degli occhiali e quella delle lenti – che negli ultimi 50 anni sono stati tradizionalmente separate²⁰⁰. In tal modo la forza di Luxottica nelle montature, oltretutto una forza commerciale senza uguali, si combina con la lunga tradizione nelle lenti del gruppo francese, la sua ottima redditività – al pari dei partner italiani – ed una ricerca tecnologica d’avanguardia, per sfruttare al meglio l’enorme potenzialità che si apre nel mercato dei Paesi extra europei a forte sviluppo, con una stima di un miliardo di nuovi potenziali clienti nei prossimi dieci anni²⁰¹.

Altri player del settore sono principalmente il gruppo italiano Safilo, la americana Johnson & Johnson, e in misura minoritaria la produttrice di sistemi ottici tedesca Carl Zeiss; oltre a nicchie del lusso come Gucci (di proprietà del

¹⁹⁹ G. Bolelli, ‘Luxottica si fonde con la francese Essilor. Nasce un gigante dell’ottica’, www.it.fashionnetwork.com, 2017.

²⁰⁰ ‘Milleri (Luxottica): “Nel 2017 archiviati numeri record, ma è solo l’inizio”’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

²⁰¹ ‘EssilorLuxottica, al via la fusione’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

gruppo francese Kering).

Essilor-Luxottica ad oggi possiede il 62,42% del capitale sociale, Giorgio Armani ne detiene il 4,64%, sotto forma di azioni, ed una quota dell'1,25% è detenuta dalla società come azioni proprie, lasciando un 31,69% di flottante. La minaccia di monopolio pare dietro l'angolo per la legislazione sull'anti-trust dei vari paesi: non solo la Commissione Europea è stata chiamata in causa per indagare sulla fusione, ma anche Stati Uniti, Brasile, Canada e Cina prima di dare il via libera. Il CdA del nuovo gruppo Essilor-Luxottica risultante dalla concentrazione e battezzato il 1° Ottobre 2018 – momento dal quale la newco è entrata nella Borsa di Parigi sotto il nome di ‘EL’ – è espressione per metà del socio italiano e per metà di quello francese, con il Cav. Del Vecchio quale presidente esecutivo affiancato da Hubert Sagnières, in qualità di vicepresidente esecutivo, con pari poteri e con proposta da parte di Del Vecchio di Milleri, Ceo di Luxottica, come Ceo del nuovo gruppo. Tale obiettivo si sarebbe però potuto raggiungere solo con la condivisione dei francesi, nell'ambito della procedura di designazione che entro il 2020 dovrà portare all'individuazione congiunta del nuovo amministratore delegato²⁰². In ogni caso, l'intenzione del patron di Luxottica è di delegare alcune attività operative a Milleri, suo braccio destro, per potersi dedicare al ruolo di presidente e guidare il gruppo strategicamente, senza intaccare la governance aziendale e la ricerca di un nuovo AD, (non volendo quindi irritare la parte francese). Il ruolo della governance in situazioni simili diventa di primaria importanza ed anzi, una governance chiara e priva di tensioni è “essenziale per l'esecuzione del piano” di integrazione dei due gruppi, secondo gli analisti della banca di investimento Equita²⁰³. Le tensioni infatti si sono accese in seguito al CdA del 18 Marzo in cui si sono evidenziati comportamenti di

²⁰² ‘Luxottica: 36 miliardi di ricavi in 4 anni (+40%), dividendo quasi doppio’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

²⁰³ “dal punto di vista operativo uno stallo sulla governance aumenta i rischi sull'esecuzione del progetto di integrazione. Se la situazione non troverà una riconciliazione, come auspichiamo, il rischio è che si arrivi a ridiscutere i patti (la cui validità termina in ogni caso ad aprile 2021) e a un confronto di assemblea”, ‘Cosa sta succedendo a EssilorLuxottica’ www.ilpost.it, 2019.

componenti di Essilor che non rispetterebbero i patti pre-fusione, in quanto contrari al dovere di leale cooperazione e buona fede.

Ciò deriverebbe, come quanto riportato dallo stesso Del Vecchio, dall’assunzione di 4 manager in posizioni strategiche nel gruppo, con contratti a tempo indeterminati e *golden parachutes*²⁰⁴ senza che lui ed il consiglio di amministrazione venissero informati, voluta invece da Sagnières, che pare accetti solo proposte che provengano da lui, comportandosi come se Essilor avesse rilevato Luxottica e rompendo così i patti che prevedevano che ogni decisione andasse presa in seguito ad un accordo tra di essi. Tutto ciò impatta sicuramente sull’andamento del titolo in borsa: a seguito della notizia di tali tensioni, il 21 marzo il mercato ha reagito in maniera negativa facendone cadere il valore. Una situazione di stallo permanente nella governance del gruppo indebolirebbe la società, la sua reputazione, la motivazione dei dipendenti, e la capacità di trovare nuovi potenziali partner: essendo quindi uno scenario dannoso per tutte le parti interessate, diventa prerequisito di Essilux, (così denominata per brevità dallo stesso Del Vecchio), rompere lo stallo per raggiungere le sue ambizioni a lungo termine in campo strategico, industriale, finanziario e di sviluppo sostenibile, come sottolineato dai fondi che hanno candidato due propri esponenti (in due mozioni diverse), chiedendo di integrare il board con due consiglieri indipendenti²⁰⁵. Anche Valoptec, l’associazione dei dipendenti e manager Essilor, già rappresentata in CdA dalla sua presidente Juliette Fevre, chiede un posto in più e (forte del suo 4%) ha fatto inserire la sua mozione con cui candida come consigliere indipendente Peter James Montagnon, esprimendo “profonda delusione per la situazione di

²⁰⁴ Strategia che prevede un pacchetto speciale e lucrativo che ha lo scopo di rendere un takeover ostile più oneroso, poiché consiste in un pagamento *tantum* destinato al board della target. Tale misura si attiva quando la raider acquisisce un dato ammontare di azioni della target, che in media si aggira intorno al 26.6%.

La funzione primaria attribuita ai *golden parachutes* è di allineare gli incentivi tra azionisti e managers dell’azienda target, considerate le preoccupazioni che generalmente insorgono riguardo al rischio di perdere il lavoro quando gli executives affrontano un takeover, che spingono gli stessi ad opporsi all’offerta anche quando questa vada ad aumentare il valore per gli azionisti. R. A. Lambert, D. F. Larcker, ‘Golden Parachutes, Executive Decision-Making, And Shareholder Wealth’, 1985.

²⁰⁵ ‘EssilorLuxottica: nodo governance CdA, fondi in campo’, www.fashionnetwork.com, 2019.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

blocco della governance”. Delfin, di proprietà Del Vecchio, azionista di maggioranza del gruppo, ha promosso l’arbitrato sull’ipotesi di mancato rispetto dei patti da parte del francese Essilor, rispetto al quale il Tribunale del commercio di Parigi si dovrà esprimere. La parte francese sta tentando varie forme di pressione, ma per ora senza risultati.

Del Vecchio, d’altronde ha un terzo dei voti della holding post-fusione: dispone infatti del 31% dei diritti di voto, ai quali si può aggiungere il 2% di Armani e altri soci italiani, rispetto al 4% dei manager e dipendenti di Essilor

206

²⁰⁶ ‘Essilux: arriva il commissario, ma solo per arbitrato, www.fashionnetwork.com, 2019.

5.4 Gucci e Kering Group

“You don’t buy luxury to enter a community, but to set yourself apart from others.”

Francois-Henri Pinault – CEO in Kering Group

L’aspra e prolungata ‘battaglia delle borse’ che ha visto un’azienda olandese fondata da una famiglia italiana respingere una multinazionale francese rivolgendosi ad un *white-knight* francese, sul finire degli anni ’90, è il risultato della complessità di una nuova realtà globalizzata per il mondo finanziario-aziendale: barriere che recedono, investitori internazionali e regole transfrontaliere. Con l’intento apparente di proteggere l’azienda che, insieme al direttore creativo Tom Ford, aveva salvato dall’orlo del collasso, Domenico De Sole adotta una rigida posizione che porta le negoziazioni ad intensificarsi all’estremo. Dall’altro lato, il businessman francese Bernard Arnault, lodato ma anche temuto per le sue acquisizioni aziendali che avevano trasformato LVMH nel più grande gruppo aziendale del lusso al mondo, a sua volta assume una posizione rigida che lo conduce infine alla perdita di Gucci. Il chairman del gruppo PPR, Francois Pinault, invece, riesce a vincere la battaglia – dopo che si era trasformata in un gioco di potere tra lui ed Arnault – ma forse ad un prezzo troppo elevato.

5.4.1 Il Principio

La storia di Gucci ha vissuto un intenso coinvolgimento familiare, con drammi, alti e bassi finanziari, ed infine la trasformazione in un grande gruppo multinazionale del lusso. L’azienda fu fondata nel 1921 da una famiglia italiana e produceva borse di lusso e pelletteria per equestri, per poi iniziare l’ascesa a partire dal 1940, crescendo notevolmente fino agli anni ’80, diventando una corporation a proprietà familiare italiana. Per gran parte della

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

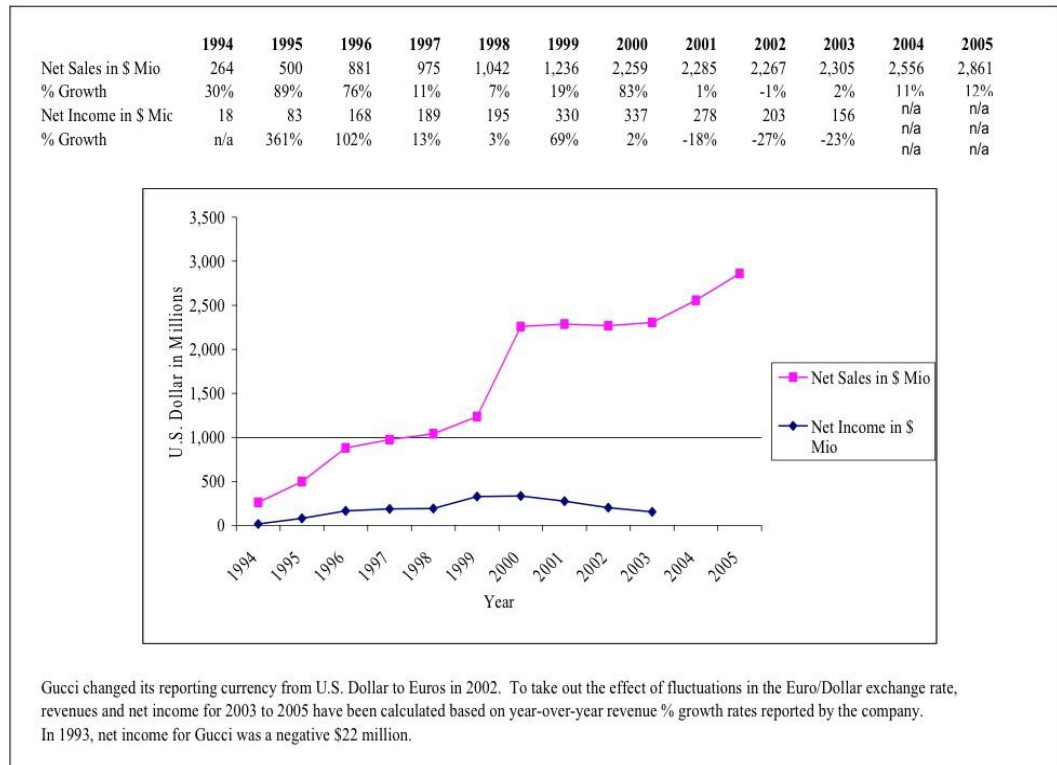
propria esistenza, infatti, Gucci fu controllata dalla famiglia Gucci; tuttavia, i conflitti intra-familiari condussero l'azienda al fallimento finanziario verso la fine degli anni '80, quando intervenne la società di investimento Investcorp che acquistò la totalità delle azioni possedute dalla famiglia nel 1993, per poi registrare Gucci nei Paesi Bassi come public company nel 1994. Da questo momento ebbe inizio il susseguirsi di rilevanti performance economiche che portarono alla riaffermazione del marchio nel mondo del fashion, grazie al conseguente investimento di Investcorp in De Sole, come CEO, il quale a sua volta incaricò il giovane Tom Ford del pieno controllo creativo del brand, a cui seguì la quotazione nel 1995, sulla borsa di Amsterdam e New York. La prosperità nel mondo del fashion di Gucci, rispecchiata nei successi finanziari che seguirono la quotazione²⁰⁷, (Figura 12) la resero agli occhi degli investitori un appetibile e promettente investimento lucrativo. Crebbe, dunque, l'interesse di LVMH che iniziò ad acquistare azioni in Gucci, dapprima segretamente finché annunciò pubblicamente di aver superato la soglia del 5% in Gucci Group, come richiesto dal regolamento della SEC: Arnault giustificò la mossa come “passiva”, “strategica”, che quindi non costituiva un'offerta per Gucci, avendo tutte le intenzioni di lasciarla indipendente; tuttavia, segnalò la propria intenzione ad esercitare i propri diritti di shareholder ed essere quindi attivo.

“I reiterate my complete faith in the creative talent of Tom Ford and in the development strategy implemented by Gucci's management team. Our proposal today is provided for within the statutes of Gucci, allowing LVMH to exercise its rights as a shareholder without altering in any way the independence of the company²⁰⁸.”

²⁰⁷ Gucci fu nominata “European Company of the Year 1998” dalla European Business Press Federation, www.gucci.com/about-gucci/history.

²⁰⁸ M. H. Moffet, K. Ramaswamy, ‘Fashion Faux Pas: Gucci & LVMH’, 2003.

Figura 12: Crescita nelle vendite di Gucci, negli anni che seguono il 1994 (dati limitati al 2005)



Fonte: ‘The Battle Over Gucci Group’, Cohen J. and Borobia B.

Eppure, De Sole ed il management di Gucci sapevano che la reputazione di LVMH come shareholder aggressivo²⁰⁹ lo rendevano il principale candidato come scalatore ostile, essendo stato descritto come “*bringing American hardball tactics to the genteel world of French business*”, unito al fatto che LVMH rappresentava il main competitor di Gucci.

Nel Gennaio 1999, Arnault incrementò le quote di LVMH in Gucci al 34.4%, (Figura 13) ma rifiutò di lanciare un’offerta definitiva per Gucci, che avrebbe conferito agli azionisti un premium per il cambiamento nella proprietà, poiché ciò era quanto richiesto dalla legge francese ma non da quella americana: per la legge vigente in Francia, casa di LVMH, si prevede che la società che

²⁰⁹ La reputazione di B. Arnault, *chairman* di LVMH, derivava in gran parte dalla stampa francese che lo ha definito “*The Terminator*”, o ancora “*The Wolf in Cashmere*”, S. G. Forden, ‘The House of Gucci: a Sensational Story of Murder, Madness, Glamour and Greed, 2001.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

raggiunga il 33% di proprietà azionaria debba lanciare un’offerta generale, per tutte le restanti azioni detenute dal mercato; tuttavia, la legge americana non includeva tale previsione.

Figura 13: Scalata di LVMH in Gucci

Gucci, total shares outstanding (January 31, 1999)	58,510,700
LVMH’s accumulation of shares:	
Purchased on the open market before Jan 19	10,068,185
Purchased from Prada of Italy on Jan 14	5,560,000
Purchased on the NYSE, Jan 19–22	919,800
Purchased on the Amsterdam stock exchange, Jan 19–22	47,000
Purchased from private transactions with Capital Research	<u>3,550,000</u>
Total holdings in Gucci	20,144,985
LVMH’s proportional ownership of Gucci	34.4%

Fonte: Fashion Faux Pas: Gucci & LVMH, M. Moffett, K. Ramaswamy.

De Sole, allora, rifiutò la richiesta di Arnault riguardo al prendere posto tra i directors del board di Gucci, ed infine accordò ad incontrare Arnault face-to-face. Negli uffici della Morgan Stanley, Arnault confermava che le sue intenzioni erano ‘friendly’, e che in realtà voleva che Gucci operasse indipendentemente sotto il controllo di LVMH; per contro, De Sole gli propose di interrompere la scalata e di fare un’offerta complessiva. Successivamente, De Sole offrì ad Arnault due posti nel board in cambio della riduzione delle partecipazioni possedute dal 34.4% al 20%, permettendo a Gucci di operare indipendentemente, offerta rifiutata in seguito da Arnault. Gli accordi che andavano a limitare gli acquisti di azioni in cambio di un posto nel board erano soliti risolvere la maggior parte delle tensioni aziendali europee, ma in tale occasione fallirono, spingendo De Sole a cercare una misura difensiva scritta negli articoli dello statuto di Gucci, scoprendo, tuttavia, che

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

quest’ultimo facilitava un potenziale takeover²¹⁰, e che le uniche previsioni in caso di scalata fossero i *golden parachutes* per De Sole e Ford, rappresentando, quindi, soltanto un’ipotesi estrema. L’ultima offerta di De Sole e il suo team alla Morgan Stanley prevedeva l’alternativa di acquistare la totalità dell’azienda ovvero raggiungere uno *standstill agreement*²¹¹, che includeva l’opportunità di divenire membro del board, ma ancora una volta Arnault rifiutò l’offerta, portando all’exasperazione De Sole che dopo poco mise in atto una creativa seppur controversa opzione di last resort: un piano di azionariato ai dipendenti (ESOP, *employee stock ownership plan*), l’Employee Trust. Gucci concesse al Trust il diritto di acquistare fino a 37 milioni di azioni di nuova emissione ed il risultato immediato fu l’acquisto di 20.154.985 azioni, che fece salire la proprietà del Trust al 25.6%, diluendo al contempo la posizione di LVMH dal 34.4% al 26%, (Figura 14).

²¹⁰ Quando Investcorp acquistò Gucci, voleva una semplice via di uscita da un investimento così rischioso, per cui redasse lo statuto facilitando un’eventuale presa di controllo da parte di terzi che avessero acquistato azioni a sufficienza, S. G. Forden, (2001), sopra n. 209.

²¹¹ L’accordo che impedisce all’acquirente di acquisire ulteriori azioni per un certo periodo di tempo, spesso più lungo di 5 anni, viene chiamato *standstill agreement*. Quest’ultimo è spesso un componente di una misura difensiva semplice ed efficace – chiamata ‘*greenmail*’, conosciuta anche come ‘*targeted repurchase*’ o ancora ‘*goodbye kiss*’ – che consiste nel riacquistare un blocco di azioni detenute da un singolo azionista o altri azionisti ad un prezzo premium in cambio di tale accordo, e si utilizza quando l’interesse dell’acquirente è ottenere un profitto di breve termine piuttosto che il controllo dell’azienda nel lungo termine. In tal caso infatti, l’offerente sarà disposto a rivendere le azioni in cambio del suddetto profitto, ponendo fine all’attacco ostile. Per contro, la tattica di *greenmail* non si presenta vincente quando l’acquirente è interessato agli effetti delle sinergie e al controllo di lungo periodo nella compagnia. A partire dal 1986, l’utilizzo di tale misura si è ridotto drasticamente a causa della normativa fiscale che ha introdotto delle penalità per le aziende che implementavano la *greenmail*, rendendola una misura eccessivamente costosa. Tuttavia, essa è ancora utilizzata dal momento che vi sono acquirenti interessati ad agire in una certa maniera allo scopo di ricevere un’offerta di *greenmail* da parte dell’azienda target. Il termine *greenmail* ricorda il *blackmail*, o ricatto; tuttavia l’unica arma efficace nelle mani del *greenmailer* è il diritto di effettuare l’offerta per acquistare quote di capitale da altri azionisti ad un premium significativo, motivo per il quale risulta difficile individuare il danno che una simile azione può causare agli azionisti. La convinzione della proposta di ‘proteggere’ gli azionisti deriva piuttosto dal linguaggio emozionale concepito per fuorviare, in quanto il *greenmail* è in realtà un’offerta da parte del management di riacquistare le azioni di un sottoinsieme di azionisti ad un *premium price*, offerta non rivolta ai restanti azionisti. Jensen paragona la suddetta misura difensiva al cavallo di Troia della battaglia del *takeover* nell’arena legale e politica. J. A. Pierce II, R. B. Robinson Jr, ‘Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth’, (2004).

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Figura 14: Nuova Struttura Azionaria di Gucci, in seguito all’ESOP

	<u>Prior to ESOP</u>		<u>Post ESOP</u>	
	<u>Shares</u>	<u>Percent</u>	<u>Shares</u>	<u>Percent</u>
LVMH’s	20,144,985	34.4	20,144,985	25.6
Employee trust*	—	—	20,154,985	25.6
Free floating shares	38,365,715	65.6	38,365,715	48.8
Total shares in Gucci	58,510,700	100.0	78,665,685	100.0

* The employee stock ownership plan was authorized to issue up to 37 million shares; 20 million were actually exercised upon initiation of the program.

Fonte: Fashion Faux Pas: Gucci & LVMH, M. Moffett, K. Ramaswamy

Gucci aveva esteso un prestito senza interessi all’Employee Trust per acquistare le azioni, con la condizione che tali azioni non potessero essere trasferite a terzi. Una sottile benché significativa caratteristica dell’ESOP era che esso non andava a diluire gli utili: dal momento che le azioni vennero emesse per un fondo fiduciario, il Trust, non includevano diritti al dividendo, (per cui le nuove azioni non venivano incluse nel calcolo del EPS di Gucci). Dal punto di vista di Gucci, tale mossa non rappresentava una poison pill, ma una misura per prevenire un’acquisizione ostile in cui la proprietà controllante di Gucci sarebbe cambiata senza che tutti gli azionisti ricevessero un pagamento – premium – per tale controllo. Gucci, dunque, continuò ad opporsi alle avances del gruppo LVMH, basandosi sulla motivazione di fondo che avere un competitor come proprietario di parte e director non fosse coerente con il miglior interesse dell’azienda, per cui invitò ancora una volta LVMH a lanciare un’offerta di acquisto totale: *“We are telling them they can make a takeover bid for 100% of the company’s shares any time they want. . . We’ve had a lot of contacts with LVMH in the past month. We made it very clear that a minority position held by a major competitor is an impossible situation. It’s like Coke having a seat on Pepsi’s board .”*

L’ESOP fu controverso poiché era considerato illegale per la legge Americana che un’azienda potesse emettere azioni per un valore maggiore al 20% del suo

capitale; tuttavia, trattandosi di azienda straniera, la suddetta legge non poteva proibire una tale emissione²¹².

5.4.2 Reaction

LVMH rispose citando Gucci alla Enterprise Chamber of the Amsterdam Court of Appeals, (Enterprise Court), sostenendo l’illegalità dell’ESOP, che dalla propria prospettiva rappresentava una dichiarazione di guerra, il cui unico obiettivo era quello di limitare LVMH nell’acquisizione di ulteriori azioni, senza contenere effettivi benefici per i dipendenti²¹³. La tesi sostenuta dal gruppo francese era che il management di Gucci non stava agendo negli interessi degli azionisti – di cui LVMH ne rappresentava la maggioranza – quanto piuttosto in quello del management, poiché dal momento che l’ESOP venne finanziato dal prestito societario, LVMH sosteneva che le azioni non sarebbero mai state distribuite ai dipendenti, per cui senza il trasferimento della proprietà, tali azioni avevano l’unico scopo di diluire il potere di voto della holding francese. A tal punto, emergono le due facce della medaglia legale: da un lato, LVMH aveva i diritti, come azionista, di esercitare il controllo sul board e di acquisire ulteriori azioni; dall’altro, la resistenza del board di Gucci derivava dalla convinzione che l’offerta non fosse nell’interesse dell’azienda. La difesa di Gucci contestò la motivazione di LVMH, affermando che l’emanazione dell’ESOP derivasse in realtà dal timore del board per gli interessi e l’indipendenza della società, dei suoi dipendenti, degli azionisti indipendenti, e degli altri stakeholders²¹⁴. La corte di Amsterdam decise di congelare l’ESOP, che si reggeva su terreni legali dubbi, così come i diritti di voto di LVMH, poiché la società non aveva agito

²¹² La questione andava regolata dalla legge Olandese, poiché Gucci è registrata nei Paesi Bassi. ‘Gucci Profit Falls 27 Pct in 2002’, Agence France-Presse, 2003.

²¹³ L’avvocato di LVMH sosteneva che l’ESOP “*was a sham with no benefits whatsoever to employees except to exist in order to create voting rights controlled by management*”, ‘LVMH vs Gucci: It’s a Standoff, Women’s wear daily, 1999.

²¹⁴ Si veda ‘Gucci Group Press Release: Response to LVMH’s Litigation’ in cui si afferma che l’ESOP fu implementato al fine di proteggere l’azienda dal tentativo da parte di uno dei principali competitors di Gucci di ottenere il controllo della stessa “*based on a minority stake to the detriment of all stakeholders*”.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

come un azionista responsabile, non avendo pienamente ‘disclose’ le proprie intenzioni, posponendo la questione al Maggio di quell’anno, (dopo due settimane), e concedendo in tal modo tempo prezioso a Gucci, oltre che una marginale vittoria morale.

5.4.3 Il White Knight

Il prezioso momento fu sfruttato da Gucci per la ricerca di un white knight: De Sole discusse di alleanze e fusioni con 9 aziende senza successo, finché entrò in contatto, su suggerimento della Morgan Stanley, con Pinault-Printemps-Redoute S.A., (PPR), un gruppo retail francese, i cui CEO e chairman coincidevano nella persona di Francois Pinault²¹⁵, il quale stava pianificando una strategia per irrompere nell’industria luxury. Durante l’incontro con Pinault, De Sole gli spiegò l’emergente strategia di Gucci di diventare un’azienda multi-brand di beni di lusso, la quale si adattava perfettamente all’obiettivo di Pinault di espandere l’ampiezza del business di PPR per includere il mercato del luxury. Le negoziazioni ebbero subito inizio e, in seguito a svariati meetings segreti, si giunse all’accordo che prevedeva l’acquisto da parte di PPR – che contemporaneamente intraprese l’acquisizione di Sanofi Beautè, la divisione francese di prodotti di bellezza dell’azienda Sanofi, con l’intento di rivenderla a Gucci – del 40% di Gucci, grazie all’emissione di 39 milioni di nuove azioni a PPR al prezzo di 75\$ ad azione, il che andava a diluire la quota di LVMH dal 34.4% al 21%. Inoltre, PPR avrebbe occupato 4 dei 9 posti nel board di Gucci, e 3 dei 5 posti del comitato finanziario e strategico di nuova creazione, con la condizione che Ford e De Sole non solo sarebbero rimasti a gestire Gucci, ma sarebbero stati a capo di un nuovo gruppo multi-brand per fronteggiare LVMH, come confermato dallo stesso Pinault in un’intervista in cui asseriva senza mezzi termini: *“We want to make Gucci our beachhead for development in the*

²¹⁵ In ‘Creative Businessman: Francois Pinault’, Economist, (2000), si descrive Pinault come un uomo d’affari che *“has repeatedly shown that he can take risks, move quickly and restructure companies with all the determination of an Anglo-Saxon raider”*.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

*luxury sector and create a rival to LVMH. LVMH was practically a monopoly. There's room for two in this business*²¹⁶ .

Il 19 Marzo, Gucci annunciò l'entrata di PPR nel ruolo di white knight, e le azioni subirono un incremento del 15,7% in un giorno. LVMH innalzò l'offerta a 85\$ ad azione per la restante parte di azioni – prezzo significativamente più elevato rispetto al prezzo accordato nell'alleanza Gucci-PPR – a condizione che la transazione con PPR venisse annullata. A tal punto, la Corte si espresse: Gucci avrebbe dovuto considerare l'offerta di LVMH; i diritti di voto di LVMH sarebbero stati scongelati, i diritti di voto dell'ESOP sarebbero rimasti congelati. Di conseguenza, LVMH iniziò a cercare supporto tra gli azionisti, sostenendo che il board di Gucci stava agendo contro gli interessi degli azionisti e che le misure difensive messe in atto avevano violato il proprio diritto come azionista. Il 20 Aprile, il board di Gucci comunicò a LVMH che avrebbe raccomandato agli stockholders un'offerta per l'azienda a 88\$ ad azione; tuttavia, LVMH rifiutò affermando che una tale posizione fosse insostenibile a causa della quota che PPR continuava a detenere nell'azienda.

Il 27 Maggio la Corte dichiarò legale l'alleanza tra Gucci e PPR, ma rigettò la poison pill difensiva utilizzata da Gucci con l'emissione di azioni all'Employee Trust. Nonostante la chiara sconfitta di LVMH, Arnault minacciò di intraprendere ulteriori azioni legali ed evidenziò che deteneva ancora il 20% dell'azienda, per cui attendeva “to see superior results from Gucci's management” .

5.4.4 L'epilogo

La questione che si presentava a Gucci, ora controllata da PPR in cooperazione con il management di Gucci, era come liberarsi di LVMH, che deteneva ancora il 20,7% del capitale, ed al contempo mantenere la promessa

²¹⁶ T. Kamm, 'Behind the Competition for Gucci Is a New European Business Ethic', *The Wall Street Journal*, 1999.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

di lungo termine che gli azionisti avrebbero dovuto ricevere un premium al cambiare della proprietà. Dal suo canto, LVMH, considerato l'intensificarsi del consolidamento dei brand di beni di lusso nel mercato europeo, aveva intenzione di liberare l'investimento di \$1.4 miliardi effettuato in Gucci. Di conseguenza, le negoziazioni proseguirono per due anni di aspri disaccordi, in cui LVMH continuava ad attaccare ed incriminare il board di Gucci per aver ignorato gli interessi legittimi dei suoi azionisti, incluso LVMH stesso, in particolare perché l'alleanza offriva un prezzo ad azione inferiore rispetto a quello offerto da LVMH, esortando così la Corte ad effettuare un'ulteriore indagine in merito, cui seguirono fluttuazioni del valore delle azioni di PPR. D'altro canto, Gucci presentò una denuncia alla Commissione dell'Unione Europea invocando l'antitrust contro LVMH, con l'accusa di abusare del 20,6% della sua quota azionaria in Gucci: in particolare, sostenne che LVMH rappresentava il suo principale competitor e cercava di contrastare e rendere inefficace la strategia di acquisizioni dell'azienda²¹⁷ – dal momento dell'alleanza con PPR, Gucci aveva acquisito aziende di lusso come Yves Saint Laurent, Sergio Rossi, Boucheron – le quali si presentavano come una minaccia competitiva diretta al gruppo del lusso francese.

Dopo oltre due anni e mezzo, l'11 Settembre del 2001 le tre parti giunsero ad un accordo: PPR acquistò tutte le azioni detenute da LVMH, nel corso di tre anni; Gucci pagò un dividendo speciale di 7\$ ad azione – premium – a tutti gli azionisti, eccetto PPR; LVMH ottenne un profitto dalla vendita delle azioni ed in cambio fece cadere tutte le accuse contro Gucci e PPR, ragion per cui l'accordo di exit con LVMH è stato anche indicato come un greenmail²¹⁸.

5.4.5 Considerazioni

Dal caso illustrato emerge con chiarezza la difficoltà incontrata nell'affrontare le negoziazioni, rafforzata dalla complessità del contesto finanziario

²¹⁷ D. Hargreaves, R. Minder, 'Gucci takes fight to Brussels', *Financial Times*, 2001.

²¹⁸ J. A. Pierce II, R. B. Robinson Jr, (2004), sopra n. 211.

globalizzato, che ha comportato una mancanza di completezza d’informazione riguardo alle regole nelle quali si stavano muovendo, e che ha reso impossibile la cooperazione tra le due parti in gioco, Gucci e LVMH. Spesso, è la rigidità ideologica che conduce al fallimento delle negoziazioni²¹⁹: quando i negoziatori sono bloccati in una ‘guerra’ tra le rispettive posizioni, tendono a diventare così impegnati nel raggiungimento di quello specifico risultato che diventa una parte della propria identità, il che conduce ad un forte desiderio di raggiungere tale risultato, senza dar importanza alle conseguenze.

Guardando alle azioni di De Sole, la posizione di quest’ultimo è stata ferma e radicata, durante tutto lo svolgimento della vicenda. Per quanto riguarda Arnault, oltre all’egoismo coinvolto nella battaglia per Gucci, ed infine contro Pinault, è intervenuto il suo leverage percepito che lo ha probabilmente portato a sovrastimare la propria forza. Il leverage o il potere negoziale relativo di due parti, dipende primariamente da quanto è attrattiva per ciascuna parte l’opzione di non raggiungere l’accordo. In questo caso, Arnault sapeva che l’alternativa al raggiungimento di uno standstill agreement era rappresentata dal continuare ad acquistare azioni di Gucci ed aumentare il proprio potere senza impedimenti significativi, il che l’ha portato a spadroneggiare nei confronti di Gucci e a rifiutare proposte ed incontri in diverse occasioni. Tuttavia, Arnault aveva sottovalutato il forte commitment di De Sole e Ford verso l’azienda Gucci, il che implica che le loro azioni non fossero necessariamente guidate da logica e razionalità. Alcuni studi suggeriscono come la percezione emozionale di un attore riguardo alla correttezza di un affare spesso influenzi la propria volontà ad accettarlo, anche in assenza di soluzioni alternative²²⁰: ciò è stato vero per Gucci che ha scelto di rischiare una grossa perdita piuttosto che trovare una sorta di accordo con LVMH, che veniva visto come un rivale che si voleva imporre con prepotenza. La mancanza di cooperazione durante l’intera negoziazione ha

²¹⁹ Harvard Professors W. Ury, R. Fisher., B. Patton, ‘Getting to Yes’, 1991.

²²⁰ S. Joudat, ‘Gucci & LVMH. A Hostile Takeover Battle Across the Atlantic’, www.saisjournal.org, 2015.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

avuto l'effetto di accrescere l'ostilità e di deteriorare la fiducia, il tutto peggiorato dalla complessità del contesto legislativo in cui si muoveva la vicenda. In particolare, Arnault è stato in grado di sfruttare l'assenza di una legge francese in America che richiede ad un azionista che superi il 34% del controllo di lanciare un'offerta definitiva sull'azienda target; ciò gli ha consentito di continuare la scalata imperturbato. D'altra parte, Gucci essendo stata registrata in Olanda era assoggettata alle regole di tale Paese, che gli hanno permesso di dar luogo all'ESOP.

Nel 2003 il Parlamento Europeo ha approvato la 'EU Takeover Directive', un framework di riferimento atto a proteggere gli azionisti e a fornire una parvenza di uniformità transfrontaliera in materia di acquisizioni, (mergers & acquisitions), costituendo un primo passo per poter regolare meglio casi come quello appena descritto.

Un altro elemento da considerare fa riferimento alla teoria della negoziazione e all'importanza di costruire la fiducia tra le parti e di ricercare un guadagno reciproco. Il fallimento di Gucci, LVMH e PPR nel trovare una via amichevole per risolvere la prolungata vicenda ha avuto impatti negativi su ciascuna delle tre parti: LVMH non è riuscito ad ottenere il controllo che desiderava in Gucci; PPR ha dovuto infine pagare un caro prezzo per finanziare il proprio acquisto dell'intera azienda, diventato più oneroso in seguito all'accordo finale che prevedeva di acquistare tutte le azioni della restante minoranza al prezzo fissato di \$101.50; Ford e De Sole sono riusciti a salvare Gucci da Arnault, ma la loro relazione con Pinault non è stata esattamente un successo, in quanto successivamente, nel 2004, hanno lasciato l'azienda a causa di differenze con Pinault riguardo l'autonomia creativa del gruppo²²¹.

Infine, con riferimento al tentativo di takeover ostile di Gucci – azienda adocchiata come possibile investimento lucrativo grazie alle performance in campo finanziario che stava ottenendo e all'affinità di business – che ha

²²¹ K. Rankine, 'Gucci designer and Chief Walk Out'. The Telegraph, 2003.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

incontrato quindi la resistenza del management dell'azienda target, riguarda la situazione desiderata da Gucci, tipica delle aziende target che cercano l'alleanza con un white knight, di mantenere l'indipendenza del management, che qualifica l'investimento di PPR – l'unico che ha avuto il coraggio di mettersi contro il colosso del lusso francese LVMH – come strategico, interessato alla performance dell'azienda, che grazie al management esistente si era rivelata di successo. Nel white knight l'azienda ha trovato intenzioni amichevoli, migliori sinergie e compatibilità tra le aziende, ma soprattutto la garanzia dell'indipendenza del management originario: in effetti, la condizione alla base dell'alleanza tra Gucci e PPR era che Ford e De Sole non solo sarebbero rimasti a gestire Gucci, ma sarebbero stati a capo di un nuovo gruppo multi-brand per rompere il 'monopolio' detenuto da LVMH, muovendo dalla convinzione di Pinault che ci fosse abbastanza posto per due nel mercato del lusso. Come si è visto, talvolta tale tattica può essere impiegata anche per provocare l'originaria azienda raider e spingerla ad innalzare ulteriormente l'offerta: in realtà, anche in questo caso, l'annuncio dell'alleanza con PPR ha avuto l'effetto di spingere verso l'alto l'offerta di LVMH sino a \$85 ad azione, (in ogni caso rifiutata da Gucci, contrasto giudiziario in merito alla legittimità della misura difensiva impiegata).

De Sole e Tom Ford – presidente e direttore di Gucci – sono riusciti a dimostrare che se un management è in grado di produrre risultati e questi risultati fanno guadagnare tutti gli azionisti, allora diventa difficile da rimuovere, come dimostra il sistema di governance anglosassone. Nonostante la globalizzazione ed il conseguente avvicinamento dei mercati esteri, tuttavia, tale sistema non riesce ad attecchire in Italia, in cui domina una cultura padronale dell'azienda. Lo ha confermato Bertelli, gruppo Prada, che in un'intervista affermò “I manager prima li uso e poi li getto”: tale atteggiamento rappresenta l'esatto opposto della cultura del management

indipendente²²².

Oggi, i gruppi di beni di lusso, che sono proliferati in seguito alla fusione PPR-Gucci, menzionano tale caso come uno dei più importanti nella storia del fashion.

5.4.6 Kering: business model

Kering²²³ è oggi uno dei maggiori player del lusso globale che fattura più di €15 mld, con oltre 40.000 dipendenti in tutto il mondo, operante nel segmento luxury attraverso le tre divisioni Moda e Pelletteria, Gioielli e Orologi, e Kering Eyewear, quest'ultima nata nel 2014. Come abbiamo visto, inizialmente Kering – conosciuto come gruppo retail, in seguito al controllo del gruppo Fnac – è entrato nell'industria del lusso attuando un riposizionamento strategico culminato nella guerra per l'acquisizione di Gucci. Da lì in poi, dopo aver consolidato la propria posizione, ha proceduto acquistando una serie di luxury brand di moda, da Saint Laurent a Bottega Veneta e Balenciaga, e così via. Negli anni il gruppo Kering ha sviluppato una strategia di business model che consiste nell'aggregazione di svariati brand sotto lo stesso 'ombrella': si tratta infatti di un modello multi-brand in cui la holding company centrale coordina i brand del proprio portafoglio affinché sfruttino i vantaggi delle economie di scala e delle sinergie che ne derivano. Ciascuno di tali brand è però gestito indipendentemente, consentendo in tal modo che la diversificazione del gruppo sia ottenuta salvaguardando l'agilità delle operazioni. Quest'ultima rafforzata dalla struttura a proprietà familiare. Mentre ciascun brand del portafoglio è libero di esprimere la propria identità individuale, quindi, il gruppo costruisce le infrastrutture a supporto delle operazioni di tali brand, usufruendo di network distributivi che fanno leva sulle economie di scala, e fornisce un'unica vision da seguire attraverso la

²²²G. Pons, 'Così noi manager Gucci abbiamo battuto i raider', www.repubblica.it, 2007.

²²³Nel 2013 Francois-Henri Pinault, figlio del fondatore Francois Pinault, ribattezzò il gruppo PPR in Kering, 'Kering – Evolution of a Global Luxury Brand Company', www.martinroll.com, 2017.

condivisione di best practices che guidano all’innovazione.

Inoltre, come Luxottica, anche Kering Group ha perseguito la strategia di integrazione verticale, rafforzando a partire del 2013, la propria posizione all’interno della catena del valore del lusso²²⁴, attraverso centralizzazione di logistica e fonti di fornitura, per avere un maggior controllo sull’intero processo ed innalzare, in tal modo, gli standard qualitativi. Ma differenza del suo maggior competitor, il colosso anch’esso francese LVMH – assieme al quale domina l’industria del lusso – che controlla il 100% della distribuzione globale dei suoi brand in portafoglio, Kering non ha ancora la proprietà totale della distribuzione per i brand che costituiscono il proprio portafoglio. In entrambi i casi, con riferimento ai brand che trainano il gruppo in termini di fatturato, Gucci per Kering come Louis Vuitton per LVMH, si è perseguita la strada di effettuare un ‘*downsizing*’ del business wholesale, per concentrare tutti i selling points nello store network diretto, i cosiddetti DOS, (*Directly Operated Stores*). Questa mossa ha consentito un controllo rigoroso ed accurato su numero e dimensione degli store, con focus preciso sulla valutazione di nuove aperture, un training maggiore e dettagliato per lo staff in negozio (in particolar modo training di prodotto ad assistant e store manager), una rivisitazione delle campagne advertising, ed il ridisegnamento di packaging e sito web, il tutto mirato a fornire una migliore esperienza del cliente in negozio, che continui poi anche al difuori di esso.

5.4.7 Kering Group Governance

Dalla struttura del board all’interno del gruppo Kering che si articola in 4 comitati, si evince l’importanza assegnata al ruolo della sostenibilità, uno dei valori alla base del gruppo. Infatti, accanto a comitato per le nomine, per le remunerazioni, e per l’audit, nel 2012 è stato stabilito un comitato per la sostenibilità col compito di fornire consigli e guida per la strategia riguardante la sostenibilità del gruppo. Inoltre, ciascun brand appartenente al gruppo

²²⁴ ‘The Kering Group Multi-brand Business Model’, www.foruweekmba.com

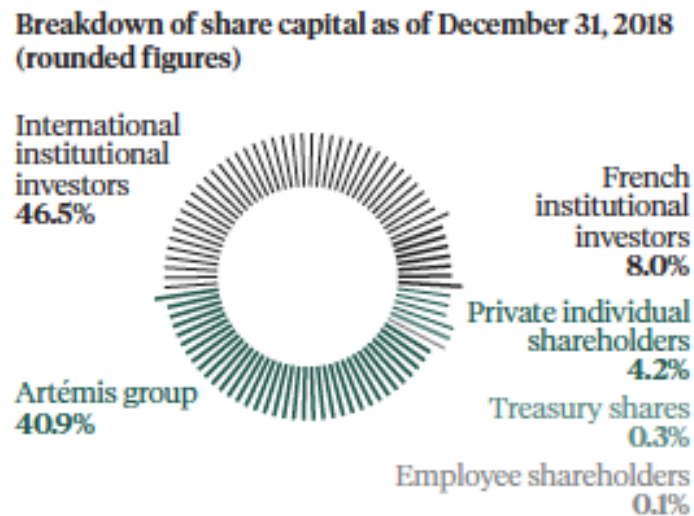
Università degli Studi di Napoli “Federico II”

presenta un proprio Sustainability Lead, o addirittura interi team nel caso di brand maggiori, al fine di assicurare l'avanzamento della strategia di sostenibilità. Come già visto, il gruppo a proprietà familiare posseduto dal francese Francois-Henri Pinault, Ceo e chairman di Kering, attraverso la società Artémis con il 40,9% delle azioni, siede al board assieme a 6 independent directors, un group managing director, un director in rappresentanza dei dipendenti, ed un financial director, per decidere le priorità strategiche a livello di gruppo, verificandone poi l'attuazione. Nella sua interezza il board è quindi costituito da membri con un'ampia e diversificata esperienza, in particolare relativamente a corporate strategy, finanza, governance, insurance, economia, responsabilità ambientale e sociale, settore retail, industria, contabilità, gestione e supervisione di corporation finanziarie e commerciali.

Nel comitato esecutivo invece Pinault si affianca ai Ceo dei maggiori brand posseduti dal gruppo, ed in particolare di Gucci, Bottega Venete, Saint-Laurent, Kering Eyewear, Divisione Watches & Jewelry, oltre al group managing director, financial director, image director, digital director, sustainability director, people /hr director, per trasmettere e far attuare la strategia del gruppo.

Board rappresentato da più della metà di directors indipendenti, che prevengono conflitti di interesse, e comitati specializzati, oltreché l'attuazione delle *practices* di *good governance e compliance*, consentono il mantenimento di un efficace equilibrio di potere, nonostante la presenza del controllo dello shareholder maggioritario. In questa direzione va la composizione della struttura di shareholder del gruppo, che include oltre all'azionista di controllo, anche una quota di proprietà individuale, ed azionisti istituzionali, ognuno dei quali con un interesse allo sviluppo di lungo termine di Kering, (Figura 15)

Figura 15: Struttura azionaria al 31 Dicembre 2018



Fonte: Regulated Information section, www.kering.com

5.4.8 Strategia di gruppo

L'architettura di brand del gruppo Kering può essere definita su due livelli, distinguendo il corporate brand Kering, dai *portfolio brands* rappresentati dai vari brand controllati da Kering e suddivisi nelle tre divisioni in cui opera il gruppo.

E' interessante vedere come il corporate brand resti '*behind the scenes*', affinché ciascun brand in portafoglio mantenga il proprio posizionamento unico e distintivo. Un cliente che entra in un Gucci store, vuole acquistare un prodotto Gucci, non un prodotto Kering. Ciascun brand ha infatti la propria struttura organizzativa che disegna ed implementa un'unica strategia per il singolo brand. Tuttavia, a livello gruppo, Kering influenza ciascuna strategia di brand individuale, avendo l'obiettivo principale di spingere la crescita dello stesso, rafforzando il suo posizionamento ovvero riposizionandolo completamente: attraverso il patrimonio di Kering come gruppo, che influisce in termini di potere contrattuale, oltre che di rete di relazioni, viene facilitata un'efficace implementazione della strategia di ciascun brand. Nel 2013, ad esempio, l'acquisizione da parte di Kering di una quota di maggioranza in

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

France Croco, uno dei maggiori produttori di pelli conciate al mondo, ha consentito poi di avere un'unica fonte di pelli di coccodrillo per brand quali Bottega Veneta, Gucci, Alexander McQueen e Brioni.

Come affermato proprio dal Ceo e chairman di Kering, Francois-Henri Pinault, in un articolo scritto nel 2014 per l'Harvard Business Review, ciascun brand acquisito nel gruppo accede in tal modo ad un vasto network di expertise, che include ad esempio anche la conoscenza delle location più attrattive per gli store nei migliori mall di lusso nel mondo. Sebbene, dunque, ogni brand individuale mantiene il completo controllo su product design, brand image e strategia di approvvigionamento, il corporate brand Kering facilita una rapida innovazione ed aiuta a ridurre il time to market, attraverso i due centri di sviluppo prodotto. In definitiva, Kering è riuscito a differenziare il posizionamento di ciascun portfolio brand e ad accelerare la crescita di piccoli brand che ha acquisito nel proprio portafoglio, non intaccando l'identità propria di ciascuno di essi.

5.4.9 Gucci oggi: un nuovo duo vincente

“I numeri della Gucci di Marco Bizzarri e Alessandro Michele, sembrano quelli della Apple di Steve Jobs. Come il gruppo di Cupertino ha reinventato la tecnologia, quello fiorentino sta reinventando il lusso”

Sara Bennewitz, la Repubblica

Il successo e la rinascita di Gucci avvenuti negli anni '90 ad opera del duo Ford-De Sole, che nel 2004 ha creato la società 'Tom Ford' abbandonando la maison fiorentina, (ormai acquisita dal gruppo PPR, ora Kering), sono riposti allora nelle mani di Patrizio Di Marco in qualità di Ceo ed una subito celebratissima Frida Giannini quale direttore artistico della maison. In quegli anni Gucci divenne un 'modello' di azienda di moda, con una spiccata responsabilità sociale e culturale.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Tuttavia, la globalizzazione, la crisi nel mondo finanziario trasportata nell'economia reale a partire dal 2008, lo shock tecnologico causato da Internet con la conseguente pressione di web e social, che rendono ogni nuova moda veloce e globale, hanno portato i brand del lusso, seppur con tempi diversi, a dover ripensare al proprio posizionamento, trovando nuove vie per interpretare il proprio stile per essere in linea con il nuovo immaginario della moda in cui convivevano new influencers, fashion bloggers e Millennials.

Ci è voluta una svolta radicale per evitare l'alto rischio di un declassamento del brand, in seguito ad una perdurante perdita di fatturato vissuta da Gucci negli ultimi due anni di Frida Giannini, che in altre parole evidenziava una crescente disaffezione al marchio, il quale non riusciva a stare più al passo con la modernità. Anche il logo in sé ha vissuto una fase di crisi, quando i consumatori del lusso non volevano dare l'idea di vantarsi dei prodotti acquistati²²⁵ per rispetto del ceto medio/basso maggiormente colpiti dalla crisi. Questo trend è stato seguito anche dalla Cina, che da sempre ha un ruolo rilevante nella crescita del mercato del lusso: i consumatori non hanno più ricercato appariscenti prodotti del lusso, con logo ben in vista.

Il cambio di rotta della maison arriva a partire dal licenziamento Giannini-Di Marco nel 2015, in seguito ad un anno drammatico in termini di ricavi, con il passaggio al nuovo Ceo Marco Bizzarri. Fu lui a scegliere come direttore creativo Alessandro Michele, chiamato in Gucci già da Tom Ford nel 2002 e diventato poi braccio destro di Frida, che espresse una nuova visione contemporanea del marchio²²⁶ secondo il nuovo Ceo in linea con la trasformazione del mercato, (partendo da una profonda conoscenza del mondo Gucci, in cui lavorava da più di dieci anni), privilegiando cambi di rotta radicali. Il tutto accompagnato da un forte focus sulla qualità del servizio nei negozi Gucci, un ridisegnamento del sito web e advertising, per offrire una maggior *'experience'* dentro e fuori lo store, oltretutto un focus sui social

²²⁵ S. Halzack, 'I loghi dell'alta moda stanno diventando un problema?', www.ilpost.it, 2015.

²²⁶ "E' Alessandro Michele il nuovo direttore creativo di Gucci", www.fashionnetwork.com, 2015.

network per essere sempre al passo con i tempi.

“Quando ho incontrato Alessandro ho intravisto il talento, ma se dicessi che ho capito quello che sarebbe diventato le direi una balla colossale”, (Marco Bizzarri, intervista per il Corriere della Sera)

Invero, la Gucci Bizzarri-Michele è stata paragonata dagli analisti finanziari all’impresa del duo De Sole-Ford, che nel 94/95 salvarono l’azienda dal fallimento prima e la posizionarono nell’élite della moda in pochi semestri. In soli 9 mesi, Alessandro Michele presenta 4 collezioni che riescono a riportare Gucci al centro del palcoscenico del mondo della moda, confermando il ruolo di casa di moda innovativa, vincendo così ai *British Fashion Awards* il premio di designer internazionale del 2015²²⁷. Gli esiti entusiasmanti procedono e ad inizio 2018 Gucci viene citata come l’azienda da record per vendite ed utili, amplificando la sua desiderabilità in tutti i mercati²²⁸.

5.4.10 Gucci oggi: brand-gruppo diversificato ed esteso

Una possibilità strategica a disposizione dei brand del lusso ben radicati nel mercato, che hanno sviluppato quindi associazioni e valori positivi, risiede nell’estendere la propria reputazione in altri settori, nota anche come ‘brand stretching’²²⁹. Già a seguito della fine della prima guerra mondiale, le maison di lusso hanno deciso di capitalizzare sulla propria fama crescente incrementando il portafoglio prodotti offerto: Cartier partito come brand di gioielleria, inizia a mettere il proprio nome su orologi e penne, così come Gucci da brand di pelletteria, introduce anche il *footwear*. Tale pratica, che richiede forte identità di brand, con rilevante creatività ed abilità a sostenerla, diviene sempre più diffusa a fine seconda guerra mondiale, grazie alla

²²⁷ “British Fashion Awards: Alessandro Michele eletto designer internazionale del 2015”, www.fashionnetwork.com, 2015.

²²⁸ ‘Gucci supera Hermès e spinge i conti di Kering’, www.repubblica.it, 2018.

²²⁹ ‘Brand Stretching: How Luxury Diversifies Its Portfolio’, www.tdsblog.com

significativa crescita della manifattura industriale, consentendo così un’accelerazione della crescita del brand. Come spiegato da Kapferer e Bastien, infatti, “*stretching has allowed luxury houses to grow more quickly, without being limited to organic internal growth, or finding themselves prisoners of the regression of their original trade*”²³⁰. Questo consente al cliente di entrare in un negozio per l’acquisto di una borsa ed uscire avendo acquistato anche un portafoglio in abbinamento, un profumo e un foulard. In azienda, si parla di *cross-selling*, topic su cui vengono stressati (nel senso di porre stress, enfasi o meglio focus) uffici retail e soprattutto staff in negozio – sales assistant e store manager – per incentivare appunto una vendita cross tra le categorie di prodotto presenti sotto l’ombrello del brand, che nel caso specifico è Gucci, e persuadere il cliente finale ad acquistare un outfit completo che combina abbigliamento, accessori, dal foulard alla gioielleria fino alla scarpa e agli occhiali, pelletteria, che include borse, portafogli, cinture, abbinando poi magari anche il profumo novità della stagione. Tale comportamento presuppone una veloce individuazione e comprensione del cliente che entra in negozio, con le proprie peculiarità, gusti e disponibilità alla spesa. In tal modo, si innalza l’UPT (kpi che indica *Unit per Transaction*, e quindi il numero di pezzi venduti per scontrino) oltreché il valore dello scontrino medio, offrendo allo stesso tempo un incentivo al cliente a tornare in store per acquistare un'altra categoria di prodotto del brand. Esistono due tipologie di brand stretching:

- verticale, nel caso in cui si sviluppi una struttura piramidale con down o upgrading di prezzo con nuove categorie di prodotto al fine di acquisire una più vasta base clienti – nel caso di downgrading, come spesso accade per i brand di lusso che sviluppano ad esempio la propria fragranza – ovvero accedere ad una clientela di fascia superiore;
- orizzontale, o a galassia, in cui il portafoglio aziendale viene

²³⁰ J. Kapferer, V. Bastien, ‘The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands’, 2009.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

diversificato attraverso diverse linee di prodotto – come ad esempio, cosmetici o ready-to-wear – o per tipologia di cliente (collezioni man o woman oriented), non cambiando il livello di prezzo.

Nel caso Gucci, attuando un brand stretching orizzontale, si mira ad offrire ai propri clienti i differenti aspetti di un lifestyle, rafforzando l’idea di unicità e creando un empowerment psicologico, oltre a presidiare nuovi canali distributivi. Diversificando attraverso molteplici linee di prodotto si potenzia la shopping experience trasmettendo al contempo il DNA del brand²³¹: in Gucci vi è così una gestione coordinata ma separata delle varie categorie di prodotti, da handbags a small leather goods, da belts a jewellery al ready-to-wear e shoes, e così via (divisi ancora tra collezione uomo e donna). La regola da seguire quando si pensa ad un brand stretching è *‘The stretch should maintain the integrity of the brand’*, per non diluire l’immagine di marca. Il lancio di un nuovo prodotto beneficerà della riconoscibilità del marchio, con ridotti costi appunto di introduzione nel mercato e di advertising.

E’ opportuno distinguere tra brand stretching e brand extension, che rappresentano due possibilità strategiche differenti per un brand, ed in particolare la prima consiste nell’incorporare prodotti e servizi che differiscono dal core business – come nel caso di Gucci che aggiunge fragranze, fine jewelry, ecc... al core business – mentre la brand extension fa leva sul successo del core business per entrare in un segmento di mercato diverso da quello in cui si è consolidata la sua notorietà – come Giorgio Armani ha sviluppato Emporio Armani, Armani Jeans, Armani Exchange, Armani Privé. Tuttavia, spesso i due termini sono utilizzati in modo interscambiabile o più in generale ci si riferisce alla brand extension come al processo grazie al quale si aggiungono nuovi prodotti sotto lo stesso parent brand con l’obiettivo della crescita.

Una raccolta di possibili classificazioni è offerta dallo schema seguente, (Figura 16):

²³¹ ‘Luxury Brands Break Into Food Business to Reach China’s Shoppers’, www.jingdaily.com, 2015.

Figura 16: Diverse definizioni di brand extension

	Farquhar (1989)	Aaker (1991)	Kapferer (2008)	Best (2009)
New product launched in the same category as the parent brand (e.g. Emporio Armani fashion line)	Line extension	Line extension	Line extension	Vertical brand extension
New product launched in other category than the parent brand (e.g. Armani Casa furnishings)	Category extension	Brand extension	Brand extension	Horizontal brand extension

Fonte: R. Stankeviciute, ‘Brand Extensions in the Luxury Industry’, 2012.

In quest’ottica di offerta di *experience* ai propri consumatori attraverso una brand extension che mira più a ragioni di marketing che di bilancio (seppur non escludendo un ritorno finanziario nel lungo periodo), per accrescere il brand globale, si inquadra l’operazione di apertura del Gucci Garden, un progetto realizzato dove una volta c’era il Gucci museo nello storico Palazzo della Mercanzia di Firenze, che si sviluppa su due piani e che comprende un’area per mostre, una boutique stile bazar con una collezione dedicata con pezzi unici, una galleria a cura del critico Maria Luisa Frisa, ed anche il Gucci Osteria, guidato dallo chef tre stelle Michelin Massimo Bottura, secondo il quale “l’alta moda e l’alta cucina sono un connubio perfetto, trasmettono emozioni alle persone²³²”. In fondo, cadute le barriere, il food è oggi considerato un lusso quanto la moda, a detta di Stefano Cantino, strategic marketing director di Prada – che possiede l’esclusiva pasticceria milanese Marchesi – in un tempo in cui il cliente ambisce ad una cena gourmet tanto quanto ad una borsa di lusso.

Esperienza ed atmosfera sono due prodotti chiave intangibili del Gucci Osteria, il cui ambiente riflette lo spirito del brand e la visione del direttore creativo, attraverso una sorta di impersonificazione che offre ai clienti

²³² G. Segreti, ‘Gucci mette l’alta cucina nel suo menù’, *it.reuters.com*, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

l’opportunità di ‘toccare’ il brand. Il target è composto infatti oltre dagli esistenti clienti high-spending, anche da quelli aspirazionali²³³.

Il nuovo tassello invece dei prodotti a marchio Gucci è rappresentato dalla collezione Gucci Décor, una linea di mobili, arredi e piccoli pezzi di porcellana, (questi ultimi prodotti da Richard Ginori, recente acquisizione del gruppo Kering), che presentano tutti i motivi cari alla passerella di Alessandro Michele²³⁴, e che permette così ai clienti di personalizzare i propri spazi.

In definitiva, diversificazione e brand extension fanno parte di un percorso che ha consentito a Gucci di espandere l’awareness del brand ed innalzare l’indice di gradimento tra i giovani in anticipo, i quali diventeranno poi i principali clienti.

5.4.11 Gucci oggi: processo decisionale

E’ chiaro che per essere sempre un passo avanti al mercato, creando tendenze e innovazioni è necessaria una struttura che consenta all’azienda di prendere decisioni tempestive. In Gucci, ciò è reso possibile perché vi è un’unica persona a supervisionare su tutto, Alessandro Michele, in veste di direttore creativo della maison: in tal modo il messaggio di quest’ultimo, coerente con quello del Ceo, fluisce negli store, nei prodotti, nella comunicazione e nelle vetrine. Questo processo rende il modello Gucci più sostenibile della maggioranza di brand del lusso che operano in via più conservativa e prudente, coinvolgendo sempre due direttori creativi, per collezione uomo e donna, un’azienda di comunicazione esterna che lavora per più di un brand alla volta, il marketing che decide quali prodotti raggiungeranno gli store. In tal modo si attua in un sistema che protegge dai rischi, cercando di mantenere lo status quo, preservando la propria forza, e al contempo lavorando a una strategia pop-up lanciando nuovi prodotti in chiave basse per testarli e vedere se funzionano. Se però il cambiamento di estetica, di prodotto, ecc... non

²³³ ‘Gucci growth strategy’, www.luxuryheterotopia.wordpress.com, 2018.

²³⁴ ‘Con Gucci Décor la casa è personalizzata’, www.fashionnetwork.com, 2017.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

attraversa l'intero network dell'azienda, il messaggio che si vuole trasmettere risulta diluito.

Secondo Bizzarri, un ruolo chiave è rivestito dalla comunicazione e l'aver trasmesso l'essenza, il simbolismo e l'estetica della Gucci di Alessandro Michele, che gioca con il logo combinando i vari simboli iconici del marchio, ottenendo un feedback dai consumatori, rappresenta un elemento unico e distintivo, arrivando in modo autentico e diretto anche alle nuove generazioni. Gucci, infatti, grazie alla velocità del processo decisionale è riuscito a trasmettere un messaggio coerente e diretto che ha conquistato i Millennials. Inoltre, gli investimenti in tecnologia e know-how, come per l'ArtLab a Scandicci – uno spazio di 37.000 mq dove viene sviluppata interamente la collezione di scarpe e borse, permettendo la nascita di nuove combinazioni – risultano essenziali per tenere alta la curiosità e l'eccitazione lungo l'intera stagione, pianificando con grande cura quando si vuole introdurre un nuovo prodotto, in che negozi e con quale vetrina e comunicazione, in un sistema completamente integrato²³⁵.

5.5 Armani Group

Analizzando i recenti sviluppi dei casi sopra esposti, così come della gran parte delle case di moda di lusso che dominano il panorama mondiale, appare evidente una tendenza al progressivo consolidamento tra aziende, creando gruppi leader del mercato, (si pensi anche Louis Vuitton e gli altri brand del gruppo LVMH, come Christian Dior e Givenchy, Yves Saint-Laurent così come Gucci in Kering, Calvin Klein del gruppo PVH, Valentino del celebre Valentino Garavani acquisito nel 2012 da una società di investitori del Qatar)²³⁶.

Eppure, la storica casa di moda Giorgio Armani, controllata e gestita tutt'ora dal fondatore si dimostra come uno dei casi di eccellenza italiana a proprietà

²³⁵ F. Sarica, 'Marco Bizzarri and the Gucci Revolution', *www.rivistastudio.com*, 2018.

²³⁶ 'Di chi sono le più importanti aziende di moda?', *www.ilpost.it*, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

concentrata forte: non solo è divenuto uno dei brand più conosciuti e rispettati nell'industria del luxury fashion, ma è anche una delle aziende di moda di maggior valore al mondo, (3.3 miliardi di dollari)²³⁷. Fondata nel 1975 e costruita principalmente sull'unica figura personalità e identità dello stilista, il quale è ad oggi l'unico azionista del gruppo, la Giorgio Armani è cresciuta attorno a 3 pilastri, quali classe, qualità ed esclusività. Fin da subito, Giorgio Armani che da stilista diventa manager di se stesso, mette in atto una serie di intuizioni manageriali che pongono le basi della futura struttura strategica del brand: tra le varie, è doveroso citare la nascita dello 'showroom' in cui mostrare il lifestyle aziendale, mentre fino a quel tempo le vendite dei capi di abbigliamento venivano effettuate tramite agenti che battevano il territorio di negozio in negozio con campionario e valigia al seguito; il product placement, vestendo Richard Gere in 'American Gigolò'; ma soprattutto l'idea di diversificare la propria offerta, lanciando la seconda linea Emporio Armani nel 1981, per un profilo di clientela che ricercava il design Armani ma ad un prezzo ridotto, con un contenuto orientato maggiormente al casual ed al denim. Da lì in poi ha proseguito attuando una strategia di brand extension, diventando tra le aziende maggiormente diversificate nel mondo della moda, creando molteplici business che attraversano le varie categorie di prodotto. Il desiderio di accrescere sempre più la propria base cliente e al contempo accontentare i clienti esistenti o già fidelizzati, ha portato i *luxury fashion brands* da un lato ad introdurre nuove linee di prodotto con diversi punti prezzi, attuando una extension verticale, in modo da conquistare nuovi clienti nel proprio mercato esistente, e dall'altro ad entrare in mercati diversi, attraverso una extension orizzontale, consentendo ai clienti esistenti o futuri di accedere all'universo del brand. Come abbiamo visto, è necessario prestare attenzione alla preservazione della brand identity e del mantenimento di una

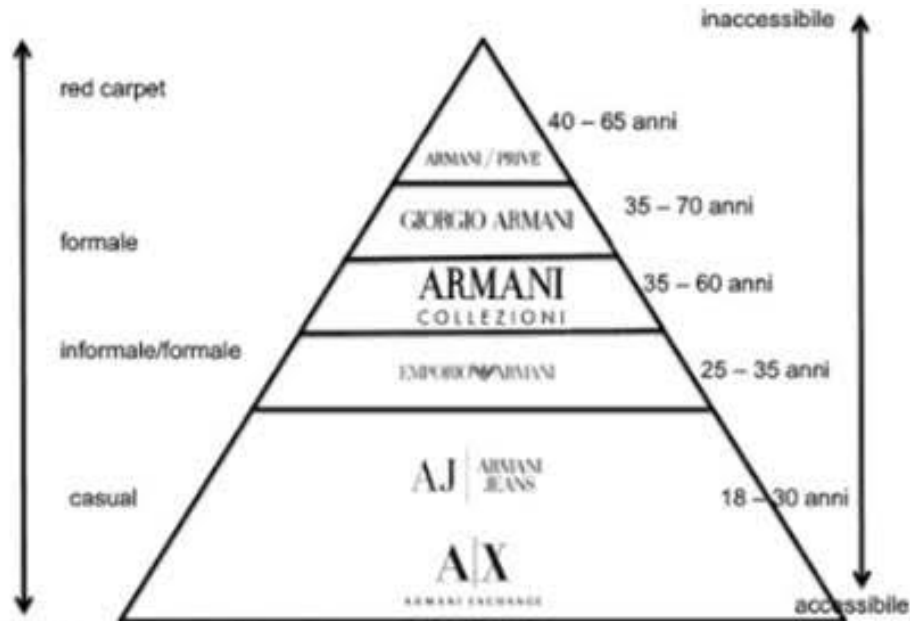
²³⁷ 'Giorgio Armani – The Iconic Global Fashion Brand', www.martinroll.com, 2016.

certa aura di esclusività²³⁸, per evitare che il brand subisca una diluizione: se, infatti, agli occhi dei consumatori la brand extension appare incoerente con ciò che il parent brand rappresenta, competenza ed onestà del brand ed i valori positivi associati ad esso ne risentirebbero drasticamente in senso negativo. E' possibile inoltre che una *overextension* induca il consumatore in confusione, non riuscendosi più ad identificare con le categorie core del brand, che ne risulta indebolito in termini di immagine²³⁹. Armani mostra un esempio del bilanciamento tra diversificazione ed estensione del brand ed il mantenimento della forza del proprio core business, arrivando ad offrire non solo moda ma uno lifestyle lussuoso²⁴⁰ in stile Armani, facendo leva sulla propria brand equity per attirare i clienti attraverso la brand experience e la filosofia di brand, piuttosto che attraverso il solo prodotto: da abiti ed accessori a cioccolatini, fiori, cosmetici, arredamento, alberghi, spa e ristoranti. Se dunque le brand extension sono ben gestite, trasmettendo lo stesso livello di lusso e di conseguenza di qualità del core brand, possono anche rafforzare la brand image e non diluirla. Giorgio Armani negli anni ha sempre preservato l'immagine della propria visione, la brand identity e quindi i valori del brand, che sono rimasti sempre coerenti. Il successo della strategia di brand stretching è sicuramente supportato se l'azienda continua ad essere in contatto con il mercato che si evolve, con bisogni e stili di vita dei consumatori, proseguendo nell'innovare ma preservando la propria identità distintiva. Il gruppo Armani quindi al raggiungimento di successo e conferme da parte del mercato, cresce ampliando la propria offerta con l'introduzione di nuove linee, che vanno a coprire i bisogni di nuove fasce di consumatori, allargando così la base cliente. L'architettura di brand si è andata a sviluppare, articolandosi in corporate brand e diversi sub-brands (Figura 17):

²³⁸ Guerquin-Kern L. et al., 'Giorgio Armani's empire – Giorgio Armani the 'master' of luxury', *Journal of Textile Engineering & Fashion Technology*, 2017.

²³⁹ Kotler P., Kevin KL, 'Marketing Management', 2006.

Figura 17: Rappresentazione marchi del gruppo Armani



Fonte: D. Golizia, 'Fashion Business Model. Strategie e modelli delle aziende di moda', 2016

1. Giorgio Armani Privé: sviluppata nel 2005 per il red carpet, include gowns e suits ultra-lusso, trasmette l'essenza di Giorgio Armani ed è destinata ad un target di persone ricche e famose.
2. Giorgio Armani: la collezione principale di abbigliamento classico di alta qualità, con prezzi ultra-premium, per una clientela high-spending il cui core va dai 35 ai 70 anni.
3. Armani Collezioni: destinata ad un segmento di mercato con una fascia prezzo leggermente inferiore, composto dalla clientela che ambisce ad indossare l'alta qualità Armani ma non può permettersi la prima linea Giorgio Armani, così come anche quella clientela che vuole aggiungere prodotti extra nel proprio armadio. Con un prezzo inferiore del 20% circa, costituisce una linea eccellente di moda accessibile.
4. Emporio Armani: il target in questo caso è costituito dal segmento di professionisti giovani che vanno dai 25 ai 35 anni, con un contenuto fashion e dal design contemporaneo. Vi è inoltre anche una

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

declinazione sportiva che confluisce in EA7: stile Armani adattato a diversi sport tra cui running, fitness, golf, ecc...

5. Armani Jeans: per giovani adulti dai 18 ai 30 anni, offre abbigliamento trendy ad un prezzo premium.
6. A|X Armani Exchange: linea di fast fashion che per anni è stata affidata in licenza per aggredire il mercato, per riprenderne poi il 100% del controllo nel 2014. Si rivolge ad una clientela giovane con prezzi in fascia entry, offrendo uno stile urban, casual e alla moda di buona qualità, per dare la percezione di comprare il brand di lusso, Armani.

Infine, Armani Junior costituisce la linea ideata per bambini caratterizzata da semplicità ed eleganza dai colori classici, prendendo ispirazione dalla linea per adulti.

Oltre, a differenziare l'offerta del gruppo attraverso la creazione di diverse linee che conquistano molteplici segmenti di mercato, accrescendo il valore del gruppo, la diversificazione risulta anche nelle categorie di prodotti offerti all'interno di ciascuna linea: facendo leva sulla forte brand equity costruita nell'abbigliamento, il brand si è esteso nelle categorie correlate nella moda tra cui occhiali, orologi, gioielli e cosmetici, attraverso una strategia di licensing, in primis le linee di occhiali del gruppo in licenza al gruppo Luxottica, di cui è azionista. Il brand Armani, tuttavia, non si è fermato qui, ma si è esteso anche in settori non strettamente correlati all'abbigliamento di moda quanto piuttosto, come anticipato, al concetto di lifestyle che propone lo stilista. Prendono forma così: Armani casa, per un arredamento che segue la visione dell'ambiente living perfetto per lo stilista; Armani beauty, per cosmetici, profumi e skincare; Armani Dolci, per regali sofisticati nel packaging e di alta qualità, che include praline, cioccolatini, biscotti...; Armani/Fiori, creato nel 2000 per decorazioni floreali; Armani Ristorante con cui entra nel business del food, creati seguendo un design che riflette la filosofia del brand, per chi ama mangiare in ambienti di lusso con una cucina di alta qualità, (e l'Emporio Armani Cafè, che prende il nome dalla seconda linea perché più informale ed

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

è possibile trascorrerci vari momenti della giornata dalla colazione al tè nel pomeriggio, al pranzo e ad un caffè dopo pranzo); ed infine Armani Hotels, con una catena di hotel e resort di lusso.

Con una simile strategia di massima diversificazione del brand²⁴¹, il gruppo Armani ha creato un insieme di brand ciascuno con un posizionamento, fascia prezzo e target differenti, in modo da presidiare il mercato in modo più ampio possibile, oltre a possedere un assortimento di prodotti che rientra tra i più vasti del panorama della moda, includendo ogni declinazione dell'abbigliamento, scarpe, borse, profumi, occhiali, cosmetica, orologi, spingendosi fino a bar, ristoranti, discoteche, fiori, dolci, collezione casa....

La forza che ha permesso di creare un portafoglio bilanciato di brand/prodotti, in una visione allargata di lifestyle, risiede sicuramente nello stile e nell'estetica di uno stilista simbolo del design del 20° e 21° secolo, abbinato al forte potere del Made in Italy ed a un attento studio e costruzione della corporate image e della brand identity di ciascun marchio, che ruotano proprio attorno alla figura di Giorgio Armani, identificando quindi l'azienda nella persona dello stilista, associato ai valori di eleganza, qualità, moda e stile, per la creazione di un completo lifestyle.

5.5.1 Armani Group: Business Model e Governance

Anche nel caso Armani, la gestione dell'intera filiera risulta un modello strategico vincente che permette di controllare le diverse fasi che vanno dal design del prodotto fino alla vendita, collaborando con partner produttivi, distributivi e logistici. Il gruppo ha attuato un'internalizzazione della fase produttiva acquisendo aziende specializzate per la produzione delle linee di abbigliamento e pelletteria di alto livello, delocalizzando invece parte della produzione per le linee a minor impatto in termini di valore. Per quanto riguarda business più lontani dal proprio core, ha messo in essere diverse joint-venture ad hoc con partner specializzati, come nel caso dell'hotellerie, e

²⁴¹ D. Golizia, 'Fashion Business Model. Strategie e modelli delle aziende di moda', 2016.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

affidato licenze a partner specializzati come nel caso invece di occhialeria, orologi, profumi e dolci. Sul versante della politica di distribuzione, analogamente, il marchio ultra-lusso di Haute-Couture Armani Privé è venduto esclusivamente in negozi monomarca, mentre le linee accessibili vengono distribuite prevalentemente con politica multibrand. A livello gruppo, in particolare, oltre ai negozi monomarca diretti e franchising (inclusi Armani Casa e Armani Junior), il mondo Armani è rappresentato da flagship store, negozi di grande dimensioni in cui viene raccontato il lifestyle, l'idea di shopping e l'esperienza della casa di moda; negozi multibrand, che siano coerenti con l'identità di brand; self standing, piccoli spazi all'interno di grandi magazzini, che al contrario dei negozi multibrand offrono la possibilità di comunicare efficacemente il lifestyle Armani; infine outlet, ad esclusione di Armani Privé.

Per quanto riguarda invece il presidio di mercati esteri, il gruppo inizia a costituire joint-venture con partner locali per penetrare il mercato velocemente e abbattere le barriere all'entrata, per poi acquisire quote del partner per ottenere un controllo totale. Tutto ciò ha consentito di rafforzare fortemente il valore del brand in tutto il mondo, senza perdere l'allure di esclusività di brand di lusso.

Sotto la prospettiva finanziaria, il gruppo Armani rappresenta una rarità, essendo riuscito a restare indipendente con unico azionista Giorgio Armani, che guida poi i business dal punto di vista sia strategico che stilistico. Lo stilista ha infatti sempre ritenuto fondamentale preservare il valore dell'indipendenza economica, per poter agire in piena autonomia, senza la pressione di shareholder, riuscendo difatti a far crescere l'azienda un passo alla volta²⁴². Viene in tal caso a configurarsi un'azienda a controllo proprietario forte, caratterizzata da proprietà concentrata e stabile, visibilità della figura dell'imprenditore che detiene le funzioni di controllo e governo dell'impresa, che consente un processo decisionale rapido, guidato anche da

²⁴² T. Palazzi, 'Giorgio Armani: resterò indipendente', *www.mffashion.com*, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

intuito dell'imprenditore-stilista, oltre che dalla dedizione derivante dal legame emotivo con l'azienda. Se da un lato però l'imprenditore fondatore e leader del gruppo costituisce l'essenza e la fonte del vantaggio competitivo raggiunto da Giorgio Armani, quando il successo e la sopravvivenza aziendale dipendono fortemente da un'unica persona, dall'altro lato si rende necessaria la previsione di un solido piano di successione che assicuri la continuità aziendale. Nello scenario di un mondo globalizzato, in cui storiche maison del Made in Italy, come Versace, passano nelle mani di grandi gruppi internazionali, con rischio che la finanza prenda il sopravvento intaccando lo spirito aziendale – ed in cui poi le grandi holding francesi, quali LVMH e Kering, si offrono di assicurare la continuità di marchi storici in cui il passaggio generazionale si traduce piuttosto in un avvicendamento di direttori creativi – Giorgio Armani preserva la sua azienda simbolo di eleganza e stile, icona del Made in Italy, escludendo possibili cessioni a gruppi internazionali. Infatti, affinché il gruppo possa resistere agli attacchi dei colossi che dominano il panorama del lusso mondiale, lo stilista resterà in carica a vita ed a fine 2006 ha costituito la Fondazione Armani, un ente che possa garantire la realizzazione di un fine sociale – occupandosi di diverse cause che possano apportare valore all'essere umano – e la conservazione del patrimonio, a cui ha girato lo 0,1% del capitale della Giorgio Armani, con un valore complessivo nominale di 10 milioni di euro, oltre a versare 200mila euro per un Fondo di Garanzia, che dovrà essere permanentemente investito in valori mobiliari non di rischio²⁴³. All'interno dello statuto della Fondazione è indicata dettagliatamente la 'mission' che dovrà perseguire, la quale richiama inderogabilmente lo stile Armani: “essenziale, moderno, elegante non ostentato, con attenzione al dettaglio e alla vestibilità, e dovrà assicurare l'attenzione all'innovazione, all'eccellenza, qualità e ricercatezza del prodotto”.

²⁴³ E. Micheli, 'Armani, nello statuto della Fondazione il futuro del gruppo', *www.ilsole24ore.com*, 2017.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Sono inoltre segnate le linee guida relativamente al ricorso all’indebitamento, ed il divieto di distribuzione di utili ed avanzi di gestione, oltre che la possibilità che in futuro la Fondazione possa ricevere incrementi patrimoniali anche a titolo di lascito ereditario: Giorgio Armani passerà dunque sotto la guida della Fondazione. Quest’ultima ha un patrimonio composto da due Fondi, uno di Dotazione e uno di Gestione, il quale potrà essere composto anche di dotazioni di enti privati o pubblici, previa approvazione del CdA. La governance della fondazione si articola in un presidente, un CdA, un consiglio di sorveglianza, un comitato valutazioni ed un segretario generale, e sarà sottoposta ad un vaglio autorizzativo ex-ante, oltre che ad un monitoraggio periodico da parte delle autorità statali. Non si tratta quindi di un vero passaggio generazionale quanto piuttosto di “un passaggio imprenditoriale”²⁴⁴, non avendo lo stilista coniuge e figli. Alla governance aziendale, in ogni caso, partecipa la famiglia con un CdA composto, oltre che dallo stilista, anche dalla sorella Rosanna Armani e suo figlio Andrea Camerana, designato inizialmente come erede – essendo cresciuto all’interno del gruppo e divenendo direttore delle licenze per poi passare alla presidenza affianco allo zio – fino a quando nel 2014 si è dimesso dagli incarichi operativi, seppur continuando a rivestire un ruolo importante nel board, a cui siede assieme ad altre due nipoti, Silvana e Roberta, figlie del fratello Sergio.

Le figure di riferimento che invece affiancano lo stilista nella guida aziendale sono esterni e siedono entrambi nel consiglio di amministrazione: Leo Dell’Orco, braccio destro di Giorgio Armani da oltre trent’anni, che si occupa dello sviluppo delle collezioni maschili, venendo coinvolto anche su questioni che vanno oltre l’aspetto stilistico²⁴⁵, e Livio Proli, quale direttore generale, che però quest’anno lascia il management, seppur continuando a mantenere il proprio posto nel board²⁴⁶ e non sarà sostituito ma i suoi poteri verranno divisi

²⁴⁴ ‘La Maison Giorgio Armani resterà italiana e non saranno (solo) gli eredi a gestirla’, www.huffingtonpost.it, 2017.

²⁴⁵ ‘Il patrimonio della famiglia Armani’, www.bcfinance.it, 2018.

²⁴⁶ M. Ferraro, ‘Il dg Livio Proli lascia Giorgio Armani’, www.mffashion.com, 2019.

tra il management aziendale esistente.

La figura di Leo Dell’Orco, invece sarà anche alla guida del consiglio della Fondazione, assieme a Giorgio Armani e al banker di Rothschild, Irving Bellotti²⁴⁷. Giorgio Armani ha infine previsto anche un meccanismo per la possibilità di liquidazione della propria quota lasciata agli eredi, che passerebbe alla Fondazione, oltre che meccanismi di protezione da eventuali dissidi familiari: in tal caso, con un board in numero pari, in caso di pareggio, decide la Fondazione, sulla base delle linee guida istituite, che fondano su criteri di lealtà, coerenza e fedeltà all’azienda²⁴⁸.

5.5.2 Armani Group: ristrutturazione attuale

La strategia aziendale ha subito un processo di cambiamento e ridefinizione nel 2017 per migliorare il proprio business plan: con molteplici linee e collezioni, Giorgio Armani ha deciso di eliminare la separazione delle categorie e la confusione per stare al passo con l’evoluzione del mercato, procedendo piuttosto a riclassificare i brand attorno a diversi concept, semplificando l’offerta. La frammentazione delle collezioni spesso conduce alla mancanza di un qualcosa in una collezione che è poi presente in un’altra, con rischio di perdere opportunità.

In particolare, il gruppo ora racchiude i tre brand Giorgio Armani, Emporio Armani ed Armani Exchange, in cui confluiranno le restanti linee, con conseguente ripensamento anche degli store.

I tre brand si rivolgono a tre segmenti distinti:

1. Il polo del lusso composto dalla linea principale Giorgio Armani, la collezione Haute-Couture Armani Privé e la linea di arredamento e design Armani Casa;
2. La seconda linea Emporio Armani, in cui confluiscono anche la linea più classica Armani Collezioni e la più giovane e casual Armani Jeans;

²⁴⁷ ‘Fondazione Armani, ecco la governance ed il futuro del gruppo’, www.affaritaliani.it, 2017.

²⁴⁸ M. S. Sacchi, ‘Giorgio Armani: Ho messo il gruppo in sicurezza (per crescere ancora)’, www.ilcorriere.it, 2017.

3. La più commerciale A|X Armani Exchange, dallo stile urbano, giovane ed accessibile, già oggetto di riposizionamento²⁴⁹, che ha visto una riduzione della distribuzione per creare le basi di un nuovo sviluppo.

Tale passo è stato approvato dai molti esperti del settore, come Anita Barr, fashion director del famoso department store Harvey Nichols, che ha dichiarato *“it is a positive move, one that will bring clarity with regards to brand messaging versus the multiple messaging of recent years. By consolidating the brands under one Armani brand message and assuming a clearly defined tiering, distribution and marketing strategy, we are confident that this should cut through to the consumer”*²⁵⁰. Invero, la tendenza attuale del mercato del lifestyle si sviluppa sull’idea del cd. ‘mix and match’: non ci si veste più con un’unica marca da capo a piedi ma mixando capi per ricreare il proprio stile personale. Emporio Armani diventa così un ‘cluster di idee’, enfatizzando l’idea di emporio, per offrire la customer ‘*experience*’ oggi sempre più richiesta dal mercato.

²⁴⁹ D. Muret, ‘Giorgio Armani perfeziona la riorganizzazione della sua azienda pensando al futuro’, www.fashionnetwork.com, 2017.

²⁵⁰ L. Zargani, ‘Giorgio Armani restructures brands, rethinks distribution’, www.wwd.com, 2017.

Conclusioni

Dall'approfondita illustrazione della peculiare tematica è emerso come il fenomeno della formazione di business group rappresenti una vera e propria tendenza in crescita, in conseguenza alle evoluzioni del contesto esterno, sempre più improntato alla globalizzazione e all'uniformazione tra tutti i Paesi, che ha portato ad un aumento del tasso di acquisizioni di aziende target appartenenti allo stesso settore di quella acquirente, per incrementare la propria quota di mercato. Le operazioni di M&A sono state supportate anche dai confini geografici sempre meno definiti, consentendo acquisizioni cross-borders e penetrazione di mercati stranieri. In tale scenario, il cambiamento della clientela moderna, in cui i millennials nati nell'era digitale assumono un peso rilevante e che si configurano come la clientela ideale con maggiori potenzialità di sviluppo per fedeltà e frequenza di acquisto ma allo stesso tempo con una forte abilità nel comparare prezzi ed informazioni sui prodotti, ha spinto le aziende ad un ripensamento della propria struttura di business, della propria immagine e strategia comunicativa, per riuscire a soddisfare le nuove esigenze attraverso la creazione di una *'overall customer experience'*, curando ogni aspetto della propria offerta, per comprendere anche l'aspetto emozionale.

Nel primo capitolo si sono individuate i vari fattori che hanno spinto le aziende verso la formazione di business group e sebbene la tesi prevalente prevedeva inizialmente che tale forma organizzativa era sostenuta a causa di mercato ed ambiente istituzionale sottosviluppati, seguendo tale logica, allo svilupparsi delle economie emergenti, i business group sarebbero scomparsi. Tuttavia, si è visto come le analisi storiche sui business group hanno dimostrato che queste strutture organizzative erano presenti da lungo tempo tanto nelle economie emergenti, quanto in quelle avanzate.

Proseguendo l'analisi sui business group, è stata individuata una possibile classificazione sulla base delle relazioni contrattuali che legano le aziende del gruppo, a seconda che si tratti di alleanza, che manca di un'unità apicale

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

centrale in grado di esercitare il controllo sull'intero gruppo ed in cui le aziende sono legate in forma di network, ovvero autorità, in cui rientrano i gruppi di aziende indipendenti collegate da legami gerarchici, in cui rientrano quelli piramidali e diversificati. Scendendo in dettaglio, si è visto poi che la specifica configurazione dei business group può scaturire come risposta ai fattori esterni – quali contesto sociale, condizioni di mercato più o meno sviluppato, fattori politici relativi al tipo di governo del Paese che può facilitare o promuovere la formazione di gruppi di aziende, e naturalmente il livello di protezione legale di quel dato Paese per gli azionisti di minoranza – a cui le aziende possono rispondere con l’instaurazione di legami orizzontali, (interlocking directorates, cross-shareholdings, legami di tipo sociale basati sulle relazioni, e la creazione di un mercato interno per lo scambio di risorse ed informazioni), e/o verticali, (le catene di controllo che percorrono un gruppo organizzato con struttura gerarchica), per coordinarsi, sviluppando così 4 possibili configurazioni di business group: N-form o network, in cui un’azienda assume il ruolo di leadership in un settore, creando partnerships con un numero di aziende singole quali fornitrici di tecnologia, prodotti intermedi, od altre funzioni, dove vi è necessità di un board attivo che dia però enfasi allo scambio di risorse più che al monitoraggio, per non incorrere in problemi di appropriazione delle risorse; C-form o club, in cui si sviluppano relazioni maggiormente complesse, collegate da associazioni o club formali, in cui ogni membro può essere una grande corporation costituita da numerose aziende sussidiarie, costituendo una piattaforma in cui i membri delle corporation possono scambiare risorse strategiche, informazioni e fonti finanziarie, coordinandosi al fine di ottenere benefici mutuali, (es. relazioni pubbliche, o lobby relative ad specifiche politiche industriali), e dove non vi è la necessità di un board particolarmente attivo, essendoci bassa interdipendenza tra i membri del gruppo relativamente alla strategia, per cui si ritiene che il board assuma una mera funzione di ‘rubber stamp’, e necessiti di un meccanismo di coordinamento per i legami sociali; H-form o holding,

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

caratterizzata da un conglomerato di aziende in cui una holding o ‘parent company’ investe parzialmente o completamente in singole aziende che operano in diversi mercati/industrie, che andranno a costituire un portafoglio diversificato e quanto più le aziende controllate rappresentano il core business della holding, e dai cui affluisce gran parte dei ricavi della holding, tanto più il controllo proprietario sarà maggiore, per cui il board dovrebbe avere un ruolo attivo nel monitoraggio; M-form o multidivisionale, in cui un’azienda principale o ‘parent company’ controlla totalmente o parzialmente le singole aziende affiliate, che vengono organizzate e gestite in linea con il perseguimento degli obiettivi strategici della ‘parent company’ e possono trovarsi in stadi adiacenti del processo produttivo ovvero possono operare in settori collegati, per cui vi sarà necessità di un board che abbia sia funzione di monitoraggio che di coordinamento delle risorse, che tuttavia, potrebbe risultare difficile senza un meccanismo di allineamento delle attività tra i differenti board del gruppo.

Da qui, si è passati così ad una disamina sul ruolo di monitoraggio del board che può essere più critico nei gruppi aziendali caratterizzati da livelli elevati di individualismo (ad es. Italia), rispetto a livelli moderati (ad es. Brasile) o bassi (ad esempio, Thailandia o Taiwan), perché una forte propensione all'individualismo crea una maggiore propensione verso la massimizzazione del proprio vantaggio a spese dell'azienda; al contrario, nel caso in cui si tratti di un board di una grande azienda con proprietà frammentata tra tanti soggetti, i top manager potrebbero creare di proposito un consiglio debole come mezzo per eludere il monitoraggio e perseguire i propri programmi, dando origine ai noti problemi di agenzia.

Dopo aver fornito uno scenario teorico per inquadrare i business group, il secondo capitolo si addentra nelle operazioni di Merger & Acquisition come strategia di crescita acquisitiva che spesso porta alla creazione di un gruppo aziendale, partendo dal presupposto che “*two plus two is five*”, attuate sempre più spesso per conseguire l'internazionalizzazione del business. Si vanno

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

dunque ad approfondire i molteplici benefici ricercati nell’attuazione di tali operazioni straordinarie quali crescita ed espansione dei volumi, penetrazione del mercato, diversificazione quando interessa un business non correlato, creazione di sinergie di consolidamento, ma anche acquisire la concorrenza per mantenere o raggiungere la posizione di leader di mercato, o integrare aziende a monte o a valle, ed anche per raggiungere la ‘minimum size’ necessaria per competere in un determinato mercato. A tali benefici spesso si legano altre motivazioni di carattere organizzativo, finanziario e personali. Tra queste è stato posto il focus su una di carattere organizzativo, in quanto particolarmente rilevante sotto il profilo di governance: il takeover come meccanismo esterno che porterebbe alla rimozione di un management inefficiente, perciò denominato anche ‘disciplinary takeover’, per cui non si rende necessaria l’effettiva integrazione dei business di acquirente e *target*. La fondamentale premessa sottostante il meccanismo di *market for corporate control*, riguarda l’esistenza di un’alta correlazione positiva tra efficienza manageriale e prezzo di mercato delle azioni della relativa azienda e dunque il *takeover* può essere visto come un’efficiente transazione di mercato, la quale va semplicemente a sostituire una cattiva gestione, al fine di ottenere un accrescimento del valore dell’azienda per la società acquirente così come per gli azionisti della *target*. Abbiamo visto però che vi è poi una seconda classe di *takeovers* può essere definita ‘*synergistic*’, poiché la motivazione di fondo è fornita dalla possibilità di beneficiare dalla combinazione dei business delle due aziende, per cui in tal caso l’integrazione dei due business è essenziale affinché si realizzino i benefici desiderati. In genere è la resistenza da parte del management l’elemento discriminante per classificare un *takeover* come ostile; le acquisizioni che non rientrano in questa categoria, vengono definite amichevoli, e saranno approvate sia dal management che dagli *shareholders*.

Un elemento interessante che risulta dalle analisi è che la struttura proprietaria delle aziende è un elemento che rende queste ultime attraenti *target* di un *takeover* amichevole: in particolare, il caso in cui il *top executive* detiene

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

un’alta proprietà azionaria nell’azienda soggetta al *takeover* è associato ad una migliore gestione aziendale poiché il management opera sotto un buon schema incentivante, essendo interessato sia al valore di mercato della sua azienda sia ai vantaggi derivanti dalla posizione manageriale e, dunque, quando tali aziende sono soggette a *takeover*, è più probabile che sia per ragioni sinergiche, per cui ci si aspetta che molte di queste transazioni saranno amichevoli. Abbiamo evidenziato inoltre un’ulteriore possibile spiegazione del perché la proprietà manageriale influenzi la natura del *takeover*: se il manager possiede un’alta proprietà azionaria, avrà sufficienti diritti di voto per bloccare il *takeover*, che quindi potrà avere successo solo con l’approvazione del management, il che suggerisce ancora che si avrà una transazione amichevole. Similmente, la presenza di un membro della famiglia fondatrice dell’azienda *target* renderà, con alta probabilità, più ardua l’evenienza di un’offerta di acquisizione ostile, data la forte preferenza del fondatore di controllare e una migliore abilità di resistere. Ed anche la presenza di un *top officer* con una larga quota azionaria che voglia ritirarsi e portarsi via parte della sua ricchezza dall’azienda preferirà possibilmente vendere la propria quota ad un prezzo premium ad un eventuale acquirente che gli propone un’offerta amichevole, piuttosto che vendere le sue azioni sul mercato aperto.

Riprendendo poi la tematica della crescita attraverso la formazione di business group, è apparso doveroso considerare le peculiarità proprie di quelli a carattere familiare: una forte identità familiare può portare i proprietari della famiglia a sentire sovrapposte famiglia ed azienda nella misura in cui le azioni funzionali all’azienda sono viste come positive per la famiglia e c’è maggior propensione a prendere decisioni a vantaggio dell’azienda, e della sua reputazione, nel lungo termine, influenzando anche la possibilità di internazionalizzazione, in quanto investitori stranieri possono essere attratti dal comportamento della proprietà familiare che si impegna in strategie di lungo termine. Inoltre, si è visto come le famiglie proprietarie, investendo gran parte della loro ricchezza, nonché la loro reputazione, nell’azienda, abbiano

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

forti incentivi affinché essa ottenga performance positive, il che si ripercuote sul costo del capitale che viene ridotto, perché tale fenomeno viene riconosciuto anche da investitori e creditori. D'altra parte, le considerazioni familiari possono intromettersi ed inquinare le decisioni commerciali e viceversa. Abbiamo visto infatti che nella realtà si configurano numerose differenze potenziali nell'interesse dei principali, così come nelle preferenze di rischio e nelle loro intenzioni di crescita future e che, nella maggior parte dei gruppi di azionisti di famiglia, la presenza di interessi contrastanti derivanti da diversi obiettivi e norme possono minare sia la competitività che l'unità familiare portando a fratture che minerebbero il benessere aziendale, spingendo verso i problemi di espropriazione delle minoranze familiari. Gli argomenti esposti suggeriscono l'esistenza di una relazione a forma di U rovesciata tra la dimensione del gruppo proprietario di famiglia e la crescita dell'azienda, moderata dal grado di identificazione della famiglia nell'azienda, giungendo alla conclusione che le aziende familiari di medie dimensioni ed alti livelli di identità famiglia-azienda, raggiungono una crescita aziendale superiore.

Nel terzo capitolo si è evidenziato come la nuova e più sfidante domanda del mercato ha fatto sì che emergessero strategie di collaborazioni e partnerships con altre organizzazioni aziendali come strumento chiave del processo del 'going to market', creando delle tipologie di strutture organizzative verticalmente 'disaggregate', caratterizzate da flessibilità, specializzazione, ed un'enfasi sulla gestione delle relazioni più che sulle transazioni di mercato al fine di rispondere in maniera veloce e flessibile appunto agli accelerati cambiamenti di tecnologia, concorrenza e preferenze dei consumatori, e fronteggiare così la crescente complessità e gli alti gradi di rischio del mercato: l'organizzazione a rete si pone come nuova forma di struttura organizzativa, che necessita di una forte integrazione tra le aziende, nonostante esse mantengano la propria autonomia legale, rappresentando uno strumento che può essere particolarmente utile per le piccole-medie imprese

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

che mirano ad intraprendere rapporti di collaborazione di carattere strategico, finalizzato al raggiungimento di obiettivi di innovazione ed aumento della capacità competitiva. L'aggregazione diventa così lo strumento per consentire soprattutto a piccole e medie imprese di crescere ed accrescere, individualmente e collettivamente, la capacità innovativa, la visibilità e la competitività sul mercato, facendo leva sulle tecnologie orizzontali e sulla condivisione di conoscenze e risorse, cambiando l'approccio allo scenario competitivo attraverso un'ottica 'win-win'.

Il quarto capitolo ha indagato il contesto italiano per coglierne le criticità che ostacolano la formazione di un mercato per il controllo societario e per analizzare la modalità attraverso cui si manifesta il trasferimento del controllo. Nonostante la globalizzazione, si è visto che il sistema italiano è caratterizzato da una serie di elementi che costituiscono un intralcio allo sviluppo del *market for corporate control*: ci riferiamo in particolare all'azionariato fortemente concentrato nelle mani di una famiglia, che si mantiene chiusa nei confronti dell'esterno, anche attraverso l'uso di una serie di meccanismi volti al rafforzamento della propria posizione di controllo, quali ad es. le strutture piramidali, che spesso danneggiano i soci di minoranza. Il sistema legale italiano, maggiormente sviluppato rispetto ai paesi di *common law*, si trova così nella condizione di dover bilanciare da un lato l'obiettivo di favorire i trasferimenti di controllo, per permetterne un'allocatione più efficiente, dall'altro quello di proteggere le minoranze da possibili estrazione di benefici privati.

In particolare, si è proposta un'analisi dell'evoluzione della struttura proprietaria riscontrabile in Italia, grazie alla quale è stato evidenziato che le tradizionali strutture piramidali, caratterizzate da gravi problemi di agenzia, aggravati dall'assenza di trasparenza, sono in diminuzione e lasciano il passo allo sviluppo del ruolo delle coalizioni come strumento per ottenere una forma di separazione. Sebbene diversi studi sostengano l'impatto positivo delle coalizioni sulla governance aziendale, l'esperienza italiana ha tuttavia

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

evidenziato che sono ancora necessari strumenti che rafforzino la tutela delle minoranze dall'estrazione dei benefici privati di controllo. Le numerose criticità che caratterizzano il contesto italiano, in particolar modo per il carattere familiare di gran parte dei gruppi aziendali, in tempi più recenti ha indotto le aziende italiane a valutare positivamente l'apporto di risorse, finanziarie e non, da parte di investitori istituzionali ed a mostrarsi maggiormente disposte ad allentare le forme di potere che per lungo tempo le hanno caratterizzate, specialmente in termini di forte chiusura della struttura proprietaria.

Attraverso l'introduzione della disciplina dell'Opa il legislatore ha tentato da un lato di favorire il mercato per il controllo societario e dall'altro di garantire pur sempre la protezione agli azionisti di minoranza. In particolare, con riguardo ai meccanismi di *squeeze out* e *sell out*, contribuendo a mitigare i conflitti tra azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, si è sostenuto che questi possano ridurre l'incentivo a detenere larghe quote di partecipazione, con probabili incidenze nel lungo periodo sulla riduzione della concentrazione proprietaria.

Riguardo all'Opa obbligatoria invece, questa potrebbe disincentivare lo scambio di partecipazioni rilevanti che rappresentano lo strumento tipico per esercitare il controllo, limitando in tal modo il *market for corporate control*.

La *passivity rule* e la *breakthrough rule*, che favorivano il trasferimento del controllo societario, mirando ad indebolire le limitazioni all'attività acquisitiva, risultano successivamente modificate dalla disciplina, rappresentando, a detta di molti, un grave passo indietro per il *market for corporate control*, poiché in tal modo si va a rafforzare la posizione dei soci di controllo e ad innalzare il costo dell'acquisizione per il potenziale scalatore, che quindi sarà disincentivato ad intraprendere il *takeover*. In definitiva, sebbene si fosse ritenuto di aver individuato la strada percorribile per la creazione di un mercato del controllo societario più efficiente, le successive norme sembrano aver ricondotto l'Italia nella originaria condizione. Non resta

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

quindi, che attendere nuovi sviluppi concreti che possano rendere il Sistema Italiano maggiormente competitivo. Intanto un incentivo allo sviluppo del mercato dei capitali è stato offerto dal programma di Borsa Italiana, denominato Elite, nato per fornire formazione e tutoring alle imprese che vogliono intraprendere un percorso di sviluppo organizzativo e manageriale, per avvicinarle ai mercati di capitali attraverso l’inserimento delle stesse in un network internazionale, rafforzandone la capacità di competere.

L’ultimo capitolo ha illustrato tre casi di business groups di successo nel mondo della moda, tradizionalmente dominata dai tre maggiori conglomerati di aziende in Europa – Kering, LVMH e Richmont – assieme a brand indipendenti come Chanel, Giorgio Armani e Burberry, ma che negli ultimi anni è stata protagonista di un trend in sviluppo di operazioni di M&A, come strategia di crescita: in primo luogo, quella perseguita dalle aziende buyer che hanno come target aziende più giovani e meno costose con una sufficiente fedeltà al brand ma con un buon potenziale di crescita; ed in secondo luogo che assicurino che l’azienda target possa prosperare sotto la nuova proprietà ed essere parte di una più ampia strategia.

I business group analizzati costituiscono esempi di successo aziendale – con cui sono personalmente entrata in contatto in ambito lavorativo potendo in tal modo apportare un contributo maggiormente dettagliato – che consentono di delineare tre modelli sotto i quali far ricadere gran parte delle aziende del settore.

Nel caso di Luxottica, la maggiore compagnia nel settore ‘luxury and fashion eyewear’, essa ha perseguito una strategia di crescita del gruppo sia organicamente che mediante acquisizioni, con un modello di business chiaro basato sull’integrazione verticale che copre l’intera catena del valore, con una governance chiara e trasparente ed un ruolo primario ricoperto dai propri dipendenti. A inizio 2017 Luxottica è stata protagonista di una delle fusioni più grandi fusioni cross-border mai avvenuta in Europa con il gruppo francese Essilor, public company numero uno mondiale delle lenti oftalmiche, portando

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

all'unione proprio dei due player che dominano l'industria dell'eyewear, con l'intento di realizzare le sinergie seppur mantenendo l'indipendenza delle due parti sul versante operativo. Si è rinvenuto così un delicato equilibrio in cui ciascuna delle parti coinvolte non vuole far prendere il sopravvento all'altra per mantenere il carattere amichevole della fusione: tuttavia, si è visto come la governance in tali circostanze rivesta un ruolo primario da tutelare per non far fallire un'operazione altamente potenziale nella creazione di benefici e sinergie, che in caso contrario indebolirebbe la società, la sua reputazione, motivazione dei dipendenti, e la capacità trovare nuovi potenziali partner. A causa infatti di squilibri nella struttura di governance, le tensioni generate hanno influito negativamente sull'andamento del titolo in borsa mettendo a repentaglio l'intera operazione, con l'accusa da parte di Del Vecchio (Luxottica) nei confronti Essilor, di non aver rispettato i patti pre-fusione, per aver proceduto a nomine interne al gruppo senza chiamare in causa la controparte.

Il caso Gucci invece è un caso di *takeover* avvenuto sul finire degli anni '90 – quando si è assistito all'ondata di *takeover* ostili in Europa – che fornisce un esempio di come la governance delle *corporations europee* abbia assunto sempre più, quale conseguenza del processo di internazionalizzazione dei mercati del capitale, le caratteristiche di quella tipica anglo-americana: il *takeover* intrapreso dal gruppo LVMH nel tentativo di acquisire Gucci, si configura come ostile, mentre il management di Gucci si oppone mosso dalla volontà di assicurare agli azionisti un *premium* per il cambiamento del controllo, per rispettare il contratto implicito di lungo termine costruito con essi, ed in particolare dall'alleanza stabilita con PPR – il *white knight* – che ha consentito di raggiungere l'obiettivo prefissato dal management di proteggere l'interesse degli azionisti. Anche per quanto riguarda l'uso dell'ESOP, si è visto che il management di Gucci ha affermato con forza che non si trattasse di una *poison pill*, generalmente messa in atto per permettere al management di radicarsi nella propria posizione, dal momento che aveva invitato LVMH a

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

lanciare un’offerta per la totalità delle azioni di Gucci. Nonostante la vicenda si sia mossa in un contesto legislativo complesso, che non ha consentito di regolare al meglio il caso, si è dimostrato che se un management è in grado di produrre risultati che fanno guadagnare gli azionisti, allora diventa difficile da rimuovere. Ciò è quanto accade nel sistema di governance anglosassone, che nonostante la globalizzazione e l’avvicinamento dei mercati, non riesce ad attecchire in Italia, paese dominato dalla cultura padronale dell’impresa.

Kering, oggi uno dei maggiori player del lusso globale che fattura più di €15 mld, con oltre 40.000 dipendenti in tutto il mondo operante nel segmento luxury, che dopo l’acquisizione di Gucci ha proceduto acquistando una serie di luxury brand di moda, rappresenta un caso di strategia di crescita per acquisizione esterna, aggregando svariati brand sotto lo stesso ‘umbrella’ e coordinandoli affinché sfruttino i vantaggi delle economie di scala e delle sinergie che ne derivano, ma lasciando che siano gestiti indipendentemente. In tal modo si ottiene la diversificazione del gruppo salvaguardando l’agilità delle operazioni, rafforzata dalla struttura a proprietà familiare del gruppo. Mentre ciascun brand del portafoglio è libero di esprimere la propria identità individuale, quindi, il gruppo costruisce le infrastrutture a supporto delle operazioni di tali brand, usufruendo di network distributivi che fanno leva sulle economie di scala, e fornisce un’unica vision da seguire attraverso la condivisione di best practices che guidano all’innovazione.

Come Luxottica, si è visto che anche Kering Group ha un business model verticalmente integrato all’interno della catena del valore del lusso, per avere un maggior controllo sull’intero processo ed innalzare, in tal modo, gli standard qualitativi. Il gruppo ha una struttura a proprietà familiare posseduto dal francese Francois-Henri Pinault, Ceo e chairman di Kering, il quale siede al board assieme membri con un’ampia e diversificata esperienza, che consentono il mantenimento di un efficace equilibrio di potere, nonostante la presenza del controllo dello shareholder maggioritario.

Il settore moda ha poi la peculiarità che il successo dell’azienda è legato alla

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

persona a capo della direzione creativa, perché questa dovrà interpretare le tendenze e trasmetterle od introdurle con creatività all'interno delle collezioni senza perdere l'identità di brand: nella Gucci attuale abbiamo visto come la creazione di un forte duo, direttore creativo e Ceo, che condivide la visione aziendale consente di far fluire il messaggio che si vuole trasmettere negli store, nei prodotti, nella comunicazione e nelle vetrine, rafforzando l'identità di brand. Quest'ultima è proprio ciò che consente una possibilità strategica a disposizione dei brand del lusso ben radicati nel mercato, di estendere la propria reputazione in altri settori, nota anche come 'brand stretching': Gucci, attuando un brand stretching orizzontale, mira ad offrire ai propri clienti i differenti aspetti di un lifestyle, rafforzando l'idea di unicità e creando un empowerment psicologico, oltre a presidiare nuovi canali distributivi. Diversificando attraverso molteplici linee di prodotto si potenzia la shopping experience trasmettendo al contempo il DNA del brand, consentendo un'accelerazione della crescita del brand.

Attuando tali estensioni del brand non solo a varie linee di prodotti ma anche in settori non correlati, bisogna far attenzione a non diluire l'immagine di marca, trasmettendo sempre un messaggio coerente.

Armani, infine, diventando tra le aziende maggiormente diversificate nel mondo della moda, ha creato molteplici business che attraversano le varie categorie di prodotto, anche in settori non strettamente correlati all'abbigliamento di moda, ma al concetto più ampio di lifestyle che propone lo stilista, dalla ristorazione, all'accoglienza alberghiera o ancora a all'arredamento, dando vita al suo proprio gruppo senza aprirsi a possibilità di acquisizioni.

In definitiva, sebbene appaia evidente una tendenza al progressivo consolidamento tra aziende, creando gruppi leader del mercato, la storica casa di moda Giorgio Armani, controllata e gestita tutt'ora dal fondatore si dimostra come uno dei casi di eccellenza italiana a proprietà concentrata forte: non solo è divenuto uno dei brand più conosciuti e rispettati nell'industria del

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

luxury fashion, ma è anche una delle aziende di moda di maggior valore al mondo. Nonostante la struttura proprietaria accentrata e familiare, la forte identità imprenditore-azienda ha consentito la generazione di una crescita internamente, attuando una brand extension che ha rafforzato l'immagine di brand.

La disamina dei casi pare infatti evidenziare che quando vi è una forte identificazione dell'imprenditore-stilista con l'azienda o quando la visione dell'azienda dello stilista, nel caso di Gucci, è trasmessa fluidamente in tutti gli ambiti in cui si espande la stessa, risulta vincente. Aldilà della struttura proprietaria familiare, che caratterizza tanto Luxottica quanto Kering e Armani, e che può risultare di successo anche se accentrata ed in contrapposizione alle public company con proprietà frammentata tra una moltitudine di azionisti, la struttura del board e la presenza di membri con notevoli esperienze manageriali, sembra essere imprescindibile per guidare o accompagnare l'imprenditore in una crescita continua e significativa.

Infine, un ulteriore aspetto che accomuna i tre casi è la gestione integrata dell'intera filiera che risulta un modello strategico vincente che consente di avere ogni aspetto sotto controllo ed innalzare gli standard qualitativi di prodotti e processi.

BIBLIOGRAFIA e SITOGRAFIA

- A. Zattoni, ‘Assetti proprietari e corporate governance’, 2006.
- N. M. Boyson, N. Gantchev and A. Shivdasani , ‘Activism Mergers’, 2017.
- R. Greenwood, M. Schor, ‘ Investor activism and takeovers’, *Journal of Financial Economics*, 2009.
- L. Stitz, ‘La libertà di contrarre nella tutela della concorrenza: l’evoluzione della giurisprudenza antitrust americana’, 2018.
- E. M. Fox, ‘Modernization of Antitrust: A new Equilibrium’, *Cornell Law Review*, 1981.
- T. J. Collin, ‘Antitrust Common Law: Restrictive Covenants and Reasonableness’, 1991.
- A. J. Meese, ‘Antitrust, Regulatory Arm and Economic Liberty’, 2014.
- M. Granovetter, ‘Coase Revisited: Business Groups in the Modern Economy’, 1995.
- J. Pfeffer, G. R. Salancik, ‘The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective’, 1978.
- M. J. Piore, C. F. Sabel, ‘The Second Industrial Divide’, 1987.
- B. A. Mintz, M. Schwartz, ‘The Power Structure of American Business’, 1985.
- M. Olson, ‘The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities’, 1982.
- A. D. Chandler, ‘ Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism’, 1990.
- S. Catuogno, ‘Le stock option in Italia tra finalità incentivanti ed espropriazione delle minoranze’, 2013.
- A. M. Colpan & T. Hikino, ‘Foundations of business groups: Towards an integrated framework’, 2010.
- M. Granovetter, ‘Business Groups and Social Organization’, *Handbook of Economic Sociology* , 2005.
- T. Khanna & J. Rivkin, ‘Estimating the performance effects of business groups in emerging markets’, 2000.
- P. Ghemawat & T. Khanna, ‘The nature of diversified business groups: A research design and two case studies’, 1998.
- A. M. Colpan & T. Hikino, ‘Business groups in the West: Origins, evolution and resilience’, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- O.E. Williamson, ‘The Economic Institutions of Capitalism’, 1985.
- T. Khanna, Y. Yafeh, ‘Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?’, *Journal of Economic Literature*, 2007.
- R. Morck, ‘Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth’, *Journal of Economic Literature*, 2005.
- R. Fisman, ‘Estimating the Value of Political Connections’, *The American Economic Review*, 2001.
- A. Cuervo-Cazurra, ‘Thanks but No Thanks: State-Owned Multinationals From Emerging Markets and Host Country Policies’, *Journal of International Business Policies*, 2018.
- P. Volpin, ‘Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy’, *Journal of Financial Economics*, 2002.
- M. S. Mizruchi, ‘What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates’, *Annual Review of Sociology*, 1996.
- H. Kim, R. E. Hoskisson, W. P. Wan, ‘Power Dependence, Diversification Strategy, And Performance In Keiretsu Member Firms’, *Strategic Management Journal*, 2004.
- P. J. DiMaggio, W. W. Powell, ‘The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism And Collective Rationality In Organizational Fields’, *American Sociology Review*, 1983.
- C. Oliver, ‘Strategic Responses To Institutional Processes’, *The Academy Of Management Review*, 1991.
- G. Hofstede, ‘Culture’s Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, And Organizations Across Nations’, 2001.
- B. K. Boyd, R. E. Hoskisson, ‘Corporate Governance of Business Groups’, 2010
- W. Yiu et al., ‘Business Groups: An Integrated Model to Focus Future Research’, 2007
- Johnson et al., ‘Tunneling’, *The American Economic Review*, 2000.
- P. R. Haunschild, C. M. Beckman, ‘When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources Of Information And Interlock Influence’, 1998.
- S. L. Hart, ‘A Natural Resource View of the Firm’, *The Academy of Management Review*, 1995
- M. Wright et al. ‘The Oxford Handbook Of Corporate Governance’, 2013.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- D. Teece, ‘Economies of Scope and The Scope of The Enterprise’, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1980.
- G. Lorenzoni, C. Baden-Fuller, ‘Creating a Strategic Center to Manage a Web of Partners’, *California Management Review*, 1995.
- T. Satu, ‘A Comparative Overview of the Impact of Cultural Diversity on Inter-Organisational Economics. *Advances in Mergers and Acquisitions*’, 2007
- J. J. Reuer, O. Shenkar, R. Ragozzino, ‘Mitigating Risk In International Mergers And Acquisitions: The Role Of Contingent Payouts’, *Journal Of International Business Studies*, 2004.
- Ramu, S. Shiva, ‘Corporate Growth trough Merger and Acquisitions’, 1988
- J. C. Verma, ‘Corporate Mergers, Amalgamations and Takeovers’, 2002.
- V.K. Bhushan, ‘Fundamentals Of Business Organizations And Management’, 1975.
- S. C. Kuchal, ‘The Industrial Economy of India’, 1970.
- A.R. Wyatt, D. E. Kieso, ‘Business Combination: Planning and Action’, 1969.
- Y. Amihud e B. Lev, ‘Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers’, 1981.
- M. C. Jensen, R. S. Ruback, ‘The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence’, 1983.
- ‘Handbook on Mergers, Amalgamations and Takeovers – Law and Practice’, 2004.
- R. Morck, A. Shleifer, R.W. Vishny, ‘Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers’, 1988
- J. A. Pierce II, R. B. Robinson Jr, ‘Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth’, 2004.
- A. Corelli, ‘Analytical Corporate Finance’, 2018.
- J. F. Weston, M. L. Mitchell, J. H. Mulherin, ‘Takeovers, Restructuring and Corporate Governance’, 2004.
- G. Carcano, ‘Opa ostili e acquisto difensivo di azioni proprie negli USA’, *Riv. Soc.*, 1988.
- M. C. Jensen, R. S. Ruback, ‘The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence’, 1983.
- G. Donaldson, ‘Managing Corporate Wealth’, 1984.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- S. C. Mayers, N. S. Majluf, ‘Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have’, *Journal of Financial Economics*, 1984.
- M. C. Jensen, ‘Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers’, *The American Economic Review*, 1986.
- P. D. Olson et al. ‘The Impact Of The Family And The Business On Family Business Sustainability’, 2009.
- E. Memili, ‘Performance and Behavior of Family Firms’, *International Journal of Financial Studies*, 2015.
- R. La Porta et al. ‘Law and Finance’, 1998.
- T. J. Pukall, A. Calabrò, ‘The Internationalization of Family Firms: A Critical Review and Integrative Model’, 2013.
- I. Le Breton-Miller, D. Miller, ‘Agency vs. Stewardship in Public Family Firms: A Social Embeddedness Reconciliation’, 2009.
- K. E. Gersick et al., ‘Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business’, 1997.
- H. Chen, W. Hsu, ‘Family Ownership, Board Independence, and R&D Investment’, 2009.
- M. Bertrand, A. Schoar, ‘The Role of Family in Family Firms’, *Journal of Economic Perspectives*, 2006.
- A. Calabrò, G. Campopiano, R. Basco, ‘Principal-principal conflicts and family firm growth: the moderating role of business family identity’, 2017.
- P. Berrone et al., ‘Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research’, *Family Business Review*, 2012.
- D. L. Deephouse E P. Jaskiewicz, ‘Do Family Firms Have Better Reputations Than Non-Family Firms? An Integration Of Socioemotional Wealth And Social Identity Theories’, *Journal Of Management Studies*, 2013.
- R. C. Anderson, D. M. Reeb, ‘Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500’, 2003
- R. Tagiuri, J. Davis, ‘Bivalent Attributes of the Family Firm’, 1996.
- S. Claessens et al., ‘Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings’, *The journal of Finance*, 2002.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- C. Gioachino, B. Bertoldi, ‘Imprenditore e Capitalismo Familiare tra Strategie di Crescita, Continuità e Legame con il Territorio’, 2016.
- M. Cucculelli, ‘Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms’, 2008.
- C. M. Bjuggren, S. Daunfeldt, D. Johansson, ‘High-growth firms and family ownership’, *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 2013.
- D. Cerrato, M. Piva, ‘The Internationalization Of Small And Medium-Sized Enterprises: The Effect Of Family Management, Human Capital And Foreign Ownership’, 2010.
- R. Miles, C. Snow, ‘Fit, Failure and The Hall of Fame’, *California Management Review*, 1984.
- D. W. Cravens, ‘Strategic alliances and networks’, 1997.
- H. Dyer e H. Singh, ‘The Relational View: Cooperative Strategy and Source of Interorganizational Competitive Advantage’, 1998.
- B. Asunama, ‘Manufacturer-supplier relationships in Japan and the concept of relation-specific skill’, 1989.
- L. Pirolo, ‘La gestione d’impresa in una prospettiva relazionale’, 2013.
- J. H. Dyer, ‘Specialized Supplier Networks as a Source of Competitive Advantage: Evidence from The Auto Industry’, 1996.
- R. M. Grant, ‘Toward a Knowledge-Based Theory of The Firm’, 1996.
- W. M. Cohen, D. A. Levinthal, ‘Absorptive Capacity: A New Perspective on Learning and Innovation’, 1990.
- B. Klein et al., ‘Vertical Integration, Appropriable Rents, and The Competitive Contracting Process’, *Journal of Law and Economics*, 1978.
- W. G. Ouchi, J. H. Dyer, ‘Japanese-Style Partnerships: Giving Companies a competitive Edge’, 1993.
- C. W. L. Hill, ‘National Institutional Structures, Transactional Cost Economizing and Competitive Advantage: The Case of Japan’, 1995.
- M. Granovetter, ‘Economic Action and Social Structure: The Problem of embeddedness’, *American Journal of Sociology*, 1985.
- ‘L’impresa rete. Riconoscerla, Progettarla, Gestirla’, *Workshop internazionale per il management*, 1988.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

F. Butera, ‘L’organizzazione a rete attivata da cooperazione, conoscenza, comunicazione, comunità: il modello 4C nella Ricerca e Sviluppo’, 1995.

T. H. Davenport et. al, ‘Improving Knowledge Work Processes’, 1996.

A Comparative Overview of The Impact of Cultural Diversity on Inter-organizational Economics. *Advances in Mergers and Acquisitions*, T. Satu, 2007

G. Becattini, ‘From Marshall’s to Italian “Industrial Districts”. A Brief Critical Reconstruction, 1990.

R. E. Carpenter, L. Rondi, ‘Italian Corporate Governance, Investment, and Finance’, 2000.

M. Bianchi, M. Bianco ‘Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions’, 2006.

M. F. Briamonte, ‘Le pratiche di earnings management nei gruppi piramidali italiani’, 2018.

F. Barca, M. Bercht, ‘Pyramidal Groups and the Separation Between Ownership and Control in Italy’, 2001.

A. Zattoni, ‘The structure of corporate groups: the Italian Case’, 1999.

S. B. Smart, C. J. Zutter, ‘Control as a Motivation for Underpricing: a Comparison of Dual and Single-class IPOs’, 2003.

H. Cronqvist, M. Nilsson, ‘Agency Costs of Controlling Minority Shareholders’, 2003.

K. Lehn et al., ‘Do Bad Bidders Become Good Targets?’, 1990.

B. Villalonga, R. Amit, ‘How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?’, 2006.

M. Bennedsen, D. Wolfenzon, ‘The Balance of Power in Closely Held Corporations’, *Journal of Financial Economics*, 2000.

A. R. Gomes, W. Novaes, ‘Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism’, 2005.

G. Ferrarini, P. Giudici, ‘La Legge Sul Risparmio, Ovvero Un Pot-Pourri Della Corporate Governance’, 2006.

A. Melis, ‘Corporate Governance in Italy’, 2000.

A. Aganin, P. Volpin, ‘History of corporate ownership in Italy’, 2003.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- M. J. Roe, ‘Strong managers, Weak Owners’, 1994.
- D. Mussolino, ‘L’impresa familiare. Caratteri Evolutivi e Tendenze di Ricerca’, 2008.
- R. Weigmann, ‘Le Opa’ in Trattato delle società per azioni, 1993.
- A. Mignoli, ‘Riflessioni critiche sull’esperienza italiana dell’Opa: idee, problemi, proposte’, 1986.
- R. Skog, ‘Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule? A Critical Analysis’, 1997.
- G. Siciliano, ‘La regolamentazione dei trasferimenti del controllo e delle acquisizioni di società quotate’, in CONSOB, Quaderni di Finanza, n. 24, 1998.
- R. Maviglia, ‘L’attuazione delle condizioni di efficienza del mercato mobiliare: gli aspetti istituzionali’, in Il diritto del mercato mobiliare, 1997.
- L. Scipione, ‘La disciplina delle misure di contrasto all’OPA ostile, fra stabilità degli assetti azionari e contendibilità del controllo’, www.innovazionediritto.unina.it, 2008.
- R. A. Lambert, D. F. Larcker, ‘Golden Parachutes, Executive Decision-Making, And Shareholder Wealth’, 1985.
- ‘Il sistema industriale italiano tra globalizzazione e crisi, Bankitalia, investitori e imprese – Gennaio 2015 Occasional Papers’, 2013.
- F. Barca et al., ‘Aspetti Proprietari E Mercato Delle Imprese. Gruppo, Proprietà E Controllo nelle Imprese Italiane Medio Grandi’, 1994.
- F. Caselli, N. Gennaioli, ‘Dynastic Management’, 2006.
- M. H. Moffet, K. Ramaswamy, ‘Fashion Faux Pas: Gucci & LVMH’, 2003.
- S. G. Forden, ‘The House of Gucci: a Sensational Story of Murder, Madness, Glamour and Greed’, 2001.
- T. Kamm, ‘Behind the Competition for Gucci Is a New European Business Ethic’, The Wall Street Journal, 1999.
- D. Hargreaves, R. Minder, ‘Gucci takes fight to Brussels’, Financial Times, 2001.
- W. Ury, R. Fisher., B. Patton, ‘Getting to Yes’, 1991.
- K. Rankine, ‘Gucci designer and Chief Walk Out’. The Telegraph, 2003.
- J. Kapferer, V. Bastien, ‘The Luxury Strategy: Break the Rules of Marketing to Build Luxury Brands’, 2009.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- N. Misani, P. Varacca Capello, ‘Le Collezioni nella Moda – la gestione dei processi dal designer al cliente’, 2016.
- Guerquin-Kern L. et al., ‘Giorgio Armani’s empire – Giorgio Armani the ‘master’ of luxury’, *Journal of Textile Engineering & Fashion Technology*, 2017.
- Kotler P., Kevin KL, ‘Marketing Management’, 2006.
- D. Golizia, ‘Fashion Business Model. Strategie e modelli delle aziende di moda’, 2016.
- D. Golizia, ‘Fashion Business Model. Strategie e modelli delle aziende di moda’, 2016.
- ‘Transfer Pricing’, www.fiscoetasse.com, 2010.
- F. L. Sattin , ‘Private equity, le opportunità per un vero decollo in Italia’, www.ilsole24ore.com, 2018.
- ‘La Leva Finanziaria’, www.consob.it
- ‘Cos’è una spac’, www.indstars.it.
- M. Dianda, ‘Club Deal, il futuro del private equity’, www.startingfinance.com, 2018.
- ‘Business News’, www.it.reuters.com, 2019.
- L. Maci, ‘Equity Crowdfunding: che cos’è, come funziona e quali sono le piattaforme per start-up e pmi’, www.economyup.it, 2019.
- ‘Relazionecomitato2018’, www.eticanews.it, 2018.
- www.borsaitaliana.it, 2014
- M. Mezzetti, ‘L’AIM di Borsa Italiana è sempre più industriale’, www.industriaitaliana.it, 2018.
- S. Mengoli, S. Sandri, ‘Attenti all’Opa per Delisting’, www.lavoce.info, 2012.
- ‘Opa: Significato, funzionamento e nuove soglie’, www.borsaitaliana.it, 2018.
- L. Fornovo, ‘Come funziona il gioco dell’Opa?’, www.lastampa.it, 2011.
- D. Manzetti, ‘Misure difensive in caso di OPA: le modifiche introdotte dal Decreto Anticrisi’ in *Diritto civile e commerciale*, www.diritto.it, 2009.
- G. S. Russo, ‘La nuova direttiva n. 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto’, www.altalex.com, 2005.
- ‘Quadro normativo in materia di OPA’, www.Consob.it.
- M. Onado, ‘Un Anno Di Governo: Mercato Finanziario’, www.la voce.info, 2009.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

Bain & Company, ‘The Future of Luxury: A Look into Tomorrow to Understand Today’, www.bain.com, 2019

‘Meet HENRY: High Earners Not Rich Yet’, www.equifax.com, 2017.

J. Fromm, ‘The birth years of Millennials and Generation Z’, www.millennialmarketing.com, 2017.

T. Bacigalupo, E. Zarrini, ‘Think Tank: M&A’s in Luxury Fashion; What’s ‘In Season’?’, www.wwd.com, 2018.

E. Micheli, ‘Richemont conquista il 95% di Ynap. Marchetti: «Ora siamo imbattibili»’, www.ilsole24ore.com, 2018.

M. D’Ascenzo, ‘Kering, crescono ricavi e utile trainati da Gucci’, www.ilsole24ore.it, 2019.

Deloitte, ‘Global Powers of Luxury Goods 2019. Bridging the gap between the old and the new’, 2019.

Made in Italy e innovazione: il caso Luxottica’, www.ecommerceguru.it, 2017.

www.luxottica.com

<https://illuminiamolacg.wordpress.com/corporate-governance/italiana-luxottica/>

G. Bolelli, ‘Luxottica si fonde con la francese Essilor. Nasce un gigante dell'ottica’, www.it.fashionnetwork.com, 2017.

‘Milleri (Luxottica): “Nel 2017 archiviati numeri record, ma è solo l'inizio”’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

‘EssilorLuxottica, al via la fusione’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

‘Luxottica: 36 miliardi di ricavi in 4 anni (+40%), dividendo quasi doppio’, www.it.fashionnetwork.com, 2018.

‘Cosa sta succedendo a EssilorLuxottica’ www.ilpost.it, 2019.

‘EssilorLuxottica: nodo governance CdA, fondi in campo’, www.fashionnetwork.com, 2019.

‘Essilux: arriva il commissario, ma solo per arbitrato’, www.fashionnetwork.com, 2019.

www.gucci.com/about-gucci/history.

‘Gucci Profit Falls 27 Pct in 2002’, Agence France-Presse, 2003.

‘LVMH vs Gucci: It’s a Standoff, Women’s wear daily, 1999.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

- S. Joudat, ‘Gucci & LVMH. A Hostile Takeover Battle Across the Atlantic’, www.saisjournal.org, 2015.
- G. Pons, ‘Così noi manager Gucci abbiamo battuto i raider’, www.repubblica.it, 2007.
- ‘Kering – Evolution of a Global Luxury Brand Company’, www.martinroll.com, 2017.
- ‘The Kering Group Multi-brand Business Model’, www.foruweekmba.com
- S. Halzack, ‘I loghi dell’alta moda stanno diventando un problema?’, www.ilpost.it, 2015.
- ‘E’ Alessandro Michele il nuovo direttore creativo di Gucci’, www.fashionnetwork.com, 2015.
- ‘British Fashion Awards: Alessandro Michele eletto designer internazionale del 2015’, www.fashionnetwork.com, 2015.
- ‘Gucci supera Hermès e spinge i conti di Kering’, www.repubblica.it, 2018.
- ‘Brand Stretching: How Luxury Diversifies Its Portfolio’, www.tdsblog.com
- ‘Luxury Brands Break Into Food Business to Reach China’s Shoppers’, www.jingdaily.com, 2015.
- G. Segreti, ‘Gucci mette l’alta cucina nel suo menù’, it.reuters.com, 2018.
- ‘Gucci growth strategy’, www.luxuryheterotopia.wordpress.com, 2018.
- ‘Con Gucci Décor la casa è personalizzata’, www.fashionnetwork.com, 2017.
- F. Sarica, ‘Marco Bizzarri and the Gucci Revolution’, www.rivistastudio.com, 2018.
- ‘Di chi sono le più importanti aziende di moda?’, www.ilpost.it, 2018.
- ‘Giorgio Armani – The Iconic Global Fashion Brand’, www.martinroll.com, 2016.
- E. Cruciani, ‘M&A come strategia di crescita e strumento di creazione del valore’, www.economiah24.eu
- ‘United States v. Joint Traffic Ass’n’, www.law.cornwell.edu, 1897.
- www.investopedia.com
- ‘M&A: When two plus two is five or three or ...’, www.strategy-at-risk.com, 2011.
- ‘Types of Conglomerate Merger’, www.letslearnfinance.com, 2010
- M. Garcia, ‘What is Bootstrap Game in Finance’, www.bizfluent.com, 2007.
- ‘Mergers and Amalgamations – The Concepts’, www.shodhganga.inflibnet.ac.in
- T. Palazzi, ‘Giorgio Armani: resterò indipendente’, www.mffashion.com, 2018.

Università degli Studi di Napoli “Federico II”

E. Micheli, ‘Armani, nello statuto della Fondazione il futuro del gruppo’, www.ilsole24ore.com, 2017.

‘La Maison Giorgio Armani resterà italiana e non saranno (solo) gli eredi a gestirla’, www.huffingtonpost.it, 2017.

‘Il patrimonio della famiglia Armani’, www.bcfinance.it, 2018.

M. Ferraro, ‘Il dg Livio Proli lascia Giorgio Armani’, www.mffashion.com, 2019.

‘Fondazione Armani, ecco la governance ed il futuro del gruppo’, www.affaritaliani.it, 2017.

M. S. Sacchi, ‘Giorgio Armani: Ho messo il gruppo in sicurezza (per crescere ancora)’, www.ilcorriere.it, 2017.

D. Muret, ‘Giorgio Armani perfeziona la riorganizzazione della sua azienda pensando al futuro’, www.fashionnetwork.com, 2017.

L. Zargani, ‘Giorgio Armani restructures brands, rethinks distribution’, www.wwd.com, 2017.