



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea  
Magistrale  
in  
Amministrazione,  
Finanza e Controllo  
LM-77

Tesi di Laurea

**La valutazione di M&A in  
epoca Covid-19: il caso  
Tiffany & Co.**

**Relatore**

Ch. Prof. Federico Beltrame

**Laureando**

Sara Ceolin

Matricola 863463

**Anno Accademico**

2021 / 2022

# Indice

Introduzione.....	1
Capitolo 1 – M&A come strategia di crescita .....	3
1.1 Le operazioni di fusione e acquisizione nella disciplina europea.....	3
1.2 Il processo di convergenza tra gli US GAAP e gli IFRS: l’analisi delle operazioni straordinarie sotto il profilo contabile .....	9
1.3 Le operazioni di M&A nel settore della moda e del lusso .....	14
1.3.1 Le motivazioni strategiche .....	15
1.3.2 Le fasi.....	18
1.3.3 I rischi.....	20
1.4 Le conseguenze della pandemia da Covid-19.....	24
Capitolo 2 – La valutazione di un’azienda.....	32
2.1 Il metodo Discounted Cash Flow .....	33
2.2 Il metodo dei multipli.....	42
2.2.1 Le società comparabili .....	42
2.2.2 Le transazioni comparabili .....	49
2.3 Il metodo Economic Value Added .....	51
Capitolo 3 – Il ruolo delle sinergie in un processo d’integrazione aziendale.....	58
3.1 Aspetti introduttivi .....	58
3.2 Le tipologie di sinergie .....	59
3.3 Il modello di stratificazione del valore come base di determinazione del valore di acquisizione.....	65
Capitolo 4 – Mega deal nell’industria del lusso: l’acquisizione di Tiffany & Co.....	70
4.1 Un’operazione controversa.....	71
4.2 L’impatto del Covid-19 sulla conclusione del takeover .....	74
4.2.1 Valutazione assoluta attraverso l’impiego dei Discounted Cash Flow.....	74
4.2.2 Valutazione relativa attraverso l’impiego dei multipli.....	81
4.2.3 La stima delle sinergie .....	85
Conclusione.....	93
APPENDICE.....	95
Stato patrimoniale Tiffany & Co. ....	95
Conto economico Tiffany & Co.....	96
Rendiconto finanziario Tiffany & Co.....	97
Stato patrimoniale LVMH.....	100

Conto economico LVMH .....	101
Rendiconto finanziario LVMH .....	102
Bibliografia.....	104

## Introduzione

A partire dagli anni novanta del secolo scorso, uno dei fenomeni che si sta verificando nell'industria del lusso riguarda l'ascesa dei conglomerati. Oggigiorno i conglomerati principali LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, Kering SA, The Estée Lauder Companies Inc. e Compagnie Financière Richemont SA, in gran parte di origine francese, rappresentano i più grandi poli del lusso globale comprendendo all'interno del loro portafoglio di *brand* le più importanti case di moda del mondo. La strategia del *management* implica un piano di acquisizioni che permetta alla società di ottenere una quota di mercato sempre maggiore.

Una delle operazioni più importanti e costose nell'industria del lusso negli ultimi anni si è conclusa a gennaio 2021 e ha visto il conglomerato francese del lusso LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE acquisire la società di gioielli americana Tiffany & Co. dopo il periodo di forte crisi del settore causato dalla pandemia da Covid-19.

L'obiettivo del seguente elaborato è quello di valutare l'operazione con l'ausilio di diversi strumenti di calcolo, per comprendere in primo luogo quanto il valore di Tiffany & Co. potrebbe essere stato colpito a seguito della pandemia e del protrarsi della crisi e in secondo luogo se, a posteriori, l'acquisizione sia stata conveniente per LVMH al termine del primo bilancio d'esercizio *post takeover*.

Nel primo capitolo si svolgerà una prima introduzione all'argomento delle operazioni straordinarie, in particolare si eseguirà un breve excursus sulla normativa contabile europea con l'introduzione dell'IFRS 3 sulle *Business combinations* per poi passare alle previsioni degli US GAAP. In seguito, si proseguirà andando ad esporre tutte le fasi di un processo di acquisizione mettendo in luce i vantaggi e gli eventuali rischi in cui si può incorrere. Al termine di questo primo macro-argomento si mostreranno dati relativi alle conseguenze della pandemia da Covid-19 sul fatturato dell'industria del lusso e successivamente anche sui *deal*.

I due capitoli successivi saranno interamente dedicati alle procedure adottate in fase di valutazione aziendale. Nel capitolo due, si esporranno tutti i principali metodi di valutazione utilizzati dagli analisti, in particolare ci si focalizzerà sul metodo dei

*Discounted Cash Flow* e dei multipli di mercato, ma ci sarà spazio anche per degli accenni al metodo *Economic Value Added* e alle transazioni comparabili.

Nel capitolo tre si tratterà dell'importanza della valorizzazione delle sinergie che emergono dal processo di acquisizione. In una prima parte si descriverà la natura di questi benefici suddividendole in due categorie generali, mentre in un secondo momento, si introdurrà un metodo di calcolo basato sul modello di stratificazione del valore teorizzato da Massari.

Nel capitolo finale, come accennato, si utilizzerà quanto esposto in linea teorica per applicarlo al caso pratico dell'acquisizione di Tiffany & Co. da parte di LVMH e quindi si effettuerà una valutazione *stand alone* di Tiffany & Co. che comprenderà una prima analisi con i DCF pre Covid-19 al tempo dell'offerta finale del 25 novembre 2019 e una seconda analisi post Covid-19 nel momento della seconda offerta finale e definitiva del 29 ottobre 2020 ipotizzando, per semplicità, che l'azienda continui a presentare flussi ridotti a causa delle difficoltà economiche verificatesi durante la pandemia.

Infine si procederà al calcolo delle sinergie emerse post acquisizione prendendo in considerazione i risultati comunicati da LVMH nella relazione allegata al bilancio consolidato del 2021.

# Capitolo 1 – M&A come strategia di crescita

## 1.1 Le operazioni di fusione e acquisizione nella disciplina europea

Nel corso della vita di un'impresa si verificano innumerevoli operazioni di gestione che riguardano le attività di ordinaria amministrazione volte a perseguire i fini istituzionali dell'azienda stessa. Tuttavia, è possibile che si intraprendano degli interventi che si contraddistinguono per il loro carattere di eccezionalità, ovvero le operazioni straordinarie. Queste si contraddistinguono rispetto alla precedente categoria perché hanno luogo di rado durante la vita dell'impresa, ma soprattutto sono definite "eccezionali" per una particolarità, ovvero la loro irripetibilità<sup>1</sup>, salvo eccezioni che non si ritiene siano fondamentali ai fini della trattazione. In questo gruppo, secondo la disciplina del Codice civile si possono rilevare le seguenti casistiche: la fusione, la scissione, la cessione d'azienda o di un ramo, l'affitto d'azienda, il conferimento di azienda o di un ramo, la trasformazione e la liquidazione.

Tuttavia, con la sigla M&A ci si riferisce prevalentemente a operazioni di *Merger & Acquisition* ovvero fusione e acquisizione, due termini che spesso sono utilizzati indistintamente poiché in entrambe le realtà si effettua una modifica dell'assetto proprietario attraverso l'unione di due o più società. Ciononostante nel caso della fusione, solitamente si uniscono due entità "alla pari" che si estinguono fondando un nuovo assetto proprietario, mentre nel caso dell'acquisizione, una società più grande acquista quella più piccola che spesso cessa di esistere<sup>2</sup>. In generale non si ritiene che questa distinzione sia inderogabile poiché la differenza tra i due vocaboli è piuttosto labile, infatti spesso sono utilizzati alla stregua di sinonimi.

La disciplina delle operazioni straordinarie, tuttavia, non è sempre di agevole interpretazione, soprattutto perché ogni Stato prevede regolamentazioni che non sempre risultano concordanti con quelle di altri Paesi.

L'Unione Europea, nel tentativo di sistematizzare e uniformare la normativa in tema di diritto societario, ha emanato attraverso il Parlamento europeo la Direttiva 2017/1132,

---

<sup>1</sup> Mancin, Moreno. *Le operazioni straordinarie d'impresa, Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre spa, 2020.

<sup>2</sup> SumUp Limited. *Mergers & Acquisitions (M&A) - Cosa sono le M&A?* s.d. <https://sumup.it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>.

poi modificata dalla direttiva 2019/2121 in merito a fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere, il cui scopo è quello di porre delle solide basi per introdurre una disciplina condivisa per tutti i Paesi membri.

Per fusione societaria si intende il processo attraverso il quale due aziende si uniscono formando un nuovo organismo sociale e a sua volta questo istituto prevede: fusione per incorporazione e fusione per unione.

Al Titolo II denominato “Trasformazioni, fusioni e scissioni di società di capitali” si esplicita la definizione di “fusione mediante incorporazione” (art.89 della direttiva UE 2017/1132 del Parlamento Europeo e del Consiglio):

*“per «fusione mediante incorporazione» si intende l'operazione con la quale una o più società, tramite uno scioglimento senza liquidazione, trasferiscono ad un'altra l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione agli azionisti della società o delle società incorporate di azioni della società incorporante e, eventualmente, di un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, della loro parità contabile”<sup>3</sup>.*

Questa definizione presenta svariate analogie con quella riconosciuta a livello internazionale, che si riporterà in seguito.

L'istituto della fusione distingue tra società incorporante, cioè l'ente all'interno del quale si realizza l'integrazione e società incorporata, ovvero l'organizzazione che sarà accorpata.

Tra gli effetti della fusione per incorporazione, all'articolo 105, si individua l'estinzione della società incorporata, il trasferimento del patrimonio attivo e passivo dell'incorporata all'incorporante e gli azionisti, che precedentemente possedevano partecipazioni dell'incorporata, diventano azionisti dell'incorporante.

L'altra casistica di fusione è denominata “fusione mediante costituzione di una nuova società” e consiste nell'estinzione di entrambe le società che intraprendono l'operazione e la costituzione di una nuova impresa all'interno della quale le stesse confluiscono e fondono il loro patrimonio. All'articolo 90 della direttiva 1132/2017 si riporta la definizione:

---

<sup>3</sup>Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario. (s.d.).

“per «fusione mediante costituzione di una nuova società» si intende l'operazione con la quale più società, tramite il loro scioglimento senza liquidazione, trasferiscono a una società che esse costituiscono l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione ai loro azionisti di azioni della nuova società ed, eventualmente, di un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, della loro parità contabile”.

Uno degli effetti della fusione tra società indipendenti è legato alla necessaria conversione delle partecipazioni dell'incorporata. Dopo aver iscritto in contabilità le nuove attività e passività acquisite a seguito dell'operazione ed aver aumentato il capitale sociale, si stabilisce il rapporto di concambio ovvero si assegna un valore alle partecipazioni della nuova società per permettere ai soci dell'incorporata di sapere quante azioni riceveranno in sostituzione di quelle che già avevano in portafoglio.

In questa situazione emergono le differenze da concambio: se l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante è maggiore del patrimonio netto dell'incorporata emerge un avanzo da concambio, viceversa se si verifica l'ipotesi opposta si è in presenza di disavanzo da concambio.

Le circostanze mutano nel caso in cui una delle società coinvolte detenga una partecipazione nell'altra poiché può risultare un avanzo oppure un disavanzo da annullamento. Se il valore della partecipazione è maggiore del patrimonio netto dell'incorporata si ottiene un disavanzo, nella situazione inversa un avanzo<sup>4</sup>.

Un tipo di operazione di trasferimento aziendale molto diffuso è l'acquisizione, che a sua volta si distingue in cessione di azienda o di ramo d'azienda (*asset deal*) e in cessione di partecipazioni (*share deal*)<sup>5</sup>.

La cessione di azienda consiste nel trasferimento dell'azienda o di un suo ramo attraverso il pagamento di un corrispettivo in denaro. È fondamentale sottolineare che il ramo d'azienda non possa essere rappresentato da una molteplicità di beni, bensì questi beni devono costituire un complesso organizzato idoneo ad esercitare normale attività d'impresa.

---

<sup>4</sup> Mancin, Moreno. *Le operazioni straordinarie d'impresa, Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre spa, 2020.

<sup>5</sup> Rossi, Simone. «Le operazioni di acquisizione (M&A) in Italia: share deal o asset deal.» *Legalmondo*. 2019. <https://www.legalmondo.com/it/2019/09/operazioni-acquisizione-italia-share-deal-asset-deal/>.



In realtà, nel mercato M&A, si predilige l'opzione dell'acquisto di partecipazioni nonostante l'alternativa sia più rischiosa a causa del trasferimento dell'intero rischio aziendale. In questo secondo caso, dunque, il *buyer* assume il controllo dell'impresa tramite l'acquisto totale o parziale delle azioni circolanti sul mercato.

Nelle sue fasi iniziali, l'operazione può essere valutata e approvata attraverso una negoziazione in accordo con il consiglio di amministrazione ed è in questo scenario che si delinea un'acquisizione denominata "amichevole" perché appunto non in contrasto con i termini stabiliti congiuntamente. Nell'ipotesi opposta, si delinea la cosiddetta "scalata ostile" in cui gli organi principali dell'azienda *target*, per una serie di motivi che possono essere anche di carattere strategico, disapprovano la proposta di *takeover* da parte del potenziale acquirente e per questo decidono di tutelarsi utilizzando delle tattiche difensive come le *poison pills* o il *golden parachute*<sup>6</sup>.

Esistono vari tipi di acquisizione<sup>7</sup>:

- Verticale: si verifica tra due aziende che operano nello stesso settore, ma in fasi differenti della *supply chain*. Un esempio di integrazione verticale può essere la fusione tra l'italiana Luxottica, leader nel settore delle montature da vista e da sole, e la francese Essilor, multinazionale specializzata in lenti per occhiali.
- Orizzontale: ha luogo tra due società che si collocano sia nello stesso settore che nel medesimo step della catena di approvvigionamento. È inoltre possibile che vendano prodotti analoghi in una determinata area geografica.

L'acquisizione di Instagram da parte di Facebook nel 2012 vede l'unione strategica di due aziende che offrono servizi analoghi di condivisione di contenuti personali con lo scopo di ridurre la concorrenza rafforzando la quota di mercato.

- Conglomerale: le due società coinvolte nell'operazione non sono competitor e che quindi non operano nello stesso settore. Moët Hennessy Louis Vuitton è considerato il più grande conglomerato del lusso poiché non solo ha assorbito

---

<sup>6</sup> Le *poison pills* sono delle barriere che permettono agli azionisti esistenti di una società di acquistare azioni della stessa ad un prezzo inferiore per scoraggiare tentativi di scalate indesiderate. Il *golden parachute* è un altro meccanismo di difesa che prevede una remunerazione consistente per il gruppo dirigente nel caso in cui fosse rimosso senza giustificato motivo.

<sup>7</sup> Kumar, B. Rajesh. *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing, 2019.

aziende del settore *soft luxury* come Christian Dior, ma nel suo portfolio ha inglobato anche brand di gioielli ovvero *hard luxury* come Tiffany & Co. e Hublot, che non concorrevano nel settore della pelletteria di lusso.

- Congenere: emergono quando due aziende che si fondono fanno parte dello stesso settore, ma non hanno alcun tipo di relazione reciproca di acquirente-fornitore come, ad esempio, una banca e una società di leasing finanziario.

Come già esplicitato a inizio paragrafo, la disciplina delle operazioni straordinarie è molto complessa e articolata, infatti il tentativo del Parlamento Europeo di standardizzare i principi contabili non si tratta di un caso isolato poiché sin dagli anni '70 del secolo scorso, dei professionisti della materia hanno iniziato a pensare a dei principi contabili che potessero far convergere le varie normative nazionali.

Gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) sono sviluppati nei primi anni 2000 dalla *IFRS Foundation* e dall'*International Accounting Standards Board* (IASB)<sup>8</sup> e lo scopo di questa armonizzazione è quello di consentire un più agevole flusso di capitali tra Stati diversi attraverso l'adozione di un linguaggio comune, condiviso da numerosi Paesi in modo tale da eliminare il cosiddetto rischio contabile che può emergere durante una transazione *cross-border*<sup>9</sup>.

Le aggregazioni aziendali, ovvero il tema di questo paragrafo, sono disciplinate dall'IFRS 3 che è dedicato alle *business combinations*. Con il termine *business combination* ci si riferisce a una transazione o a qualsiasi altra operazione che permette a un soggetto di acquisire il controllo di una o più attività aziendali. In questo contesto, "per attività aziendale si intende un insieme integrato di attività e beni che può essere condotto e gestito allo scopo di assicurare un rendimento sotto forma di dividendi, di minori costi o di altri benefici economici"<sup>10</sup>.

È evidente come i principi internazionali non distinguano nel dettaglio le varie tipologie di operazioni straordinarie, come invece avviene nel caso della disciplina del Codice civile

---

<sup>8</sup> IFRS Foundation. *Who we are*. s.d. <https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/#history>.

<sup>9</sup> PFK International Ltd. *Wiley Interpretation and Application of IFRS Standards 2020*. John Wiley & Sons, Incorporated, 2020.

<sup>10</sup> Mancin, Moreno. *Le operazioni straordinarie d'impresa, Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre spa, 2020.

e di quella della direttiva 2017/1132, ma la loro previsione è semplicemente compresa nella macrocategoria delle *business combinations*

Restano escluse tre casistiche da quanto disposto dall'IFRS 3 e sono le seguenti:

1. La formazione di una *joint venture*;
2. L'acquisizione di beni o di un complesso di beni che non costituiscono un'azienda;
3. Aggregazioni tra entità o aziende sotto controllo comune<sup>11</sup>.

Un'evidente incongruenza con la normativa italiana ed europea si configura nel caso di fusione tra soggetti *under common control*, cioè fusione tra società che già nel periodo antecedente l'operazione sono controllate dal medesimo ente.

L'IFRS 3 non include questo schema tra le aggregazioni aziendali, lo considera come una riorganizzazione interna poiché non si costituisce un nuovo ente giuridico, bensì ha luogo una modifica dei soggetti giuridici facenti parte del gruppo<sup>12</sup>. In questa occasione, inoltre, l'incorporante non acquisisce il controllo dell'incorporata, evento richiesto per il realizzarsi di una *business combination*. Per il motivo medesimo non rientrano nella disciplina delle aggregazioni aziendali sia le liquidazioni volontarie attraverso le quali si cessa l'attività aziendale che le trasformazioni poiché si modifica solamente la forma giuridica dell'ente<sup>13</sup>.

Nonostante le operazioni di fusione e acquisizione internazionali siano perlopiù soggette all'applicazione degli IFRS e siano stati compiuti passi importanti verso l'uniformità delle procedure, è importante evidenziare come nella disciplina statunitense sia predominante l'impiego dei principi contabili nazionali denominati US GAAP<sup>14</sup>.

Nel paragrafo successivo si ritiene necessario analizzare quali siano le differenze tra la normativa in vigore negli USA e gli IFRS in materia di aggregati aziendali e operazioni straordinarie.

---

<sup>11</sup> PFK International Ltd. *Wiley Interpretation and Application of IFRS Standards 2020*. John Wiley & Sons, Incorporated, 2020.

<sup>12</sup> Fornaciari, Luca. *Le operazioni straordinarie tra normativa nazionale e principi contabili internazionali*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2016.

<sup>13</sup> Mancin, Moreno. *Le operazioni straordinarie d'impresa, Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre spa, 2020.

<sup>14</sup> De Luca, Francesco. *Il percorso di convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP: Il ruolo degli attori e del contesto di riferimento*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2014.

## 1.2 Il processo di convergenza tra gli US GAAP e gli IFRS: l'analisi delle operazioni straordinarie sotto il profilo contabile

In un'economia globale priva di confini, il bilancio di esercizio è uno strumento fondamentale attraverso il quale l'azienda dimostra la sua efficienza e la sua capacità di stare sul mercato. Quando un investitore decide di collocare le sue risorse è possibile che si ritrovi a valutare una scelta tra società situate in Paesi diversi, per questo, in un contesto internazionale ed estremamente competitivo, è necessario stabilire dei principi attraverso i quali sia agevole mettere a confronto le performance di qualsiasi ente a livello globale. Da questo punto di vista le maggiori difficoltà sono riscontrate dalle multinazionali che conducono la loro attività d'impresa in vari contesti e mercati e che in mancanza di un'armonizzazione contabile tra i Paesi in cui operano sono costrette all'applicazione di principi diversi<sup>15</sup>.

Nel paragrafo precedente si sono illustrati sia gli sforzi dell'Unione Europea, che della comunità internazionale su questo fronte, tuttavia come già accennato, le società con sede negli Stati Uniti applicano un sistema contabile e di recondizione diverso basato sugli "US GAAP" (*Generally Accepted Accounting Principles*).

Il motivo principale della divergenza tra i due sistemi è legato al contesto giuridico in cui sono calati. Si distinguono, quindi, da un lato sistemi di tipo *Common Law*, diffusi nei Paesi di natura anglosassone come Regno Unito, Stati Uniti, Irlanda e Australia, la cui disciplina è basata sul precedente giurisprudenziale, casi consolidati e consuetudini<sup>16</sup>. Si predilige perciò il dare una risoluzione ad uno specifico caso che poi diventa vincolante come una fonte primaria, piuttosto che delineare una norma generale che regoli l'intera materia.

Dall'altro lato, si contrappone il modello di *Civil Law* derivante dal diritto romano e diffuso nella maggior parte del mondo e dei Paesi europei, tra cui Italia, Germania, Francia e Spagna. Questo modello si fonda sul ruolo predominante assunto dalla legge e a differenza del sistema *Common Law*, la disciplina non emerge dalle consuetudini e dalle decisioni vincolanti dei giudici, ma sono proprio gli organi giudicanti che devono sottostare alle

---

<sup>15</sup> De Luca, Francesco. *Il percorso di convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP: Il ruolo degli attori e del contesto di riferimento*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2014.

<sup>16</sup> Mari, Libero Mario. *Il bilancio IAS/IFRS: fondamenti, logica contabile e composizione*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2019.

disposizioni normative codificate. Le norme di *Civil Law*, in sostanza “regolamentano la comunicazione aziendale sotto ogni profilo, sia formale che sostanziale”<sup>17</sup>.

I confini tra questi due sistemi giuridici divengono via via sempre più labili, non esiste infatti un ordinamento perfettamente di *Civil Law* poiché il valore della sentenza è comunque significativo, basti pensare alle pronunce della Cassazione in Italia. Lo stesso concetto vale per il modello di *Common Law* che ripone sempre crescente importanza verso le fonti scritte<sup>18</sup>.

Questa distinzione tra gli ordinamenti si riflette di conseguenza anche sul diritto societario: il modello contabile basato sugli US GAAP è detto *rule-based* mentre gli IFRS consistono in un approccio *principle-based*.

Gli US GAAP, basati sul modello *rule-based*, derivano dall’“assemblaggio” di elementi contenuti in oltre 2000 documenti prodotti negli ultimi decenni e mirano a definire in modo puntuale tutte le fattispecie contabili che possono presentarsi durante la vita di un’azienda e cercano anche di illustrare, attraverso “guide applicative” come affrontare e risolvere alcune problematiche che possono emergere nell’esercizio dell’impresa. I principi statunitensi, quindi, poggiano su un sistema di rigide regole atte a disciplinare tutti gli aspetti delle operazioni poste in essere da una società garantendo, con il loro stesso rigore, un’elevata accuratezza e una minima possibilità di errori legati a situazioni di ambiguità<sup>19</sup>.

Diverso è l’approccio *principle-based* su cui si fondano i principi contabili internazionali: in questo contesto, invece di fornire una guida applicativa molto dettagliata e vincolante, si è preferito sviluppare un sistema atto ad orientare e a guidare alla redazione del bilancio. Come sostenuto dalla letteratura esaminata: “[...] Tale approccio trova giustificazione nell’idea che una disciplina contabile eccessivamente dettagliata possa ridurre la capacità di giudizio di chi redige il bilancio trasformandosi in un’applicazione

---

<sup>17</sup> Mari, Libero Mario. *Il bilancio IAS/IFRS: fondamenti, logica contabile e composizione*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2019.

<sup>18</sup> Pezza, Chiara. «Differenza tra sistemi di civil law e common law.» *laleggepertutti.it*. 2017. [https://www.laleggepertutti.it/173444\\_differenza-tra-sistemi-di-civil-law-e-common-law](https://www.laleggepertutti.it/173444_differenza-tra-sistemi-di-civil-law-e-common-law).

<sup>19</sup> Palmer, Balcray. «How Are Principles-Based and Rules-Based Accounting Different?» *investopedia.com*. 2021. <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/rulesandprinciplesbasedaccounting.asp>.

*formale ed asettica di regole che potrebbero fornire una rappresentazione dei fatti aziendali non coerente o, nel peggiore dei casi, distorta della realtà ad essi sottostante*<sup>20</sup>.

Per ovviare a queste differenze, c'era bisogno di trovare un punto d'incontro per agevolare lo svolgimento delle transazioni, dato che il continente americano, in particolare gli Stati Uniti, è da sempre leader nel mercato delle acquisizioni.

A partire dal 2002 è iniziato un percorso intrapreso dallo IASB (*International Accounting Standards Board*) e dal FASB (*Financial Accounting Standards Board*), due organismi internazionali il cui scopo è mirato a realizzare una convergenza tra i sistemi contabili statunitensi e i principi internazionali<sup>21</sup>. Dietro questa decisione vi era la necessità di uniformare quanto possibile la normativa contabile soprattutto per rispondere ad esigenze di chiarezza e comparabilità richieste dal mercato stesso in un contesto sempre più privo di confini.

Un primo risultato di questo percorso di unificazione è stato ottenuto, anche se indirettamente, nel momento in cui la SEC, l'ente di sorveglianza del mercato statunitense, ha stabilito che non fosse necessaria la conversione dei bilanci delle società estere quotate in base alle previsioni degli US GAAP, a condizione che le stesse società avessero adottato gli standard internazionali IFRS.

Nello stesso periodo, a sostegno di una futura uniformità dei principi contabili, l'Unione Europea ha emanato un Regolamento che rende obbligatoria la redazione del bilancio secondo i principi IFRS per le società quotate con sede nella comunità europea a partire dal 2005.

Attualmente le due organizzazioni hanno raggiunto alcuni risultati su vari temi, tra cui i consolidamenti e le aggregazioni aziendali.

Una prima regola generale riguardante le *business combinations* è stata ricavata in linea con quanto disposto dall'ASC 805 e dagli IFRS 3: la procedura di contabilizzazione delle operazioni di aggregazione aziendale avviene attraverso un criterio chiamato *Acquisition method*. Il procedimento di assunzione del controllo prevede che l'operazione di

---

<sup>20</sup> De Luca, Francesco. *Il percorso di convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP: Il ruolo degli attori e del contesto di riferimento*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2014.

<sup>21</sup> De Luca, Francesco. *Il percorso di convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP: Il ruolo degli attori e del contesto di riferimento*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2014.

aggregazione debba essere valutata al *fair value*, lo stesso vale per le attività, le passività e gli interessi non di controllo.

I principi contabili internazionali definiscono il *fair value* come “*il corrispettivo al quale un’attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione tra terzi indipendenti*”<sup>22</sup>, quindi si intende sostanzialmente il valore di mercato.

Dopo questa breve premessa, si ritiene opportuno illustrare le principali differenze e analogie tra i due sistemi contabili.

Un’aggregazione aziendale nasce nel momento in cui si verifica un’operazione nel corso della quale una società acquirente acquisisce il controllo di uno o più business aziendali<sup>23</sup>. Sebbene in passato la nozione di *business combination* rappresentasse un elemento di discrepanza tra le discipline, è evidente che questa divergenza sia stata superata a favore di una nozione che più si allinea a quella adottata dalla disciplina europea e internazionale.

Le due normative, pur avendo conseguito un elevato livello di allineamento, conservano una certa discordanza sulla definizione di “controllo”.

La disciplina dei principi contabili internazionali prevede una sola forma di controllo per tutte le entità ed è definita all’interno dell’IFRS 10 *Consolidated Financial Statements*:

*“un investitore ha il controllo su una società partecipata quando è esposto, o ha il diritto, ai rendimenti variabili dovuti alla sua partecipazione nell’entità e quando ha la capacità di influire su tali ritorni attraverso il potere che ha sulla partecipata*”<sup>24</sup>.

In altre parole, un’entità controllante si definisce tale se la partecipazione posseduta in un'altra società è sufficiente da permetterle di influire sulla gestione della stessa e godere

---

<sup>22</sup> Senato della Repubblica. «Conti annuali, conti consolidati e documenti contabili di enti creditizi (Schema di D.Lgs. n. 172) (art.1, L.154/2014).» *senato.it*. 2015.  
[https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/921134/index.html?part=dossier\\_dossier1-sezione\\_sezione5-h3\\_h31&spart=si](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/921134/index.html?part=dossier_dossier1-sezione_sezione5-h3_h31&spart=si).

<sup>23</sup> KPMG. «IFRS compared to US GAAP.» 2021. <chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcglclefindmkaj/https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/12/ifrs-us-gaap-2021.pdf>.

<sup>24</sup> “Control of an investee: An investor controls an investee when the investor is exposed, or has rights, to variable returns from its involvement with the investee and has the ability to affect those returns through its power over the investee”.

PFK International Ltd. *Wiley Interpretation and Application of IFRS Standards 2020*. John Wiley & Sons, Incorporated, 2020.

dei benefici ottenuti dall'attività svolta, ma allo stesso tempo anche essere esposta al rischio di *business*.

Per quanto concerne gli US GAAP, l'ARB 51 *Consolidated Financial Statements*, poi modificato in alcune parti dal FAS 160, prevede che una partecipazione di controllo, per essere definita tale, debba assicurare all'entità controllante l'esercizio della maggioranza dei diritti di voto ovvero superare il 50% delle azioni con diritto di voto in circolazione<sup>25</sup>. Questa regola generale vale per le entità dette *Voting Interest* (VOEs), in cui il controllo risiede, come appena illustrato, nella parte che detiene la maggioranza del diritto di voto e di conseguenza, il potere di governare le politiche finanziarie e operative di una società<sup>26</sup>.

Nel caso in cui invece si verifichi l'acquisizione di un'entità denominata *Variable Interest*<sup>27</sup> (VIEs), il controllo risiede nella parte che:

1. detiene il potere di dirigere quelle attività che costituiscono il *core business* dell'entità;
2. detiene il diritto di ricevere i profitti derivanti dalla gestione dell'ente oppure
3. l'onere di coprire le perdite dell'ente se sussistono<sup>28</sup>.

In linea con quanto analizzato per i principi contabili internazionali IFRS, anche le disposizioni degli US GAAP prevedono le medesime casistiche di esclusione dall'applicazione delle norme sul consolidamento e sull'aggregazione aziendale quali la costituzione di *joint venture*, l'aggregazione di entità sotto controllo comune e

---

<sup>25</sup> "The usual condition for a controlling financial interest is ownership of a majority voting interest, and, therefore, as a general rule ownership by one entity, directly or indirectly, of more than 50 per cent of the outstanding voting shares of another entity is a condition pointing toward consolidation".  
Financial Accounting Standards Board. «Statement of Financial Accounting Standards No. 160.» *fasb.org*. 2010.  
[https://www.fasb.org/Page/ShowPdf?path=aop\\_fas160.pdf&title=FAS+160+%28AS+AMENDED%29&acceptedDisclaimer=true&Submit=](https://www.fasb.org/Page/ShowPdf?path=aop_fas160.pdf&title=FAS+160+%28AS+AMENDED%29&acceptedDisclaimer=true&Submit=).

<sup>26</sup> EY. «US GAAP versus IFRS: The basics - January 2021.» *ey.com*. 2021.  
[https://www.ey.com/en\\_us/assurance/accountinglink/us-gaap-versus-ifs--the-basics---january-2021](https://www.ey.com/en_us/assurance/accountinglink/us-gaap-versus-ifs--the-basics---january-2021).

<sup>27</sup> Una VIE è un'entità che permette a un investitore di detenere una partecipazione di controllo nella stessa, senza che quest'ultimo ottenga anche di conseguenza i diritti di voto necessari a raggiungere la maggioranza. Questo comporta l'assenza di responsabilità a livello manageriale, ma allo stesso tempo, il diritto di ricevere ogni beneficio legato al possesso della partecipazione.

<sup>28</sup> KPMG. «IFRS compared to US GAAP.» *home.kpmg*. 2021. <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/12/ifrs-us-gaap-2021.pdf>.



l'acquisizione di beni che non costituiscono un *business*. Diversamente da quanto previsto dagli IFRS, la normativa statunitense non include le operazioni che interessano le organizzazioni Non-profit tra le aggregazioni aziendali, bensì si applica un codice separato dedicato all'argomento<sup>29</sup>.

Al termine della parte generale dedicata alla normativa internazionale delle *business combinations* si proseguirà esaminando le tendenze degli ultimi anni del mercato *Mergers & Acquisitions* focalizzando l'attenzione sull'interesse crescente dimostrato verso le aziende operanti nel settore della moda e del lusso.

### 1.3 Le operazioni di M&A nel settore della moda e del lusso

Il concetto di esclusività legato al lusso ha origini antiche, tuttavia solo nel XIX secolo, con la rivoluzione industriale, cominciò a nascere l'idea di creare, su più larga scala rispetto a com'era stato fatto fino ad allora, dei prodotti che incontrassero le esigenze della popolazione più benestante.

La consacrazione del settore del lusso avvenne però il soltanto il secolo successivo con l'avvento della globalizzazione e dei profondi cambiamenti che hanno interessato la società. Negli anni '80 il mercato del *luxury* iniziò a ottenere molta rilevanza nella cultura dell'epoca, complice anche la propensione a rivolgersi a un pubblico più ampio grazie alla crescente popolarità delle cosiddette *top model*<sup>30</sup>.

Al giorno d'oggi le *maison* della moda offrono ancora un'esperienza esclusiva al cliente, ma la tendenza è quella di proporre un lusso sempre più sostenibile, sensibile alle problematiche ambientali ed etiche che spingono a eliminare gli sprechi nella filiera produttiva, a favorire tessuti riciclati piuttosto che pelli e pellicce di origine animale e a garantire condizioni di lavoro dignitose ai dipendenti.

In questo contesto di cambiamento storico e sociale si inserisce l'ascesa dei cosiddetti "conglomerati del lusso".

---

<sup>29</sup> KPMG. «IFRS compared to US GAAP.» *home.kpmg*. 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/12/ifrs-us-gaap-2021.pdf.

<sup>30</sup> Emmanuelle, Rigaud-Lacresse, e Fabrizio Maria Pini. *New luxury management: creating and managing sustainable value across the organization*. Springer, 2017.

Il termine conglomerato fa riferimento a una grande azienda che, attraverso operazioni di fusione e acquisizione, integra all'interno del proprio complesso societario una molteplicità di imprese operanti in diverse aree di *business*<sup>31</sup>.

Il leader nel mercato dei conglomerati del lusso è il gruppo LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton che nasce nel 1987 dall'unione di Moët Hennessy e Louis Vuitton, società produttrici rispettivamente di bevande alcoliche e articoli di pelletteria.

Questa fusione tra aziende francesi è solo l'inizio del lungo processo di acquisizioni avvenute nei successivi 30 anni. Ad oggi il portafoglio del gruppo conta svariati brand internazionali tra cui Christian Dior, Fendi, Bulgari, Tiffany&Co ecc. che operano in svariati settori come alta *Watches & Jewellery*, *Perfumes & Cosmetics*, *Bags & Accessories*, *Wine & Spirits* incrementando, di fatto, la presenza del conglomerato francese sul mercato dei beni di lusso.

### 1.3.1 Le motivazioni strategiche

In questo sottoparagrafo si focalizzerà l'attenzione sulle motivazioni per cui le aziende, nel corso di brevi periodi di tempo decidono di intraprendere svariati percorsi di M&A. Secondo un report di Deloitte US del 2017<sup>32</sup>, negli ultimi anni la tendenza a ricercare potenziali *target* all'estero è aumentata in seguito all'incremento della competitività, a sua volta legata al percorso di globalizzazione che ha consentito alle società di operare su una scala più ampia rispetto a quella nazionale.

Le operazioni straordinarie di aggregazione aziendale stanno diventando sempre di più parte di una vera e propria strategia di crescita che se ben implementata e adattata alle esigenze dell'impresa può rivelarsi un *driver* di creazione di valore per l'ente di riferimento e i suoi azionisti attraverso lo sfruttamento di sinergie di vario tipo di cui sarà discusso in una fase successiva della trattazione.

È noto che le aziende che hanno concluso positivamente un maggior numero di M&A negli ultimi decenni siano cresciute significativamente<sup>33</sup>. Un esempio molto eclatante è quello

---

<sup>31</sup> Encyclopædia Britannica. «Definizione di conglomerato.» *britannica.com*. s.d. <https://www.britannica.com/topic/Viacom-Inc>.

<sup>32</sup> Deloitte. «Cross-border M&A Springboard to global growth.» *deloitte.com*. 2017. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-cross-border-pov-spread.pdf.

<sup>33</sup> KPMG. «M&A e crescita dimensionale.» *home.kpmg*. s.d. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html>.

del conglomerato del lusso LVMH che ha iniziato il suo percorso di acquisizioni negli anni '80 del secolo scorso e ad oggi con la sua presenza in svariati *business*, domina il mondo del *luxury*.

Secondo un'analisi di mercato operata da *BernsteinResearch* e pubblicata nel 2014, si possono individuare le tre ragioni principali che spingono i principali concorrenti nel mercato dei conglomerati a formulare una strategia basata sulle fusioni e acquisizioni<sup>34</sup>.

La prima motivazione, che costituisce il 69% dei *deal* in termini di valore e il 52% del numero dei *deal*, è legata all'estensione dei brand che costituiscono il portafoglio della società. È essenziale che durante questo processo di acquisizione ogni brand mantenga la sua unicità e il suo *storytelling* ovvero quei valori e quelle emozioni che si intendono comunicare al cliente per cercare di fidelizzarlo.

Il secondo punto è legato all'integrazione verticale a monte e a valle (5% del valore totale e 52% dei *deal*). Da un lato con l'integrazione verticale a monte, le società cercano di assicurarsi un posto sicuro nella *supply chain* di materiali pregiati, di pellame esotico e di componentistica per orologi.

A dimostrazione di quanto affermato, nel 2011 il gruppo francese LVMH acquista una partecipazione di maggioranza in una società di Singapore che tratta e commercia pelli animale di origine esotica. Nel 2013 Kering attua la medesima strategia per portare sotto il proprio controllo France Croco, azienda leader nel settore conciario specializzata in pelle di rettile.

Dall'altro lato con l'integrazione verticale a valle si mira al raggiungimento di un miglior controllo della vendita retail e gestione del brand. Si propongono nuovamente alcuni esempi: Swatch che opera nel campo degli orologi e dei gioielli ha assunto il controllo di alcuni distributori nel Medioriente e in Cina. Allo stesso modo un altro player nel mercato dei conglomerati, il gruppo Richemont acquista Net-a-Porter e Shouke.

Il terzo motivo che costituisce il 26% del valore dei *deal* e il 25% del numero dei *deal* è rappresentato dagli investimenti di natura finanziaria. Inizialmente, nei primi anni 2000, le società che decidevano di entrare nel mercato delle fusioni e acquisizioni per il suddetto motivo erano principalmente investitori appartenenti a Paesi sviluppati, mentre il trend successivamente coinvolge anche gli investitori dei Paesi cosiddetti "emergenti". A

---

<sup>34</sup> Sanford C. Bernstein & Co., LLC. «Black Book - European Luxury Goods the M&A Wave - All the Targets, Multiples & Possible Outcomes.» 2014.

dimostrazione di quanto affermato, nel 2012 la casa di moda italiana Valentino è acquistata da Mayhoola, un fondo di investimento legato alla famiglia reale del Qatar<sup>35</sup>.

All'inizio del paragrafo si è accennato al fatto che la crescita dimensionale sia una delle principali ragioni che spingono il *management* di un'azienda a scegliere di effettuare operazioni di questo tipo. Tuttavia, bisogna puntualizzare che una crescita dimensionale molto accentuata che potrebbe risultare, per esempio, da un *mega deal*, porta con sé anche un'esponentiale aumento del potere di mercato dell'entità che risulta dalla fusione. In questo modo si possono aggiustare più facilmente i prezzi e soprattutto le quantità, precisando che nel contesto degli articoli di lusso la rarità di un pezzo e la produzione limitata a poche decine di unità giocano un ruolo fondamentale nella percezione del brand stesso<sup>36</sup>.

Un'espansione della posizione sul mercato può implicare non solo permettere al conglomerato di collocare il proprio *business* in diversi settori diversificando il rischio, ma l'espansione può essere intesa anche in senso geografico. Il gruppo francese LVMH, che sarà oggetto di ulteriore analisi in questo elaborato, ha scelto di aggiungere al suo portafoglio di *Maison* anche la statunitense Tiffany & Co. che non solo ha contribuito ad incrementare la sua presenza nel segmento *hard luxury*, ma ha anche permesso al conglomerato di rafforzare la sua presenza globale e le sue vendite in Nord America dove l'azienda di gioielli risulta molto popolare e al contempo ha facilitato l'espansione del brand di gioielli in Asia.

Un'ulteriore scopo che potrebbe giustificare un M&A è la ricerca di una società il cui valore è sottostimato oppure la cui crescita risulta potenziale, in modo tale da riorganizzare tutte le sue attività interne ed esterne per poi rivenderla ad un prezzo favorevole<sup>37</sup>. I fondi di Private Equity di solito svolgono questo tipo di attività investendo in aziende già avviate per periodi di tempo non particolarmente estesi sostenendo il *management* in scelte che potrebbero far acquistare pregio all'azienda, come una quotazione in borsa.

---

<sup>35</sup> Cochrane, Lauren. *theguardian.com*. 13 luglio 2012. <https://www.theguardian.com/fashion/fashion-blog/2012/jul/13/valentino-qatar-buy-out>.

<sup>36</sup> Junni, Paulina, e Satu Teerikangas. «Mergers and acquisitions.» *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*, 2019.

<sup>37</sup> Junni, Paulina, e Satu Teerikangas. «Mergers and acquisitions.» *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*, 2019.

### 1.3.2 Le fasi

Ogni operazione di M&A presenta caratteristiche a sé, tuttavia è possibile distinguere alcuni step comuni che è necessario affrontare in maniera tale da assicurare una buona riuscita del *deal*.

Anzitutto è necessario agire a monte e definire specificatamente una strategia che illustri il tipo di benefici l'ente mira ad ottenere, con quali mezzi economici si intende raggiungere lo scopo e chiaramente la natura dell'operazione stessa, che si tratti di fusione o acquisizione. Questa parte iniziale è molto importante perché una volta definiti gli obiettivi che l'azienda vuole perseguire, sarà poi più agevole individuare il tipo di *business* da integrare<sup>38</sup>.

Il passaggio successivo prevede di identificare le entità *target* più appropriate seguendo le caratteristiche inserite nella strategia iniziale. La scelta, ad esempio, potrebbe riguardare aziende di una determinata area geografica a seconda si decida di intraprendere un M&A di natura nazionale oppure internazionale.

Una prima valutazione degli enti selezionati permetterà subito di scartare le *target* che non soddisfano i criteri prestabiliti per giungere alla scelta di una sola società o di un gruppo ristretto.

A questo punto, una volta terminato, si iniziano a delineare le basi per un eventuale processo di integrazione con le aziende prescelte, in modo tale da evitare problematiche future che potrebbero condurre al fallimento dell'operazione.

La fase di valutazione illustrata finora costituisce il preludio al *deal* vero e proprio, che prosegue con la negoziazione ovvero il momento in cui l'acquirente si interfaccia per finalmente con la potenziale *target*.

Il fine della negoziazione è quello di raggiungere un accordo che sia approvato da entrambe le parti e che al termine della valutazione si giunga a un prezzo di acquisto favorevole<sup>39</sup>.

È fondamentale specificare che si tratta di un processo molto delicato che richiede generalmente più tempo poiché è proprio in questo momento che inizia la *due diligence*,

---

<sup>38</sup> McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

<sup>39</sup> McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

cioè un'analisi molto approfondita riguardante la “salute” della società oggetto di acquisizione con l'ausilio di un gruppo di professionisti. In questa fase generalmente si richiede la visione di libri contabili e di altra documentazione che necessita di essere adeguatamente analizzata in maniera tale da comprendere a fondo tutte le dinamiche in cui la stessa è coinvolta.

Una volta concluso questo step si inizia a concretizzare la finalizzazione del *deal*, un passaggio molto delicato perché una volta raggiunto un accordo, questo deve essere finalizzato e soprattutto comunicato alle autorità di vigilanza.

Questa fase successiva è chiamata *Pre-change of control* ed è proprio in questo momento, come già accennato in precedenza, che si verifica l'approvazione del *deal* da parte degli azionisti e dei *board* dei rispettivi enti, se l'operazione è concordata tra le parti.

Inoltre sarà necessario ottenere l'autorizzazione da parte degli enti regolatori che indagheranno sull'impatto dell'operazione sugli equilibri di mercato. Ad esempio un requisito necessario è il seguente: nel caso in cui il *deal* non fosse portato a termine, entrambe le entità devono essere in grado di proseguire nella loro attività senza particolari conseguenze dal punto di vista della concorrenza<sup>40</sup>. È per questa ragione che, di fatto, l'integrazione vera e propria non può veramente concretizzarsi all'inizio delle trattative, ma si possono solamente predisporre le risorse necessarie affinché questa si possa svolgere adeguatamente.

Nel frattempo, mentre si attendono tutti i consensi necessari, entrambe le società devono continuare a operare normalmente, per evitare di riscontrare problemi di performance e perdita di personale che inficerebbero la riuscita stessa della transazione.

Ricevuto il benestare dalle autorità e conclusa la fase di *due diligence*, si procede con la cessione del controllo dell'azienda oggetto di acquisizione, con tutte le accortezze legali e finanziarie del caso. È a questo punto del processo in cui finalmente si può realizzare anche l'attività di integrazione tra le due entità che deve essere più rapida possibile in maniera tale da evitare costi eccessivi e per beneficiare al massimo delle sinergie generate.

---

<sup>40</sup> McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

Questa fase dovrà essere condotta cercando di seguire il più possibile gli obiettivi strategici formulati all'inizio dell'operazione per non compromettere i risultati ottenuti<sup>41</sup>. In conclusione, una volta terminata l'operazione di M&A, le due società unite possono riprendere la loro attività abituale valutando anche quali siano gli aspetti dell'integrazione che sarebbe opportuno migliorare.

### 1.3.3 I rischi

Dopo aver approfondito le motivazioni che si celano dietro la scelta di avviare le procedure di acquisizione e fusione nel mercato dei beni di lusso è fondamentale ricordare che, in generale, questo tipo di operazioni non sono esenti da rischi, soprattutto quando ad essere intraprese, sono le fusioni e acquisizioni cosiddette *cross-border* che coinvolgono società con sede in Paesi diversi o addirittura in continenti diversi.

Secondo uno studio Harvard Business Review si stima che il tasso di fallimento delle operazioni di M&A sia compreso tra il 70% e il 90%<sup>42</sup>. Questo elevato *failure rate* dipende da molti fattori tra cui l'incapacità dell'azienda a ponderare correttamente alcune variabili fondamentali che condizionano in modo consistente il processo di acquisizione.

A partire dalla profonda crisi economica globale del 2008, le operazioni di M&A sono divenute sempre più rischiose per svariate ragioni: sia perché, come affermato in precedenza, con l'avvento della globalizzazione e l'apertura dei mercati verso una prospettiva molto più ampia, l'orizzonte delle fusioni e acquisizioni si è esteso oltre i confini nazionali dei singoli Stati; sia a causa del fatto che le società appartenenti a *business* in fase di maturità, per evitare il declino, attuano strategie atte a riassetare i propri asset disinvestendo alcune attività in portafoglio che non risultano profittevoli e che spesso in fase di acquisizione sono difficili da valutare e scorporare. È anche questo un problema emerso proprio a seguito di periodi di incertezza e recessione: non è inusuale che il *board* di una società in crisi dia la sua approvazione per la cessione in modo da ottenere una via d'uscita da un *business* in perdita<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

<sup>42</sup> Lakelet Capital. *Reasons Why Mergers & Acquisitions Fail And Succeed*. 15 giugno 2019. <https://lakeletcapital.com/reasons-why-mergers-acquisitions-fail-and-succeed/>.

<sup>43</sup> Bhimani, Alnoor, Mthuli Ncube, and Prabhu Sivabalan. "Managing risk in mergers and acquisitions activity: Beyond 'good' and 'bad' management." *Managerial Auditing Journal* (2015).

La cultura aziendale è un altro tema a cui è necessario prestare adeguata cautela. È già stato precedentemente appurato che in un contesto globale come quello attuale è sempre più comune l'unione *cross-border* che coinvolge aziende appartenenti a *background* differenti. In questi casi deve essere posta attenzione perché episodi di *cultural misfit* conducono ad una non accettazione della società fusa ostacolando di fatto l'integrazione. La cosiddetta cultura aziendale comprende tutti i vari aspetti dell'organizzazione dell'azienda, le sue strategie, la sua struttura e lo stile di leadership che si decide di adottare<sup>44</sup>, ma soprattutto è l'attuazione pratica di quei valori espressi nella missione e nella visione. Il *management* deve perciò intervenire già durante le fasi finali dell'accordo di fusione in modo tale da individuare le discrepanze e plasmare una nuova cultura aziendale che assicuri coesione. La coesione non solo massimizza il valore delle sinergie che emergono post fusione e di cui si discuterà più avanti, ma è dimostrato inoltre che le aziende in cui questo processo di armonizzazione ha successo il ritorno economico per gli *shareholder* supera di tre volte quello delle società in cui questa integrazione fallisce<sup>45</sup>.

È fondamentale sottolineare che la creazione di valore per gli *shareholder* è uno dei motivi principali che inducono una società a intraprendere un'acquisizione, tuttavia nel momento in cui questo non si verifica, significa che non è stata effettuata un'adeguata analisi dei rischi che avrebbero condotto al fallimento dell'operazione. È particolarmente decisiva e delicata la fase di *due diligence* durante la quale si analizzano le attività dell'azienda *target* per valutarne la stabilità e lo stato di salute generale. Il tempo è dunque una variabile a cui è necessario prestare attenzione poiché per perfezionare il prezzo e altre condizioni di un'acquisizione sono necessari svariati mesi, infatti nell'ipotesi in cui l'azienda *target* non subisca un corretto processo di valutazione per la mancanza di

---

<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-08-2014-1079/full/html>

<sup>44</sup> Bauer, Florian, e Kurt Matzler. «Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration.» *Strategic management journal* 35, 2014: 269-291.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1002/smj.2091>

<sup>45</sup> Engert, Oliver, Becky Kaetzler, Kameron Kordestani, e Andy MacLean. «Organizational culture in mergers: Addressing the unseen forces.» *New York: McKinsey&Company*, 2019: 1-7.  
<https://www.mckinsey.com/business-functions/people-and-organizational-performance/our-insights/organizational-culture-in-mergers-addressing-the-unseen-forces>



documentazione o per l'impazienza da parte del *management* di concludere il *deal*, si può incorrere in errori di stima particolarmente importanti.

Al di là di quanto asserito nel periodo precedente, è opportuno constatare che qualora l'operazione si concludesse nel corso di un lasso di tempo adeguato, tutte le entità coinvolte trarrebbero dei benefici. Un M&A concluso nei tempi previsti non giova alla reputazione delle società coinvolte dimostrando al mercato di avere una solida strategia aziendale<sup>46</sup>.

In uno studio che ha analizzato la quinta *merger wave*<sup>47</sup>, avvenuta tra il 1996 e il 2002, è emerso che le operazioni di M&A intraprese all'inizio di questa "ondata", rispetto a quelle avviate al termine, non solo presentano maggiori probabilità di successo e in media si concludono in un tempo inferiore, ma soprattutto le entità coinvolte riescono a raggiungere un grado di integrazione più elevato. Una spiegazione logica potrebbe essere legata al fatto che nel mercato sono presenti un numero maggiore di potenziali target ed inoltre è più probabile che i cosiddetti *early mover* dispongano di più informazioni rispetto ai concorrenti. In sostanza le aziende che iniziano un processo di acquisizione nelle prime fasi della *merger wave* risultano più competitive anticipando le loro mosse rispetto al mercato in modo tale da evitare un'aspra concorrenza e pertanto ottenere anche prezzi di acquisto più favorevoli<sup>48</sup>.

Nella scelta di dare inizio a delle trattative, il *timing* è dunque fondamentale: generalmente nei periodi di incertezza del mercato le operazioni di M&A diminuiscono sia la loro frequenza che la loro dimensione.

---

<sup>46</sup> Doan, Trang Thu, Padma Rao Sahib, e Arjen Van Witteloostuijn. «The Role of Timing in a Merger Wave on Overcoming Challenges in the M&A Pre-Merger Process.» *Academy of Management Proceedings*, 2016. <https://journals.aom.org/doi/epdf/10.5465/ambpp.2016.226>

<sup>47</sup> Quando si utilizza il termine *merger waves* ci si riferisce a un periodo di intensa attività di M&A in risposta a cambiamenti profondi nella società, nell'economia oppure per innovazioni tecnologiche particolarmente significative. Questi avvenimenti devono essere accompagnati dalla circolazione di consistenti quantità di liquidità che consentano la riallocazione degli asset e da una regolamentazione finanziaria particolarmente favorevole.

Harford, e Jarrad. «What drives merger waves?» *Journal of financial economics* 77, 2005: 529-560.

<sup>48</sup> Doan, Trang Thu, Padma Rao Sahib, e Arjen Van Witteloostuijn. «The Role of Timing in a Merger Wave on Overcoming Challenges in the M&A Pre-Merger Process.» *Academy of Management Proceedings*, 2016. <https://journals.aom.org/doi/epdf/10.5465/ambpp.2016.226>

Un'ulteriore problematica risiede nell'eccessiva onerosità: queste operazioni sono molto dispendiose in termini di risorse, quindi è possibile che il *management* decida di ricorrere all'indebitamento per finanziare le attività preparatorie.

Spesso dietro alla scelta di intraprendere M&A molto rischiosi vi è un *management* che pecca di tracotanza e che pone il proprio interesse personale davanti a quello della società per cui opera. Tutto questo si verifica a causa della ricerca di prestigio e di un ritorno economico consistente, spesso non giustificato da previsioni di performance positive nel post acquisizione.

Il risultato di questo comportamento egoista del *management* causa una debole integrazione tra le entità coinvolte e un costo eccessivo dell'operazione attraverso il pagamento di un *premium price* non sufficientemente giustificato<sup>49</sup>.

Uno studio che ha preso in considerazione 150 *large deal* abbandonati tra il 2000 e il 2010 ha individuato quattro principali motivazioni che hanno ostacolato la conclusione delle operazioni:

1. L'opposizione della società target;
2. L'opposizione dell'*acquirer*;
3. I potenziali *acquirer* concorrenti;
4. Le autorità di regolazione<sup>50</sup>.

Il fallimento dell'operazione si traduce in rifiuto dell'offerta iniziale, in mancato trasferimento della proprietà dell'ente oppure nel mancato rispetto degli obiettivi stabiliti durante le trattative<sup>51</sup>.

Nonostante i rischi appena esplicitati, se l'attività di M&A intrapresa raggiunge un esito positivo, i benefici che possono essere tratti sono anche molto consistenti, a seconda della situazione. Di questi benefici sia economici che di diversa natura sarà discusso ampiamente nei capitoli successivi, in occasione dell'introduzione al tema delle sinergie.

---

<sup>49</sup> Bhimani, Alnoor, Mthuli Ncube, e Prabhu Sivabalan. «Managing risk in mergers and acquisitions activity: beyond 'good' and 'bad' management.» *Managerial Auditing Journal*, 2015: 160-175.  
<https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/MAJ-08-2014-1079/full/html>

<sup>50</sup> Doan, Trang Thu, Padma Rao Sahib, e Arjen Van Witteloostuijn. «The Role of Timing in a Merger Wave on Overcoming Challenges in the M&A Pre-Merger Process.» *Academy of Management Proceedings*, 2016.  
<https://journals.aom.org/doi/epdf/10.5465/ambpp.2016.226>

<sup>51</sup> McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

Nel paragrafo seguente invece sarà fondamentale delineare come la pandemia da virus Covid-19 abbia profondamente impattato sul mercato e sulle dimensioni dei *deal*. In seguito si assisterà alla ripresa delle normali attività che poi subiranno un ennesimo arresto causato dall'incertezza legata alla guerra in Ucraina e dalla conseguente sospensione delle attività in Russia, di cui si accennerà brevemente.

#### 1.4 Le conseguenze della pandemia da Covid-19

Nel 2019 il mercato M&A mostrava i primi segni di rallentamento in uno scenario globale che vedeva protagonisti la Cina e gli Stati Uniti in una guerra dei dazi che contribuiva ad alimentare un'instabilità generale, allo stesso tempo l'Europa si preparava all'uscita dall'Unione del Regno Unito. Ciononostante, come riportato nel Report M&A 2019 redatto da KPMG, la situazione dei mercati finanziari risultava ancora positiva con *“tassi di interesse costantemente bassi, ampie riserve di cassa ed interessanti opzioni di finanziamento a disposizione delle aziende, nuovi record registrati dalle Borse valori”*<sup>52</sup>. Gli esperti si aspettavano, però, un periodo di recessione imminente e secondo un report M&A del 2019 di J.P. Morgan, uno spiraglio di inizio della crisi può essere individuato osservando la frequenza e le caratteristiche delle operazioni di aggregazione<sup>53</sup>.

Per meglio comprendere la situazione si osservano i cosiddetti *cross-sector deal* che vedono l'integrazione di due o più entità operanti in settori diversi. Nel 2013 questi *deal* costituivano il 36% del totale, percentuale decisamente diminuita nel 2018 con un 26%. Lo stesso vale per i *cross-industry deal* che sono scesi ad una percentuale del 37% rispetto al 41% del 2013 e anche se questa diminuzione resta piuttosto contenuta, è evidente che le aziende stavano maturando consapevolezza di un rischio crescente di instabilità economica.

L'attività di M&A stava dunque subendo un calo che riguardava soprattutto le operazioni *cross-border*, di norma più rischiose di quelle domestiche, i *“cui controvalori si sono ridotti*

---

<sup>52</sup> KPMG. «Rapporto Mergers & Acquisitions 2019.» *home.KPMG.* 2020. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2020/06/rapporto-mergers-acquisitions-2019.html>.

<sup>53</sup> J.P. Morgan. «2020 Global M&A Outlook Navigating a period of uncertainty.» 2020. <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.jpmorgan.com/content/dam/jpm/cib/complex/content/investment-banking/2020-global-ma-outlook/pdf-0.pdf>

del 22%, nonostante una sostanziale stabilità dei volumi, ed il cui contributo relativo al mercato mondiale complessivo è sceso al 43%, contro il 48% dell'anno precedente"<sup>54</sup>.

È questa la condizione di incertezza che si respira nel mercato globale quando, nei primi mesi del 2020, scoppia la pandemia da virus Covid-19 che paralizzierà l'economia.

A partire da marzo 2020, l'esponenziale aumento dei casi di persone affette dal nuovo virus ha spinto i governi a optare per una chiusura totale di gran parte delle attività non necessarie al sostentamento degli individui, come bar, ristoranti, negozi di abbigliamento e centri commerciali, impedendo anche la circolazione delle persone se non per motivi strettamente circoscritti.

Queste misure particolarmente stringenti hanno causato il crollo delle vendite nei negozi fisici specialmente quelle dei Duty-free all'interno degli aeroporti ormai deserti.

Nonostante la chiusura totale delle attività, la cancellazione della totalità degli eventi e delle sfilate e il periodo di forte crisi affrontato dagli individui con la perdita di molti posti di lavoro, le vendite online globali hanno subito un massiccio aumento rispetto all'anno precedente raggiungendo un +209% nel mese di aprile 2020<sup>55</sup>.

Questi mesi di difficoltà e di dissesto economico divengono un motore di cambiamento per il settore del *luxury*, in particolare la pandemia da Covid-19 ha incoraggiato le società a dedicare maggiori risorse allo sviluppo dei canali di vendita online visto il successo delle varie piattaforme durante l'isolamento. Le case di moda inoltre hanno trovato il modo di svolgere le sfilate stagionali nel proprio sito online oppure utilizzando i social network, tutto all'insegna del rispetto del distanziamento e delle limitazioni negli spostamenti.

A fine 2019, come affermato in precedenza, la situazione che si presentava era la seguente: un mercato M&A in rallentamento, ma comunque ancora stabile e con valori positivi.

La conseguenza diretta della pandemia è stata, inevitabilmente, un brusco calo delle operazioni, infatti nel primo trimestre del 2020 si è verificata una diminuzione del 36%

---

<sup>54</sup> KPMG. «Rapporto Mergers & Acquisitions 2019.» *home.KPMG.* 2020. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2020/06/rapporto-mergers-acquisitions-2019.html>.

<sup>55</sup> Deloitte. «Deloitte Global Powers of Luxury Goods 2020.» *Deloitte.com.* s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/consumer-business/at-global-powers-luxury-goods-2020.pdf.

del valore totale e del 16% del volume totale in confronto allo stesso periodo dell'anno precedente, lo stesso vale per i controvalori che hanno subito una decrescita del 25%<sup>56</sup>. A dispetto di quanto si potesse prevedere, nella seconda metà del 2020 con l'arrivo della stagione estiva e il conseguente allentamento delle restrizioni, c'è anche stato spazio per la ripresa delle attività con volumi delle operazioni finalmente in crescita soprattutto nel terzo trimestre con un +20%.

Particolarmente penalizzata è stata l'attività di M&A *cross-border*, che già presentava segni di rallentamento alla chiusura del 2019 e che nel 2020 ha registrato una riduzione del 15% nel valore e dell'8% nel volume, inoltre le operazioni transfrontaliere costituivano solamente il 39% del totale a livello mondiale, a fronte di un calo evidente rispetto al dato dell'anno precedente che segnava un 43%<sup>57</sup>.

È stato inoltre osservato che le operazioni considerate di piccola e media dimensione, in particolare quelle comprese tra 1 e 10 miliardi di dollari, hanno subito una contrazione rispettivamente del 10% del volume e del 4% del valore. Non si può affermare lo stesso per quanto riguarda i *mega deal*, ovvero le transazioni che superano i 10 miliardi di dollari, che data la loro dimensione non sembrano essere state colpite dall'incertezza generale registrando un +2% del valore e costituendo il 30% sul totale delle operazioni<sup>58</sup>. A livello mondiale, sempre nell'anno 2020, si osserva dalla Figura 1, che il continente americano, in particolare gli Stati Uniti, ha generato il 50% dei controvalori e le operazioni realizzate rappresentano il 38% del volume totale, dominando di fatto il mercato M&A. I Paesi dell'Asia Pacifico con un 24% del valore totale superano di fatto l'Europa che si ferma a 22%<sup>59</sup>.

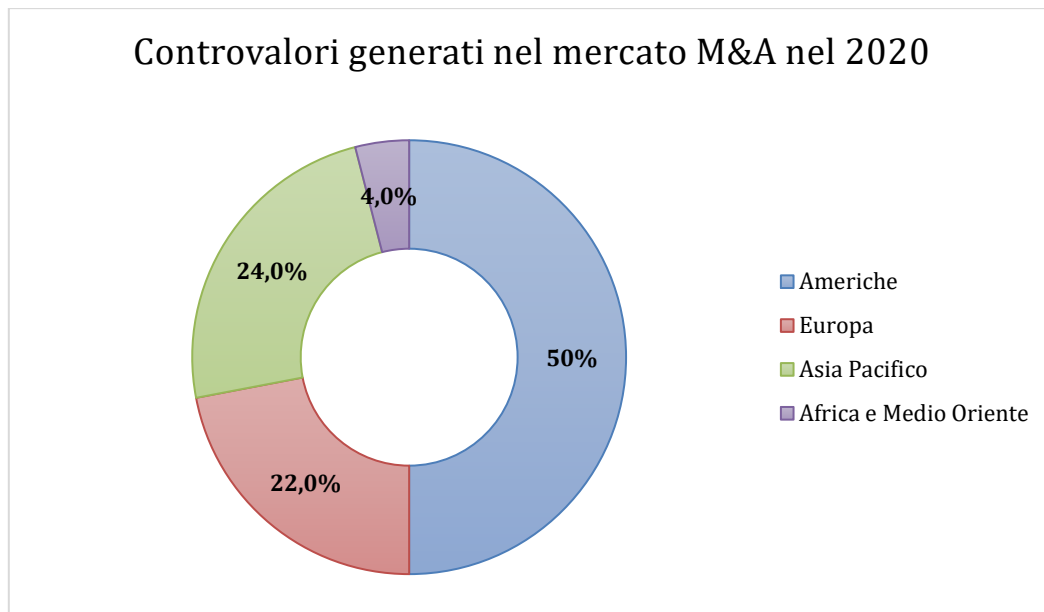
---

<sup>56</sup> KPMG. «Rapporto Mergers & Acquisitions 2019.» *home.KPMG*. 2020. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2020/06/rapporto-mergers-acquisitions-2019.html>.

<sup>57</sup> KPMG. «Rapporto M&A 2020: dal mercato una prova di resilienza alla pandemia.» *home.KPMG*. 2021. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/06/rapporto-mergers-acquisitions-2020.html>.

<sup>58</sup> KPMG. «Rapporto M&A 2020: dal mercato una prova di resilienza alla pandemia.» *home.KPMG*. 2021. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/06/rapporto-mergers-acquisitions-2020.html>.

<sup>59</sup> KPMG. «Rapporto M&A 2020: dal mercato una prova di resilienza alla pandemia.» *home.KPMG*. 2021. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/06/rapporto-mergers-acquisitions-2020.html>.



*Figura 1 Controvalori generati nel mercato M&A nel 2020*

Si prosegue ora focalizzando l'attenzione verso il settore del lusso. La pandemia ha inflitto un duro colpo anche ai conglomerati del lusso, infatti se si prende in considerazione le 100 aziende più grandi del settore, si registra un calo nelle vendite di circa 30 miliardi di dollari, dai 281 miliardi del 2019 per assestarsi ai 252 miliardi del 2020<sup>60</sup>. Questa diminuzione è stata in parte mitigata dalla rapida risposta delle società stesse alla pandemia potenziando i canali di vendita da remoto e promuovendo soluzioni di acquisto più digitali per cercare di ovviare al problema della chiusura dei negozi fisici.

Dopo un'attenta analisi del report M&A 2020 di Deloitte si nota che tutti i principali conglomerati del lusso hanno subito una decrescita delle vendite più o meno importante per le ragioni già individuate.

I primi segni di ripresa hanno cominciato ad intravedersi dopo la seconda metà dell'anno, specialmente nell'ultimo quadrimestre e a sostenere questo rilancio sono proprio i Paesi asiatici che per primi hanno sperimentato le conseguenze della pandemia.

Al termine dell'anno, come da Figura 2, si è osservato che i segmenti più afflitti dalla crisi sono stati *Watches & Jewellery* (-12,8%), *Perfumes & Cosmetics* (-9,6%) e *Bags & Accessories* (-22,2%)<sup>61</sup>, con un calo importante nelle vendite rispetto al 2019.

<sup>60</sup> Deloitte. «Global Powers of Luxury Goods 2021.» *Deloitte.com*. 2021. <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>.

<sup>61</sup> Deloitte. «Global Powers of Luxury Goods 2021.» *Deloitte.com*. 2021. <https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html>.

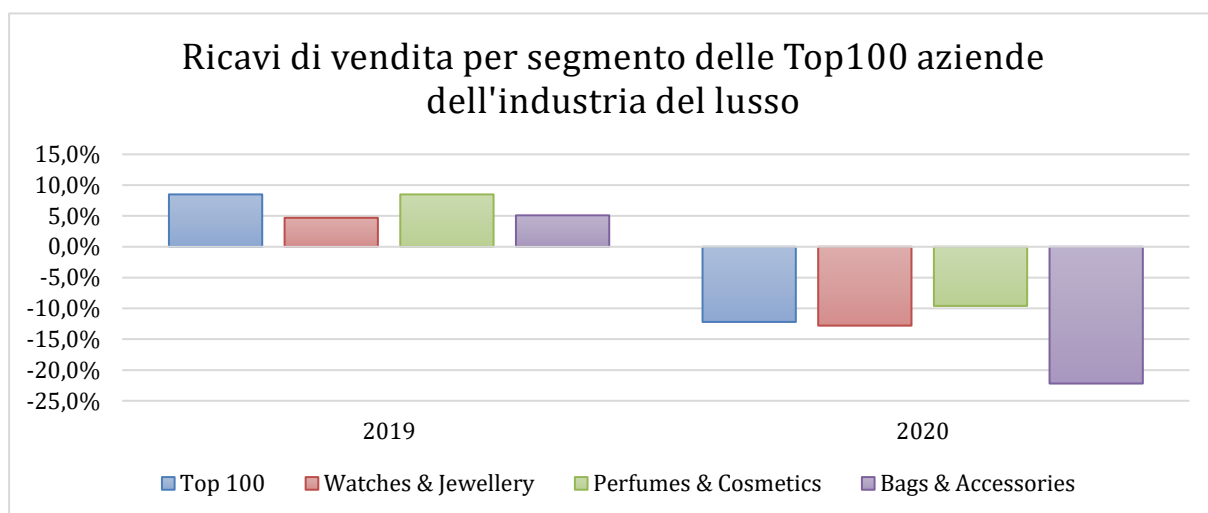


Figura 2 Ricavi di vendita per segmento delle Top100 aziende dell'industria del lusso

Le motivazioni sono svariate, ma principalmente scaturite dal *lockdown* e la conseguente assenza totale di viaggiatori internazionali che acquistavano nei Duty-free degli aeroporti, si passa poi all'aumento esponenziale del lavoro da remoto che ha favorito l'utilizzo di abbigliamento più comodo, inoltre l'utilizzo della mascherina che copre parte del volto ha disincentivato l'utilizzo del *make-up*, senza contare l'impossibilità di uscire di casa per un lungo periodo di tempo.

Per quanto riguarda l'attività di M&A, anche le società del *luxury*, così come visualizzato nel *trend* generale, hanno registrato una frenata specialmente nei primi due trimestri del 2020 per poi recuperare a partire dal terzo e quarto trimestre. Principalmente, ciò che ha rallentato l'attuazione delle operazioni è stata proprio la situazione di emergenza senza precedenti che ha condotto i mercati verso un periodo di incertezza tale da rendere difficoltoso fare previsioni per il futuro e soprattutto valutare un potenziale *target*.

Nel 2021 si assiste ad un *boom* per il mercato M&A con una ripresa massiccia dell'attività, complici un generale aumento della fiducia a livello mondiale, un grande afflusso di capitali, i tassi molto vicini allo zero, la diffusione dei vaccini e il conseguente allentamento delle restrizioni in vigore.

Si sono registrati aumenti del 47% per quanto riguarda i controvalori e del 31% dei volumi rispetto al 2020 con 4.418 miliardi di dollari generati in un totale di quasi 49.000 *deal*.

A supportare questa crescita record, dopo qualche anno di trend in calo, sono state le operazioni M&A *cross-border* che rappresentano il 46% dei controvalori totali (39% nel 2020) e il 35% (32% nel 2020) delle transazioni realizzate con un aumento complessivo per l'80% nel valore e 45% nel volume. Un incremento significativo si è registrato anche per i *mega deal*, per un totale di 40 a livello mondiale<sup>62</sup>. A dimostrazione di ciò, nel gennaio 2021 si è concluso uno dei *mega deal* più importanti nel mondo della moda e del lusso degli ultimi decenni, con LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton che ha acquisito l'americana Tiffany & Co. con un'operazione del valore di oltre 13 miliardi di euro e di cui si discuterà ampiamente nell'ultimo capitolo del presente elaborato.

Dalla Figura 3 si nota che il continente americano si è riconfermato leader nel mercato M&A globale generando il 55% dei controvalori, l'Europa inoltre ha recuperato la sua seconda posizione con il 23% dei controvalori dopo essere stata superata dall'Asia Pacifico nel 2020, che al termine dell'anno si è arrestata al 19% dei controvalori sul totale<sup>63</sup>.

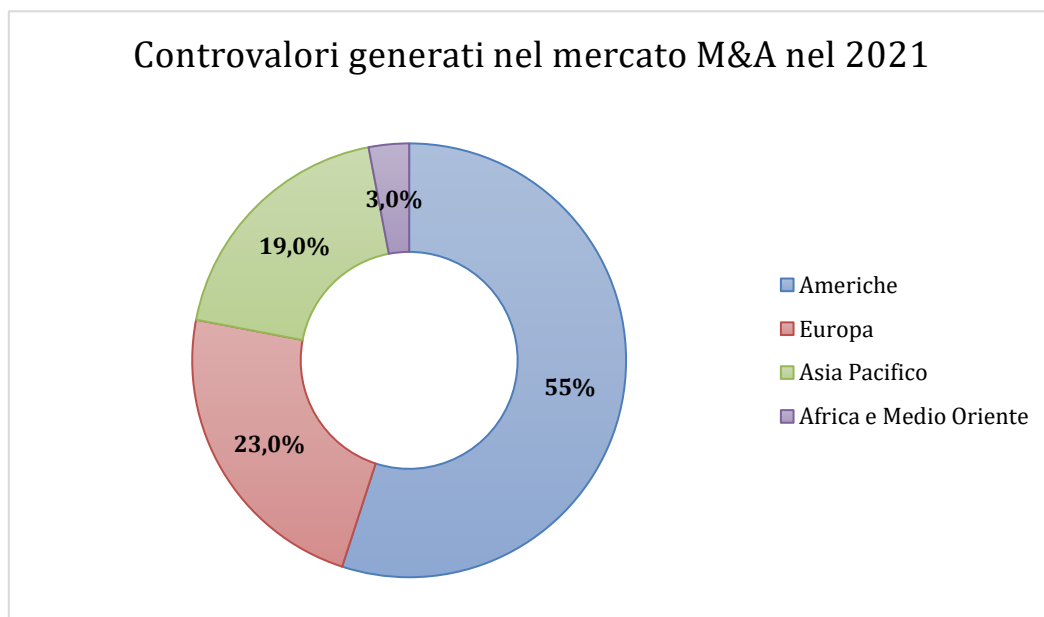


Figura 3 Controvalori generati nel mercato M&A mondiale nel 2021

<sup>62</sup> KPMG. «Rapporto M&A 2021: un anno da record.» *home.KPMG.* 2022. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2022/05/rapporto-mergers-acquisitions-2021.html>.

<sup>63</sup> KPMG. «Rapporto M&A 2021: un anno da record.» *home.KPMG.* 2022. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2022/05/rapporto-mergers-acquisitions-2021.html>.



È stato dunque un anno positivo per il *Fashion & Luxury*, come si vede nella Figura 4, con ricavi in crescita specialmente per i segmenti *Watches & Jewellery* (+34%), *Bags & Accessories* (+17%) e *Perfumes & Cosmetics* (+16%), profondamente colpiti dalla chiusura degli *store* fisici nel 2020<sup>64</sup>.

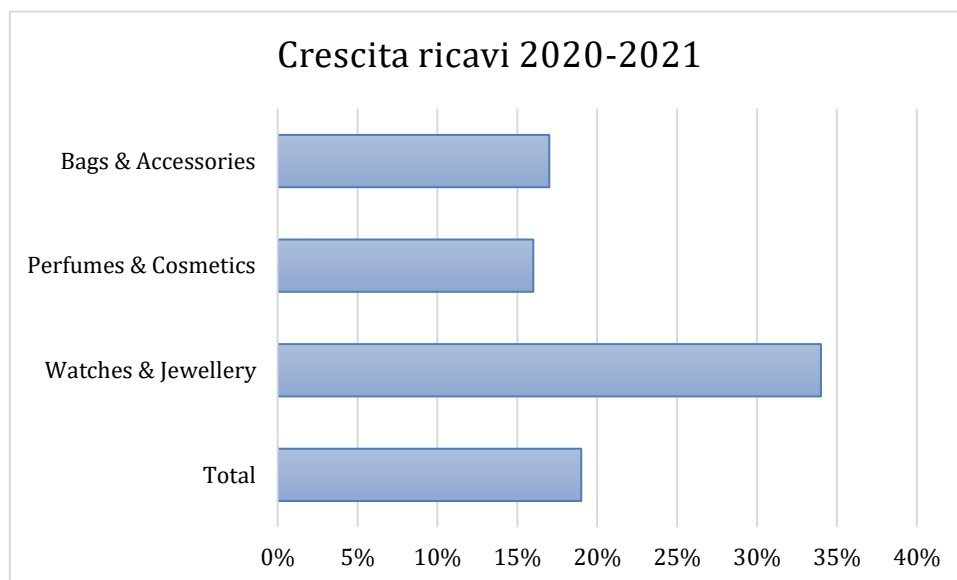


Figura 4 Crescita dei ricavi nel periodo 2020-2021 per alcuni segmenti dell'industria del lusso

Secondo un'analisi effettuata da Deloitte, il settore del lusso si rivela essere un target ideale per fusioni e acquisizioni. Nel 2021 si è visto un leggero aumento delle transazioni totali (+2,5%) passando dalle 277 del 2020 alle 284 dell'anno corrente.

Il segmento *Personal Luxury Goods* registra un aumento annuale dei *deal* del 22%, con una percentuale di *deal* sul totale del settore del 55%.

Dopo un'attenta analisi geografica si può constatare che la crescita più consistente nel numero dei *deal* si è riscontrata ancora una volta in Nord America (+24 *deal* rispetto al 2020), inoltre un risultato positivo è stato conseguito anche dall'Europa che conta un aumento di 10 *deal*, mentre peggiore è la situazione per l'Asia Pacifico che nonostante nel 2020 avesse concluso l'anno in modo favorevole, nel 2021 ha registrato un calo significativo con -31 operazioni.

<sup>64</sup> Deloitte. «Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022.» *deloitte.com*. 2022. <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/finance/articles/fashion-luxury-private-equity-and-investors-survey-2022---deloitte-italy---finance.html>.

Si segnala che nel 2021 i *deal* più significativi conclusi nel settore hanno coinvolto principalmente società nei segmenti *Luxury Hotel, Apparel & Accessories* e *Cosmetics & Fragrances*.

Per quanto riguarda il valore dei *deal* invece si registra un aumento nel segmento *Watches & Jewellery* pari al +187% e nel *Cosmetics & Fragrances* con un +99%<sup>65</sup>.

In conclusione, nonostante il 2021 sia stato un anno particolarmente positivo per l'attività di M&A, per il 2022 si prospetta un altro periodo di rallentamento e incertezza causato dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia che ha scatenato una crisi energetica e delle materie prime che pone l'economia mondiale alle porte di una nuova recessione.

A seguito dell'inizio del conflitto vi è stata la sospensione delle attività in Russia di centinaia di multinazionali, scelta condivisa anche dai principali conglomerati dell'industria del lusso che hanno anche deciso di interrompere i servizi di e-commerce isolando, di fatto, il Paese.

---

<sup>65</sup> Deloitte. «Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022.» *deloitte.com*. 2022. <https://www2.deloitte.com/it/it/pages/finance/articles/fashion-luxury-private-equity-and-investors-survey-2022---deloitte-italy---finance.html>.

## Capitolo 2 – La valutazione di un’azienda

Il tema che sarà introdotto nel seguente capitolo riguarderà i vari approcci che possono essere utilizzati durante un processo di valutazione di una società quotata in borsa.

L’iter di stima del valore aziendale di un’entità può aver luogo in numerose occasioni, una di queste si verifica con l’avvio delle procedure legate a operazioni di aggregazione.

Nel capitolo precedente si è discusso ampiamente del fatto che, la strategia di crescita adottata dai conglomerati dell’industria del lusso, si basa prevalentemente sull’espansione esterna ovvero sulla ricerca continua di nuove aziende da inserire nel portafoglio per rafforzare la propria posizione di mercato. Tale strategia deve essere necessariamente supportata da un’efficace valutazione delle possibili *target* poiché è ampiamente appurata l’elevata rischiosità di questo tipo di operazioni.

Durante questo processo, se correttamente intrapreso, si predilige l’applicazione di metodi diversi di stima per svariate motivazioni. Anzitutto, condurre valutazioni parallele implica la necessità di utilizzare criteri diversi e consente di conseguenza di giungere a risultati più affidabili classificando il valore aziendale all’interno di un range. Questa strategia, inoltre, riduce sensibilmente i rischi legati a processi di stima monometodologici perché prevede l’applicazione di un modello di base che si ritiene più adeguato al tipo di *business* in analisi, accompagnato da dei sistemi di controllo la cui funzione è proprio quella di fornire un supporto ulteriore alla fase valutativa<sup>66</sup>.

I principali metodi di valutazione comunemente impiegati durante le fasi preparatorie di un M&A sono svariati, tra cui il metodo dei flussi di cassa scontati (*Discounted Cash Flow*), il metodo basato sui multipli e in particolare i multipli di transazioni comparabili sono indicati per questo tipo di operazioni. Un’altra metodologia applicabile è quella dell’EVA (*Enterprise Value Added*), tuttavia per quanto concerne le operazioni di aggregazione si tende a utilizzare maggiormente i criteri menzionati in precedenza<sup>67</sup> per le ragioni che saranno esplicitate nel corso della trattazione.

---

<sup>66</sup> Balducci, Daniele. *Le valutazioni d’azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*. Milano: AEDI edizioni, 2019.

<sup>67</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

Una premessa da effettuare ai fini della corretta introduzione alla valutazione aziendale è relativa alla prospettiva che si adotta nella stima del valore, che può essere *asset side* oppure *equity side*. La differenza principale tra le due è che in ottica *asset* si tiene conto del valore complessivo che l'ente assume per la totalità dei conferenti di capitale, mentre in ottica *equity* si giunge direttamente al valore generato per i soci.

Questa distinzione ha luogo per diversi motivi legati alla natura dell'azienda oggetto d'analisi. È importante discernere le due previsioni perché nel caso delle imprese finanziarie come banche e assicurazioni, risulta difficoltoso distinguere la parte operativa rispetto alla gestione del debito poiché ad esempio, il conto corrente di una banca non è solamente uno strumento con cui attuare le misure di finanziamento e quindi di debito, ma rappresenta soprattutto il core *business* dell'impresa, cioè la parte attiva dello stato patrimoniale. In un ente di questo tipo dove è difficile separare l'ottica finanziaria da quella operativa, si considera tutto operativo e si utilizza dunque l'ottica *equity*.

Nell'ipotesi in cui la valutazione da effettuare riguardi imprese industriali, commerciali e di servizi, come nel caso dei conglomerati dell'industria del lusso, si applicherà l'ottica *asset* poiché, al contrario di istituti bancari e assicurativi, è possibile scindere la gestione finanziaria da quella operativa.

Una volta chiarite queste distinzioni preliminari si prosegue con l'esposizione dei principali metodi che si ritiene siano più adeguati per la valutazione di M&A, illustrando le formule utili e gli ambiti di applicazione delle stesse.

## 2.1 Il metodo Discounted Cash Flow

Il metodo dei *Discounted Cash Flow* è uno dei processi di valutazione di natura finanziaria tra i più accreditati secondo la dottrina e tra i più utilizzati a livello internazionale.

Il concetto di valore aziendale previsto dai DCF poggia le sue basi sulla capacità dell'impresa, singolarmente presa<sup>68</sup>, di produrre flussi di cassa futuri.

Di seguito si propone la formula generale dei DCF:

---

<sup>68</sup> Il concetto di valore aziendale *stand alone* sfruttato nei DCF, ma soprattutto più in generale nella valutazione, costituisce un'ipotesi semplificatrice che consiste nell'attribuire un valore all'impresa in base a quelle che sono le sue attuali condizioni di gestione, senza tenere conto dell'influenza di eventuali acquirenti e senza valorizzare i benefici privati.

Massari, Mario. *Finanza aziendale valutazione*. Milano: McGraw-Hill, 1998.

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

La formula esprime il modello generale del metodo, in cui al nominatore  $CF_t$  sono rappresentati il *cash flow* dell'impresa per tutto il periodo  $t$  di vita dell'azienda, mentre al denominatore vi è il tasso di sconto adeguato al rischio dei flussi stessi che si collocano in momenti temporali  $t$  diversi<sup>69</sup>.

Nonostante questo modello sia molto utilizzato nella prassi delle operazioni di fusione e acquisizione, non è esente da problematiche di cui si discuterà ampiamente. Tuttavia, proprio per le caratteristiche del metodo e per la quantità di stime che richiede, è generalmente utilizzato come metodo-base per la valutazione per poi essere affiancato da altri modelli di supporto, come ad esempio, i multipli di mercato<sup>70</sup>.

Prima di esplicitare il funzionamento della suddetta teoria, è opportuno introdurre due ipotesi iniziali sui riguardanti i flussi su cui si basano i DCF.

Per quanto concerne i cosiddetti metodi sintetici, i meno articolati dal punto di vista delle stime, si distingue il contesto *steady state*, in cui si ipotizza un andamento costante dell'azienda in cui i flussi si equivalgono ai margini, quindi la crescita risulta nulla. Dall'altra parte si può individuare il contesto *steady growth*, che prevede invece margini e flussi in crescita perpetua ad un tasso  $g$ .

I modelli analitici, al contrario, prevedono un meccanismo di calcolo diverso, infatti si assume che per un primo periodo, che varia dai 5 ai 7 anni circa, la crescita dell'azienda sia discontinua e sia pertanto necessario calcolare i flussi su base annua, in seguito invece si stabilisce che alternativamente l'andamento dell'attività sia costante (*steady state*) oppure che si verifichi una crescita costante e perpetua  $g$  (*steady growth*).

Queste ipotesi generalmente sono applicate con un certo criterio che si allinea con lo stato di salute e la fase di vita in cui giace l'azienda. A differenza dei metodi sintetici che sono applicati in contesti in cui l'azienda prospera e si pensa continuerà a tenere un andamento positivo (*steady growth*) oppure se l'impresa è matura, ma non in declino (*steady state*), i

---

<sup>69</sup> Damodaran, Aswath. «Discounted Cash Flow Valuation.» s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/equotes/dcfallOld.pdf.

<sup>70</sup> Balducci, Daniele. *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*. Milano: AEDI edizioni, 2019.

metodi analitici risultano particolarmente idonei a realtà in cui sono in corso cambiamenti drastici della struttura aziendale come ad esempio operazioni di fusione, ristrutturazioni oppure passaggi generazionali.

All'inizio del capitolo, è stato introdotto il concetto di ottica di valutazione affermando che questa si deve adattare alla natura dell'azienda oggetto di analisi. Il focus di questo elaborato sarà principalmente rivolto verso il calcolo del valore aziendale per le imprese industriali (in particolare dell'industria del lusso) e quindi dal punto di vista di tutti i conferenti di capitale proprio e di terzi.

Un aspetto da sottolineare riguarda il fine ultimo dei DCF che è quello di stimare  $E$  ovvero quantificare l'*equity*. Pertanto, in ottica *asset*, si calcola il valore complessivo dell'ente per la totalità dei conferenti di capitale e poi in seguito si sottrae la *PFN* (Posizione Finanziaria Netta) per ottenere  $E$ , mentre in ottica *equity* si giunge direttamente a  $E$  attualizzando il *cash flow* e scontando al tasso appropriato che riflette il rischio dei soci.

I metodi dei DCF, di fatto, si basano sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri che risalendo ad epoche diverse riscontrano di conseguenza anche diverso rischio, perciò il tasso di sconto deve riflettere anche questo aspetto. Il saggio che rappresenta il costo del capitale di tutti i portatori di interesse è il *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*)<sup>71</sup>.

Si esplicita ora la formula dei DCF, in particolare della variante del modello *WACC*:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1 + WACC)^i}$$

In questa formula, che esprime il valore per tutti, è necessario prestare attenzione alla corrispondenza tra i flussi e il tasso a cui si scontano poiché in caso di analisi in ottica *asset*, il *cash flow* da rilevare per il calcolo è quello per tutti i detentori di capitale, quantità rappresentata dal *FCFO*<sup>72</sup> (*Free Cash Flow from Operations*)/*FCFF* (*Free Cash Flow to the Firm*) ovvero il flusso di cassa della gestione operativa mentre il costo del capitale corretto da associare agli stessi è il *WACC*, per i motivi già esplicitati.

---

<sup>71</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

Per comprendere appieno la natura del flusso di cassa della gestione operativa (*FCFO/FCFF*) si ritiene necessario ricostruirne la struttura a partire dal margine operativo lordo (*EBIT*), come riportato nella Tabella 1. È importante sottolineare che nel calcolo del *FCFO/FCFF* si ragiona come se l'impresa non fosse indebitata, infatti si considerano le imposte come se fossero applicate ad un'entità senza debito.

Margine operativo lordo (EBITDA)	
-	Δ CCNO
=	<b>Cash flow gestionale lordo</b>
-	Flusso fiscale operativo
=	<b>Cash flow gestionale netto</b>
+/-	CAPEX
=	<b>FREE CASH FLOW TO THE FIRM/FREE CASH FLOW FROM OPERATIONS</b>

*Tabella 1 Calcolo dei flussi di cassa in ottica asset*

Una volta individuata la struttura del *FCFO* adatta all'ottica di valutazione, è necessario calcolarne il tasso di sconto, in questo caso il *WACC* che esprime "il costo delle diverse forme di finanziamento delle attività aziendali ponderate in funzione del rispettivo peso sulla struttura finanziaria"<sup>73</sup>. In altre parole, per il calcolo del costo medio ponderato del capitale è necessario quantificare: l'entità delle fonti di finanziamento, quali il costo del capitale di terzi  $r_D$ , il cui rischio in termini operativi risulta moderato poiché la remunerazione ai terzi è di fatto contrattualmente prevista e poi il costo dell'equity  $r_E$ , che non solo riflette il rischio operativo legato all'attività d'impresa, ma anche finanziario legato al fatto che ad un calo del fatturato l'azienda potrebbe non essere più in grado di coprire i debiti e ripagare gli oneri finanziari.

Si riporta la formula del *WACC*:

<sup>73</sup> Ceroli, Pierpaolo, Andrea Marchegiani, Gianluca Natalucci, Marco Ruggieri, e Letizia Spreca. *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*. Milano: Giuffrè, 2014.

$$WACC = r_E \cdot \frac{E}{E + D} + r_D \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t_c)$$

Osservando la formula del *WACC* si deduce che è applicabile in maniera efficace solamente alle imprese quotate poiché è necessario estrapolare i valori di mercato del debito *D* e dell'*equity* *E* ovvero la capitalizzazione di borsa, inoltre per il calcolo di  $r_E$  si utilizza la formula del modello del *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*) in cui non solo il costo dell'*equity* dipende dall'indebitamento, ma anche dal coefficiente di rischio, che si ottiene facendo una media tra i *beta* del settore o del gruppo di società selezionate come campione. Alcune caratteristiche del *beta* a cui prestare la dovuta cautela riguardano in primo luogo la dimensione dell'azienda, infatti una rischiosità più elevata di solito caratterizza le società più piccole, lo stesso vale per le società con un consistente livello di indebitamento, mentre le società leader nel loro mercato tendono ad avere un coefficiente inferiore rispetto alle *follower*<sup>74</sup>.

Particolare attenzione deve essere prestata anche alla struttura del *WACC*, che per effetto dell'aumento dell'indebitamento, diminuisce, a seguito dell'incremento dei benefici fiscali fino ad una soglia in cui ogni unità aggiuntiva di debito aumenta più che proporzionalmente il valore dei costi del dissesto.

Si espliciteranno ora le formule per il calcolo del valore in ottica *asset* utilizzando il modello del *WACC* idoneo all'applicazione nelle società quotate.

Come già delineato in precedenza il metodo di calcolo adottato può essere sintetico oppure analitico.

La formula per il contesto *steady state* è la seguente:

$$V = \frac{NOPAT}{WACC}$$

Il nominatore si ottiene seguendo la costruzione dei flussi di cassa attraverso l'ausilio del rendiconto e si nota quindi che la variazione di *CCNO* è nulla poiché in contesto *steady state* i flussi corrispondono ai margini. Dunque, il *Cash flow gestionale netto* si equivale al

---

<sup>74</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.



marginale operativo lordo al netto delle imposte operative, inoltre essendo la variazione di capitale fisso anch'essa nulla per rispettare le condizioni del modello, gli investimenti in capitale fisso *CAPEX* coincidono con il valore degli ammortamenti<sup>75</sup>.

Questo modello non può essere utilizzato in situazioni di espansione del *business* proprio perché in una società in crescita, in cui generalmente si effettuano investimenti in capitale fisso piuttosto importanti, la *CAPEX* non coincide più con gli ammortamenti, ma sarà necessariamente superiore, inoltre la variazione di *CCNO* sarà maggiore di zero<sup>76</sup>.

In sintesi, sottraendo all'*EBITDA* il valore delle imposte operative e quello degli ammortamenti si ottiene il *NOPAT*, una grandezza che misura l'efficienza di un'impresa dopo l'incidenza delle tasse.

In seguito si illustrerà la struttura della formula in contesto *steady growth*:

$$V = \frac{FCFO_{t+1}}{WACC - g}$$

Si ribadisce nuovamente che questa modalità di calcolo è adeguata ad imprese che crescono e si stima continueranno a mantenere un andamento stabile.

Al numeratore, come previsto dai *DCF* si riportano i flussi di cassa che saranno poi scontati. Nella Tabella 2 si riporta la loro costruzione utilizzando il modello di rendiconto finanziario all'anno 1 tenendo conto che tutte le grandezze crescono al tasso costante e perpetuo *g*.

---

<sup>75</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Scip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

<sup>76</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

Margine operativo lordo (EBITDA)

-	$g \cdot CCNO$
=	$EBITDA \cdot (1 + g) - g \cdot CCNO$
-	$Imposte operative \cdot (1 + g)$
=	$EBIT(1 + g) - g \cdot CCNO$
-	$[g \cdot Capitale fisso + Ammortamenti \cdot (1 + g)]$
=	$- NOPAT \cdot (1 + g) - g \cdot CIN$

Tabella 2 Calcolo dei flussi di cassa in steady growth

Una prima assunzione semplificatrice riguarda la variazione dei debiti per imposte, che invece di essere inclusa all'interno del flusso fiscale operativo, la si inserisce nel *CCNO*, quindi nel calcolo del *Cash Flow Gestionale Lordo*. È per questo motivo che flusso fiscale operativo è rappresentato solamente dalle imposte operative a loro volta costituite da imposte e scudi fiscali ed è il carico fiscale che l'impresa avrebbe se non fosse indebitata<sup>77</sup>. Per quanto concerne il tasso di crescita, si precisa che nel caso delle variazioni di carattere patrimoniale è sufficiente moltiplicare  $g$  per la grandezza considerata nel suo valore iniziale all'anno 0, mentre tutte le grandezze economiche, sempre riferite all'anno 0, sono moltiplicate per  $(1+g)$ <sup>78</sup>.

Prima di arrivare al *FCFO* bisogna prima sottrarre la *CAPEX* che è costituita da una componente patrimoniale, cioè la variazione di capitale fisso, che sarà quindi moltiplicata per il tasso di crescita perpetua  $g$ ; e da una componente economica, cioè gli investimenti che dovranno essere moltiplicati per  $(1+g)$ .

Alla fine si ottiene sia il *NOPAT* per effetto della sottrazione delle imposte operative all'*EBIT* che il *Capitale Investito Netto* dalla somma tra *CCNO* e *Capitale fisso*.

Le formule successive sono relative al modello analitico ed è necessario utilizzarle per la stima del valore delle imprese che vivono una certa discontinuità.

<sup>77</sup> Seguendo lo schema del rendiconto finanziario, che separa la parte operativa da quella finanziaria, per il calcolo del FCF si considera l'azienda come se non fosse indebitata e quindi impossibilitata a dedursi gli oneri finanziari con conseguente incremento delle imposte.

<sup>78</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

La valutazione si divide quindi in due parti: la prima, detta *previsione esplicita*, consiste nella stima dei flussi dei primi 5-7 anni che si ritiene più instabili o incerti in termini di crescita, mentre la seconda, il *terminal value*, rappresenta la previsione del valore dei flussi a lungo termine che si suppone, per semplicità, siano costanti oppure in crescita per un tempo infinito. Si intuisce il fatto che quantificare il *terminal value* risulta più ostico, soprattutto perché la stima è necessariamente più lontana nel tempo.

Di seguito si riportano le formule relative alle due alternative:

$$\text{Steady state: } V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{NOPAT_t}{WACC} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

$$\text{Steady growth: } V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFO_{t+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

Per iniziare, è doverosa una precisazione da effettuare riguardante il tasso di crescita perpetua  $g$ , sia per quanto concerne i metodi sintetici che analitici. È evidente che  $g$  non sia di facile stima, ma solitamente è un valore percentuale compreso tra il tasso di inflazione storico del 2-3% e il tasso di crescita storico del PIL del 4-5%. In via generale, qualora l'ipotesi di una crescita perpetua superiori il 5%, si sta dunque assumendo che l'azienda sorpassi l'economia in termini di crescita<sup>79</sup>, il che non è possibile. Pertanto, l'alternativa migliore è scegliere il tasso *risk free* che comprende sia l'inflazione attesa, che il tasso di interesse reale atteso. Questo rappresenta una buona approssimazione per vari motivi: se il tasso *risk free* è molto basso, ciò implica che il costo del capitale è anch'esso basso e quindi per compensare queste stime si terrà un tasso  $g$  piuttosto contenuto in modo tale da non correre il rischio di sovrastimare i flussi futuri<sup>80</sup>.

Un'altra questione importante è la stima del periodo di previsione esplicita, infatti come già affermato in precedenza, è possibile accorciare o allungare questo lasso di tempo in cui si stimano i flussi su base annua, l'importante è che non si ecceda riportando una

---

<sup>79</sup> macabacus. *Terminal Value*. s.d. <https://macabacus.com/valuation/dcf/terminal-value#:~:text=Perpetuity%20Growth%20Method,-The%20perpetuity%20growth&text=The%20perpetuity%20growth%20rate%20is,outpace%20the%20economy's%20growth%20forever.>

<sup>80</sup> Damodaran, Aswath. *Session 9: Terminal Value*. s.d. [https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbI9&index=9.](https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9&index=9)

crescita costante, ma soprattutto stabile dopo svariate decine d'anni oppure addirittura nel perpetuo. Le motivazioni a supporto di questa tesi sono molteplici. Anzitutto è impossibile per un'azienda mantenere alti tassi di crescita per un periodo superiore ai 3-5 anni, quindi stimare più di 10 anni di crescita durante una valutazione *DCF* sarebbe fuorviante ed errato<sup>81</sup>.

Vi sono inoltre alcuni aspetti da tenere a mente quando si effettua questo tipo di stime. Se si sta quantificando il livello di crescita di una grande azienda, che ha già raggiunto la fase di maturità e che magari si colloca in un mercato saturo, è preferibile ipotizzare un periodo di crescita più breve rispetto ad un'azienda di dimensioni più ridotte, che magari si posiziona in un mercato in espansione.

Un altro elemento da considerare è il tasso di incremento dei ricavi poiché se questo inizia a ridursi prima dei profitti, è un segnale che l'azienda sta subendo dei rallentamenti e quindi il periodo di crescita da scegliere dovrà essere inferiore.

È anche utile effettuare un'analisi strategica e analizzare il vantaggio competitivo che l'impresa possiede rispetto alle aziende che operano nello stesso mercato poiché più questo si rivela consistente più la crescita sarà sostenuta nel tempo.

Infine quando la società ha raggiunto la stabilità, il *beta*, ovvero la rischiosità del *business*, deve assestarsi intorno all'unità e il costo del capitale deve essere molto basso<sup>82</sup>.

A conclusione di queste osservazioni sulla corretta quantificazione del *terminal value* si porteranno alla luce alcune problematiche che potrebbero sorgere nella stima dei flussi con questo metodo.

Tra gli aspetti negativi vi è la necessità di fare numerose stime, tra cui i flussi, il tasso di sconto *WACC* e il costo del capitale  $r_E$  ed è per questo motivo che il metodo del *WACC* non è particolarmente indicato per le società non quotate visto che sono necessari dei valori di borsa, come il debito oppure l'*equity*, che differiscono in maniera sostanziale a seconda che l'azienda sia quotata oppure no. Ad esempio, le società quotate registrano tassi di

---

<sup>81</sup> Damodaran, Aswath. *Session 9: Terminal Value.* s.d.  
[https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbI9&index=9](https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9&index=9).

<sup>82</sup> Damodaran, Aswath. *Session 9: Terminal Value.* s.d.  
[https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbI9&index=9](https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEI5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9&index=9).

indebitamento molto più bassi rispetto alle non quotate e utilizzare questi dati per una non quotata potrebbe compromettere del tutto la valutazione.

Il problema, tuttavia, può essere risolto con il metodo *APV (Adjusted Present Value)* che non necessita né del costo medio ponderato del capitale, né del rapporto tra indebitamento e *equity*, si considera l'azienda come se non fosse indebitata.

Un'ulteriore aspetto negativo del metodo riguarda ancora il tasso di sconto *WACC*, che presenta un pesante limite, ovvero la mutevolezza: questo tasso non rimane costante nel tempo poiché, come già affermato in precedenza, diminuisce o aumenta in base all'indebitamento. La criticità più importante si crea con il modello analitico perché sarebbe necessario rideterminare il *WACC* ogni anno e anche se spesso si decide di utilizzare un unico tasso per facilitare la stima non sarebbe propriamente corretto.

Come detto in precedenza inoltre, per quanto riguarda la crescita è difficile pensare che l'azienda si espanda nel perpetuo, soprattutto se si tratta di grandi aziende in fase di maturità.

Per concludere, un altro limite del presente modello, specialmente dei metodi analitici, riguarda la valorizzazione del *terminal value*, che tende a prendere in considerazione maggiormente i flussi più lontani nel tempo e quindi più arbitrari rispetto a quelli più vicini e più affidabili<sup>83</sup>. È possibile porre rimedio, almeno in parte, a questa problematica attraverso un calcolo di un indicatore che esprima la fragilità o la robustezza della stima quantificando quanto il valore aziendale ottenuto dipenda dai flussi a lungo termine ovvero dal *terminal value*. Se la percentuale è alta e dunque la stima è fragile si può decidere di estendere il periodo di previsione esplicita oppure di utilizzare un metodo sintetico data l'irrelevanza dei flussi più prossimi.

## 2.2 Il metodo dei multipli

### 2.2.1 Le società comparabili

Negli ultimi anni, l'impiego del metodo dei multipli si sta sempre più diffondendo nell'ambito della valutazione di operazioni straordinarie di fusione e acquisizione. Generalmente la stima con i multipli interviene a supporto di un sistema tradizionale,

---

<sup>83</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

come ad esempio i DCF e serve, in sostanza, a confermare o smentire l'accuratezza dei risultati ottenuti dopo il processo di quantificazione del valore o dell'equity aziendale<sup>84</sup>.

Il metodo dei multipli è utilizzato per rapportare una quantità espressa nel bilancio ad una grandezza di borsa<sup>85</sup>. In generale, si utilizza per effettuare un controllo alla valutazione dell'impresa grazie a un rapido e immediato confronto selezionando un campione di società con caratteristiche simili per quanto concerne: il settore, la dimensione, il livello di indebitamento e quindi rischio finanziario, le prospettive di crescita, la fase di vita dell'azienda e il modello di business<sup>86</sup>.

L'approccio delle società comparabili prevede inoltre tre livelli di confrontabilità<sup>87</sup>.

Il primo è relativo alla ricerca di un gruppo di imprese comparabili su un piano infrasettoriale nazionale e quindi si selezionano società nello stesso settore e facenti parte dello stesso mercato di quotazione. È molto raro ricavare delle società affini con questo primo metodo ed è spesso necessario orientarsi verso lo scenario internazionale intraprendendo un confronto infrasettoriale internazionale. In questo modo è possibile estendere il campione verso una realtà più ampia rispetto a quella domestica ed è spesso necessario per settori particolari in cui la concorrenza si colloca a livello mondiale.

Quando si effettua una comparazione su scala globale è importante tenere conto delle differenze tra i sistemi di tassazione e le regole contabili di redazione di bilancio, come ad esempio la valorizzazione dei cespiti o degli ammortamenti.

Un'accortezza ulteriore da osservare riguarda la scelta di mercati sviluppati come Stati Uniti oppure Europa, evitando società che si collocano in mercati emergenti che generalmente presentano un alto livello di rischio.

L'ultima fase è relativa al confronto infrasettoriale che si ritiene adeguato a quelle situazioni in cui non sia possibile svolgere un paragone soddisfacente con società dello stesso settore. Ad esempio, per quanto riguarda le società dell'industria del *luxury* si

---

<sup>84</sup> Ceroli, Pierpaolo, Andrea Marchegiani, Gianluca Natalucci, Marco Ruggieri, e Letizia Spreca. *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*. Milano: Giuffrè, 2014.

<sup>85</sup> Borsa italiana. *I principali metodi di valutazione aziendale*. 4 Marzo 2011. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm#:~:text=Il%20metodo%20dei%20multipli%20di,finanziaria%20netta%20e%20cash%20flow>.

<sup>86</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

<sup>87</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

ritiene più proficuo comparare una *maison* di moda con una società automobilistica di lusso piuttosto che con altri *retailer low cost*, dal momento che i *driver* di creazione del valore risultano i medesimi, così come la tipologia di cliente e magari anche il modello di business.

A differenza dei DCF, che presentano una maggiore accuratezza, ma anche una maggiore fragilità, i multipli sono più immediati e meno fragili, tuttavia quando si effettua una valutazione è necessario prestare dovuta cautela alle imprese che si selezionano come comparabili.

Tra le caratteristiche fondamentali dell'analisi vi è la scelta dei multipli adatti al settore che si sta valutando e la stretta correlazione tra nominatore e denominatore. In altri termini, un requisito necessario a sostegno della relazione, è che il valore di borsa debba essere fortemente dipendente dalla grandezza economico-finanziaria proveniente dal bilancio, inoltre, il denominatore deve essere un *driver* di creazione del valore per l'azienda analizzata.

Un'analisi preventiva dell'adeguatezza del multiplo può essere effettuata semplicemente osservando il legame tra nominatore e denominatore: se al variare di uno, l'altro non si modifica di conseguenza, significa che il multiplo non è adatto al contesto in cui si sta operando.

In termini di ottica aziendale anche i multipli, come i DCF, possono essere calcolati in ottica *asset* oppure *equity*. La regola generale prevede che l'ottica *asset* sia più funzionale per le imprese industriali nelle quali il valore dipende fortemente dalle *operations*, dal fatturato, dagli utili operativi e dagli investimenti. Al contrario, si predilige l'ottica *equity* per le imprese bancarie e assicurative per le motivazioni già ampiamente discusse e in aggiunta, costituisce particolare eccezione, l'applicazione alle imprese industriali in determinati contesti che si espliciteranno in un momento successivo.

I principali multipli in ottica *asset* pongono al nominatore la capitalizzazione di borsa sommata alla *PFN* e sono i seguenti:

1.  $\frac{EV}{Sales}$

2.  $\frac{EV}{EBITDA}$

3.  $\frac{EV}{EBIT}$

4.  $\frac{EV}{CIN}$

Nel primo multiplo  $\frac{EV}{Sales}$  si mette a rapporto *EV* ovvero l'*Enterprise Value* con il fatturato calcolando, quindi, quante volte l'impresa comparabile quotata vale rispetto alle vendite. Il suo utilizzo è meno frequente e circoscritto prevalentemente a società che presentano margini negativi, per comprenderne il valore nonostante le perdite<sup>88</sup>. È il caso delle start-up, che nonostante un fatturato ampiamente positivo nei primi anni di attività, presentano disavanzi importanti dovuti al periodo iniziale di avviamento che prevede investimenti importanti in termini economici.

Il multiplo si applica anche a società commerciali in cui il processo di trasformazione fisica è assente oppure irrilevante e i cui margini sono standard e società di servizi che affrontano esigui costi di natura operativa.

L' $\frac{EV}{Sales}$  è adatto quindi alle imprese in perdita oppure in quelle occasioni in cui si preferisce utilizzare una grandezza di conto economico, più stabile poiché si assume che alcune stime effettuate nelle comparabili siano poco attendibili<sup>89</sup>.

Il multiplo successivo  $\frac{EV}{EBIT}$  pone una relazione tra il valore economico del capitale della società e il reddito operativo ed è molto utilizzato nell'ambito delle imprese industriali, in particolare quando si seleziona un campione di società che presentano procedure di ammortamento e di investimento in capitale fisso simili. Nell'ipotesi in cui invece ci sia forte discrasia riguardo questi aspetti, si ritiene più opportuno applicare l' $\frac{EV}{EBITDA}$  depurando la valutazione degli effetti dell'ammortamento e del debito.

Quest'ultimo è il più utilizzato dagli analisti perché non è influenzato da politiche di bilancio, politiche fiscali e strutture finanziarie, permettendo una più agile selezione del campione di comparabili<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

<sup>89</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

<sup>90</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.



In aggiunta, al margine operativo lordo è possibile fare un'ulteriore modifica qualora l'acquisizione di immobilizzazioni avvenga tramite contratto di leasing, di conseguenza per una stima più corretta si sostituisce l'*EBITDAR* all'*EBITDA* a denominatore per includere i canoni di leasing in maniera che non influenzino il calcolo.

L'ultimo multiplo in ottica operativa mette a rapporto l'*EV* e una grandezza patrimoniale, il *CIN*. L' $\frac{EV}{CIN}$  è indicato per aziende altamente capitalizzate e il cui valore aziendale dipende in larga misura dall'ammontare degli investimenti. È il caso delle imprese immobiliari e di costruzioni in cui gli immobili costituiscono una grande fetta del valore societario. Lo stesso vale per le imprese *holding* di partecipazioni e le case automobilistiche. È adeguato anche nel caso di imprese industriali, ma è necessario prestare attenzione al peso della componente investimenti.

Per quanto concerne l' $\frac{EV}{CIN}$ , se equivale a 1 significa che il valore contabile dell'azienda si allinea a quello di mercato, se invece si supera l'unità, si è creato un plusvalore e quindi, il valore di mercato oltrepassa quello contabile. L'ultima alternativa, quella più sfavorevole, si verifica quando l' $\frac{EV}{CIN}$  è inferiore a 1, con l'azienda che vale molto meno degli investimenti intrapresi.

Nell'analisi delle imprese industriali risulta utile anche il multiplo in ottica equity  $\frac{P}{E}$ , che quantifica il rapporto tra il prezzo di mercato una società (quotata) e l'utile netto per azione della stessa. Tuttavia, nella maggioranza dei casi è adeguato solamente in situazioni di stabilità, che si verificano in società mature poiché più gli *earnings* sono volatili e più il multiplo risulta inadatto.

Da quanto è emerso dalla trattazione, ciascun multiplo è più conveniente in determinati contesti piuttosto che in altri, rendendo necessaria un'analisi dell'ambiente aziendale prima di procedere all'applicazione del metodo. Da un attento esame della correlazione tra multipli e la crescita della grandezza di bilancio rispettiva, è emerso che l' $\frac{EV}{EBITDA}$  è un buon indicatore di valore nelle imprese dell'industria del lusso e ciò significa che il margine operativo lordo è un dato particolarmente significativo per stabilire il prezzo di queste società<sup>91</sup>, anche se già in precedenza era già stato precisato che è uno dei più utilizzati date le sue caratteristiche.

---

<sup>91</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

Un multiplo che risulta ambiguo è l' $\frac{EV}{Sales}$ . Alcuni esperti sostengono che il fatturato sia una variabile-chiave da tenere in considerazione, mentre altri puntualizzano che la correlazione tra il multiplo e la grandezza di bilancio (le vendite) non sia evidente.

Inizialmente si è discusso dell'importanza di selezionare un campione di società simili tra di loro in maniera tale da non incorrere in grossi errori di stima che potrebbero compromettere la valutazione, ciononostante non sempre è possibile risolvere eventuali criticità di comparabilità.

Le principali problematiche legate alla comparabilità sono le seguenti:

- Redditività
- Livello di indebitamento
- Leva operativa
- Principi contabili
- Fiscalità

Alcune di queste, come la tassazione e i principi contabili, possono essere superate scegliendo delle comparabili che appartengano alla stessa area geografica.

Le differenze legate alla leva operativa e quindi, alla dinamica dei margini, non possono essere risolte, anche se per tenere sotto controllo questa variabile è opportuno effettuare un adeguato approfondimento circa il modello di business delle società comparabili e la loro catena del valore<sup>92</sup>.

Nonostante la scelta di imprese simili, il livello di indebitamento, avendo effetto diretto sul valore, può creare problemi alla comparazione, perciò si risolve questa discrasia attraverso la rettifica del multiplo. Il presupposto di questa ipotesi semplificatrice è rappresentare una società che si finanzia esclusivamente con capitale proprio, in modo tale da agevolare i calcoli e minimizzare gli errori.

In ottica *asset* la correzione avviene solamente a livello del nominatore sottraendo a *EV* il valore degli scudi fiscali  $D \cdot t_c$ , mentre il denominatore rimane invariato poiché non è influenzato dalle politiche di indebitamento.

Diversamente da quanto appena visto, i multipli in ottica *equity* necessitano di una doppia modifica, sia a nominatore che a denominatore.

---

<sup>92</sup>Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

In questo caso, per esplicitare il funzionamento del deleveraggio si ritiene opportuno iniziare con la dovuta rettifica di  $\frac{P}{E}$  moltiplicando entrambi i termini per il numero di azioni ottenendo  $\frac{MK\ CAP}{Utile}$ . L'aggiustamento al nominatore si effettua sostituendo la parte di debito con l'*equity* che aumenta fino a raggiungere *EV* e si sottrae il valore attuale degli scudi fiscali che si perdono in assenza di indebitamento. Al denominatore, per effetto dell'assenza di capitale di terzi si recupera l'ammontare degli oneri finanziari. Si ottiene quindi il multiplo *unlevered*  $\frac{P}{E} UL = \frac{MK\ CAP + D(1-t_c)}{Utile + OF(1-t_c)}$ .

L'ultima problematica che è possibile risolvere è la diversa redditività grazie all'ausilio delle *value maps*, tuttavia è importante sottolineare che il metodo è nuovo e ancora scarsamente impiegato dagli esperti. Si ritiene però necessario illustrarne l'applicazione poiché risulta efficace se si seleziona un campione sufficientemente consistente. Tra i multipli in ottica *asset* è applicabile solamente a  $\frac{EV}{CIN}$  e  $\frac{EV}{Sales}$ .

In breve, si è individuata una relazione tra questi due multipli e i due indici di redditività corrispondenti, cioè il *ROI* e il *ROS*, infatti si è osservato che all'aumentare del *ROI*, l' $\frac{EV}{CIN}$  cresce di conseguenza, lo stesso accade per  $\frac{EV}{Sales}$  e *ROS*. Questo metodo è utile perché attraverso l'applicazione di un modello di regressione lineare è possibile calcolare il corretto multiplo per una società adattato agli indicatori di redditività.

Le formule sono le seguenti:

$$\frac{EV}{CIN} = \alpha + \beta ROI + \epsilon$$

$$\frac{EV}{Sales} = \alpha + \beta ROS + \epsilon$$

Dove:

- $\alpha$  = intercetta della retta di regressione, che esprime il valore del multiplo corretto per la redditività.
- $\beta$  = coefficiente angolare della retta di regressione, che descrive quanto il multiplo è sensibile rispetto ad una variazione di redditività aziendale.
- $\epsilon$  = errore.
- *ROI* = redditività del capitale investito.

- ROS = redditività delle vendite.

In questo modo si ottiene un multiplo che non rappresenta la media del campione, ma un valore in linea con la redditività dell'azienda.

### 2.2.2 Le transazioni comparabili

Il metodo dei multipli, oltre a prevedere una comparazione tra aziende dello stesso settore e con caratteristiche simili, prevede si possano confrontare anche le transazioni e dunque, trarre informazioni da operazioni di fusione e acquisizione che già si sono verificate.

Sulla diretta comparazione dei *deal price* tra società quotate ci sono pareri contrastanti poiché si ritiene che la somiglianza tra i prezzi di acquisto delle aziende oggetto di confronto non sia sufficiente, bensì pare sia necessario che la base azionaria risulti particolarmente ridotta, peculiarità difficilmente rispettata se l'impresa è quotata nel mercato regolamentato<sup>93</sup>.

Un altro percorso applicabile potrebbe essere il seguente: considerato che risulta complesso individuare società simili per indebitamento, redditività e tutte quelle caratteristiche individuate nel precedente paragrafo, per di più oggetto di transazioni, si procede inizialmente tramite una ricerca di informazioni sui prezzi di M&A completati che si ritengono significativi in un determinato periodo di tempo, in seguito si effettua un'analisi più approfondita per capirne la reale comparabilità e infine si cerca, tramite i multipli, di rendere in qualche modo confrontabili le società con approccio *stand-alone*<sup>94</sup>.

A differenza dei multipli di società comparabili, in questo caso è necessario considerare non solo le caratteristiche ordinarie dei multipli di borsa già affrontate, ma anche i fattori tipici delle negoziazioni che si distinguono in fattori di mercato e fattori propri dell'operazione oggetto di analisi<sup>95</sup>.

---

<sup>93</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

<sup>94</sup> Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.

<sup>95</sup> Ordine dottori commercialisti ed esperti contabili di Roma. «I moltiplicatori nelle valutazioni aziendali.» <https://www.odcec.roma.it/> s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.odcec.roma.it/images/file/ODCEC\_FORM\_Marzo2010/20100504Moltiplicatori%20Pratica-%20Ascanio%20Salvidio.pdf.

I fattori di mercato che tendono ad influenzare il confronto sono legati ai presupposti dettati da domanda e offerta. In breve le sollecitazioni che avvengono nel mercato fanno sì che vi siano periodi di aumento anomalo dei prezzi a causa di un'eccessiva domanda oppure calo dei prezzi per un'elevata offerta<sup>96</sup>. Come già analizzato nel primo capitolo del presente elaborato, quando vi sono periodi particolarmente intensi dal punto di vista dell'attività di M&A, magari dettati da un aumento della liquidità disponibile sul mercato oppure da una particolare innovazione tecnologica che apre a nuove possibilità di profitto, possono originarsi le *merger waves*, durante le quali risulta molto conveniente intraprendere operazioni, specialmente nelle fasi iniziali.

La seconda caratteristica da esaminare riguarda i fattori che caratterizzano la specifica operazione che riguardano vari aspetti. Il primo dipende da quanto alta è la percentuale di partecipazione trasferita: più è elevata e più sarà accurato il valore del multiplo. Tuttavia, la presenza di eventuali premi per il controllo nel prezzo potrebbe creare qualche problema nel momento in cui si decide di determinare il valore del capitale a partire dal costo della partecipazione.

Le caratteristiche dell'acquirente sono un altro elemento fondamentale a cui prestare attenzione poiché i multipli di transazioni comparabili generalmente riguardano operazioni di tipo industriale, i cui multipli risultano superiori a quelli di borsa che riflettono un'ottica finanziaria poiché al loro interno includono anche il valore delle sinergie che emergono post-aggregazione.

In seguito, un altro fattore da controllare è l'esistenza di *surplus asset* ovvero attività secondarie rispetto a quella principale che sono potenzialmente alienabili. Generalmente, il prezzo di acquisizione comprende anche il valore di questi *asset*, quindi, per ottenere dei multipli coerenti è necessario aggiustare le grandezze in conformità con i beni o i business cedibili. Lo stesso si verifica nel caso dei multipli di borsa, ma in misura minore poiché si tende a sottostimare, per prudenza, il valore di questi surplus asset, specialmente se non garantiscono flussi adeguati.

Un'ultima specificità che distingue i *deal multiples* è la modalità di pagamento: spesso, l'operazione non si conclude con il trasferimento vero e proprio di una somma di denaro, ma si preferisce altri metodi. Un esempio che cela delle complessità è il pagamento tramite

---

<sup>96</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

azioni, le quali non rappresentano un valore assoluto e stabile, ma una grandezza volatile e suscettibile di modifica. Una simile incertezza si verifica anche se si includono delle particolari clausole chiamate di *earn out*, le quali prevedono un impegno da parte del *buyer* di corrispondere una cifra aggiuntiva al *seller* in un tempo successivo alla conclusione della fusione, nel caso in cui l'azienda ceduta soddisfi dei requisiti di *performance* prestabiliti durante la negoziazione<sup>97</sup>. La criticità giace non solo nell'attualizzazione dei flussi futuri che deriverebbero da un potenziale ricavo aggiuntivo, ma anche nel fatto che il prezzo della transazione non è determinabile a priori nella sua interezza poiché dipende da una variabile che può essere rappresentata da un indicatore di risultato come il reddito operativo oppure dal conseguimento di obiettivi di business specifici, come l'introduzione del *business* in un nuovo mercato geografico o il lancio di un nuovo prodotto<sup>98</sup>.

In sostanza, il metodo dei multipli di transazioni comparabili è all'apparenza molto intuitivo e veloce, ciononostante è necessario prestare attenzione a determinati elementi aggiuntivi, che possono rendere la valutazione più sommaria.

È indubbio che l'utilizzo congiunto dei due approcci dei multipli, se applicabile, può essere un ottimo strumento di appoggio alla valutazione tramite i DCF, in maniera tale da stabilire un range di finale di valore in linea con le considerazioni effettuate.

### 2.3 Il metodo Economic Value Added

Il metodo di valutazione EVA (*Economic Value Added*) si pone come alternativa oppure supporto al metodo DCF, utilizzato in particolare nel caso delle piccole e medie aziende e si basa sul concetto della massimizzazione del valore per gli azionisti<sup>99</sup>. Può essere

---

<sup>97</sup> Bianchi, Marco. *M&A – Le clausole di earn-out nei contratti di acquisizione societaria – SPA – Sale and Purchase agreement*. aprile 2021. <https://contrattiinternazionali.dimarcobianchi.it/ma-le-clausole-di-earn-out-nei-contratti-di-acquisizione-societaria-spa-sale-and-purchase-agreement/>.

<sup>98</sup> Bianchi, Marco. *M&A – Le clausole di earn-out nei contratti di acquisizione societaria – SPA – Sale and Purchase agreement*. aprile 2021. <https://contrattiinternazionali.dimarcobianchi.it/ma-le-clausole-di-earn-out-nei-contratti-di-acquisizione-societaria-spa-sale-and-purchase-agreement/>.

<sup>99</sup> Borsa Italiana. *Economic Value Added (EVA): cos'è e come si calcola*. 25 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm#:~:text=L'EVA%2C%20acronimo%20di%20Economic,impiegato%20per%20produrre%20quel%20reddito.>

utilizzato anche nelle operazioni di natura straordinaria, tuttavia non sempre si rivela adeguato.

L'EVA nasce come metodo alternativo ai principali indicatori di redditività, i quali presentano il difetto di non includere alcuna indicazione futura di carattere reddituale ed è, inoltre, particolarmente adatto alle società con elevata intensità di capitale.

In sostanza, secondo la logica dell'EVA, l'impresa deve essere in grado di produrre valore e quindi i flussi di cassa devono essere sufficientemente adeguati per recuperare l'ammontare di capitale investito nell'attività<sup>100</sup> e perché ciò accada è necessario che il *ROI* ovvero il rendimento del capitale investito, superi il *WACC*. La formula generale che esprime questo concetto è la seguente:

$$EVA = NOPAT - Costo\ del\ capitale$$

Dove:

- *NOPAT* = risultato operativo al netto delle imposte.
- *Costo del capitale* = *CIN (Capitale investito netto) · WACC*.

È necessario precisare che per poter inserire correttamente il *CIN* e il *NOPAT* nel calcolo dell'EVA, è necessario operare alcune rettifiche alle due grandezze. Di seguito si mostrano le Tabelle 3 e 4 con le modifiche del caso.

---

<sup>100</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

EBIT

-	Imposte effettivamente pagate
+	Accantonamento per imposte differite
+	Plusvalenze di gestione del magazzino (con il metodo LIFO è contabilizzato a valori non correnti)
+	Ammortamento avviamento
+	Spese a utilità pluriennale
	Accantonamenti per spese future
+	Accantonamenti a fondi rischi specifici
=	<b>NOPAT (reddito operativo netto d'imposta rettificato)</b>

Tabella 3 NOPAT rettificato. Fonte: Borsa Italiana

Capitale investito contabile

+	Riserve per imposte differite
+	Riserva LIFO (metodo di gestione delle scorte di magazzino)
+	Sommatoria degli ammortamenti dell'avviamento
+	Sommatoria di componenti straordinarie di reddito (positive o negative) al netto dell'effetto fiscale
+	Riserve per spese future
+	Fondi rischi generici
=	<b>Capitale investito rettificato</b>

Tabella 4: Capitale investito rettificato. Fonte: Borsa Italiana

I concetti principali che costituiscono le basi della finanza aziendale trovano le proprie fondamenta nel VAN (*Valore Attuale Netto*), un metodo molto rigoroso che, considerato l'investimento iniziale, determina il valore che può generare in futuro un progetto. In altre parole, il VAN che rappresenta i flussi di cassa che ci si aspetta di ottenere al netto dell'esborso iniziale, può essere considerato una forma di misurazione del surplus di



valore. L'interpretazione dei risultati è anche molto semplice, infatti un VAN positivo si traduce in un investimento profittevole, al contrario un VAN negativo mette in luce le fragilità del progetto che si rivela non remunerativo<sup>101</sup>. È evidente come il metodo EVA nasca da un'estensione del VAN e che questo legame consenta, quindi, di collegare il valore aziendale al valore economico aggiunto dalla stessa impresa. A sua volta il VAN presenta una connessione anche con i metodi DCF, in quanto questi si rifanno alla medesima logica che valorizza un progetto in base alla sua capacità di essere remunerativo. Basandosi, quindi, su entrambi i metodi si arriva alla formula finale dell'EVA:

$$V = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{(ROI_i - WACC) \cdot CIN_{i-1}}{(1 + WACC)^i} + CIN_0$$

Dove:

$\frac{(ROI_i - WACC) \cdot CIN_{i-1}}{(1 + WACC)^i}$  rappresenta il *Market Value Added* (MVA) che corrisponde alla somma di tutti gli EVA e quindi di fatto esprime il valore che l'azienda sarà in grado di produrre in futuro con un dato capitale investito.

Come i DCF, anche il calcolo dell'EVA può modificarsi in base al contesto futuro che si pensa caratterizzerà l'attività d'impresa, in particolare essendo la differenza tra *ROI* e *WACC* particolarmente sensibile al grado di competitività, si possono verificare tre situazioni alternative:

- Nel primo caso l'azienda non possiede vantaggio competitivo, quindi la differenza tra il rendimento del capitale investito e il costo medio ponderato del capitale è nulla, per questo motivo:

$$V = CIN_0$$

- Nel secondo caso l'azienda possiede un vantaggio competitivo che avrà durata limitata e in questo caso, seguendo l'esempio dei DCF "ci sarà un primo periodo di previsione esplicita dei differenziali, che si annullano alla fine di tale fase e un

---

<sup>101</sup> Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, 2006.

secondo periodo che determinerà un terminal value esattamente pari al CIN/Capitale proprio attualizzato<sup>102</sup>:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{(ROI_i - WACC) \cdot CIN_i}{(1 + WACC)^t} + CIN_0$$

- Nel terzo caso invece si suppone che l'azienda mantenga sempre un vantaggio competitivo. In questo caso il ROI sarà sempre superiore al WACC e si dovrà stabilire un differenziale sostenibile nel lungo periodo:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{(ROI_i - WACC) \cdot CIN_i}{(1 + WACC)^t} + \frac{(ROI_{t+1} - WACC) \cdot CIN_{t+1}}{WACC} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^t} + CIN_0$$

Nonostante si rilevino delle similitudini, vi sono delle differenze concettuali alla base dei DCF e dell'EVA perché i DCF si focalizzano principalmente sui flussi futuri dando molto peso al *terminal value*, dall'altro canto, l'EVA si concentra maggiormente sui risultati già ottenuti e sulle prospettive di crescita di medio periodo<sup>103</sup>.

Con  $EVA > 0$  il costo del capitale è inferiore al reddito operativo al netto delle imposte, quindi l'impresa crea valore. Al contrario,  $EVA < 0$  e quindi, reddito operativo inferiore al capitale investito, l'impresa distrugge valore.

Ci sono varie possibilità di intervento per fare in modo di correggere un EVA insufficiente. Per prima cosa si può decidere di diminuire l'investimento di capitale facendo attenzione a non usare questa opzione in maniera indiscriminata poiché potrebbe condurre a un sotto-investimento che danneggerebbe la capacità di produrre margini dell'azienda. In alternativa si può diminuire il WACC, riducendo la rischiosità degli investimenti.

Infine, si possono introdurre nuovi progetti che mirino alla creazione di valore, sempre prestando adeguata cautela poiché una modifica del capitale investito deve sempre essere supportata da un adeguato aumento del reddito operativo<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup>Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

<sup>103</sup> Borsa italiana. *I principali metodi di valutazione aziendale*. 4 Marzo 2011. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm#:~:text=Il%20metodo%20dei%20multipli%20di,finanziaria%20netta%20e%20cash%20flow.>

<sup>104</sup> Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, 2006.

Il metodo EVA poggia le sue basi sul capitale investito perciò la sua applicazione sarà più efficace nelle imprese industriali che necessitano un grande investimento di capitale tangibile per il loro funzionamento, come ad esempio, magazzino e immobilizzazioni materiali come impianti, macchinari e attrezzature. Al contrario si rivela meno adeguato nel caso la società basi la sua attività su risorse intangibili come brevetti e marchi<sup>105</sup>.

Questo metodo non è ovviamente privo di criticità, in particolare, il differenziale non è sempre una misura attendibile in grado di stabilire se l'azienda possieda o meno un vantaggio competitivo, dato che questo non è detto sia legato esclusivamente alla sfera finanziaria, ma anche operativa. Inoltre risulta difficile stabilire la durata effettiva del vantaggio competitivo che serve a stabilire quale contesto si adatta maggiormente all'analisi, specialmente in periodi di incertezza o di crisi.

Un'altra problematica si ricollega ai DCF, visti i molti punti in comune tra i due metodi. In maniera analoga ai DCF, anche per il metodo EVA è possibile calcolare correttamente il WACC e  $r_E$  solamente con valori di borsa che sono legati, però, alla struttura specifica delle società quotate che generalmente presentano caratteristiche differenti rispetto alle non quotate, come ad esempio un basso rapporto di indebitamento, che può condurre a una errata valutazione<sup>106</sup>.

Al termine dell'esposizione del metodo, si ritiene necessario effettuare alcune considerazioni conclusive sull'effettivo impiego dell'EVA.

Questo metodo non è particolarmente utilizzato dagli analisti, che infatti, nella stragrande maggioranza, preferiscono adottare i DCF e i multipli. Come sostengono Massari e Zanetti, la motivazione è semplice: tutti i metodi di valutazione, compreso l'EVA, si ricollegano sempre al metodo dei flussi di cassa scontati. La correlazione è semplice ed è già stata in parte approfondita nella trattazione: un'impresa vale quanto il capitale in essa investito se *"la generazione attesa di cassa consente una remunerazione pari a quella desiderata dagli investitori"*<sup>107</sup>. Si nota, dunque, come anche in questo caso sia predominante

---

<sup>105</sup> Massari, Mario. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

<sup>106</sup> Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.

<sup>107</sup> Massari, Mario. *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill, 2008.

l'apporto dei DCF nella valutazione, rendendoli di fatto il metodo migliore e più adeguato di valorizzazione dell'impresa.

In sostanza, come già ampiamente discusso, è possibile procedere alla valutazione dell'azienda con svariati metodi, sia assoluti che relativi e di supporto, ma solamente i DCF possono essere impiegati come modello "dominante" poiché riescono a far emergere tre aspetti-chiave del valore, ovvero la capacità di produrre flussi di cassa, il profilo di rischio e l'attualizzazione delle grandezze sulla base dell'orizzonte temporale prescelto.

Per finire, una corretta valutazione comprende anche la scelta dell'adeguato procedimento valutativo, infatti è fondamentale prestare attenzione alla natura dell'impresa che si sta analizzando poiché potrebbe essere necessario apportare delle modifiche ai modelli utilizzati in maniera tale da ottenere una stima del valore accurata e con minimo margine d'errore.

## Capitolo 3 - Il ruolo delle sinergie in un processo d'integrazione aziendale

### 3.1 Aspetti introduttivi

Quando si intraprende un'operazione di M&A, come già ampiamente discusso nel presente elaborato, è necessario considerare un numero elevato di variabili. Finora sono stati introdotti dei metodi più o meno precisi con cui è possibile procedere al calcolo del valore *stand alone* della società *target*. In questo capitolo, invece, si introdurrà il tema delle sinergie, che rappresentano il valore aggiunto generato dall'integrazione tra due aziende e quindi, significa avere accesso a tutta una serie di opportunità non ottenibili dall'impresa singolarmente<sup>108</sup>. In sostanza, in un'acquisizione, le cosiddette *takeover synergies* sono i flussi che ci si aspetta di ottenere a fronte dell'unione di due realtà aziendali distinte, in particolare emergono in questo modo: *“in seguito a un'operazione di acquisizione, i flussi riferibili all'impresa acquirente aumentano in ragione dei flussi generati dall'impresa-target, nonché dei flussi incrementali di risultati riferibili ai processi di integrazione che l'acquirente intende realizzare dopo averne acquisito il controllo”*<sup>109</sup>.

Questi valori si inseriscono tra i principali motivi che spingono un'impresa a scegliere un M&A come strategia di crescita. Molto spesso, i flussi derivanti dalle fusioni possono essere definiti in precedenza, come nel caso della modifica dell'imposizione fiscale oppure un abbassamento di rischio per il costo del capitale. Il calcolo diventa più critico nel momento in cui lo scopo dell'operazione è legato a benefici non prettamente quantificabili, come ad esempio la creazione di un contesto più favorevole per la formazione di nuove dinamiche aziendali, come l'ingresso in nuovi mercati.

Per comprendere l'importanza delle sinergie si riporta di seguito la formula per la quantificazione del valore di acquisizione<sup>110</sup>:

---

<sup>108</sup> Damodaran, Aswath. *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.

<sup>109</sup> Massari, Mario. *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill, 2008.

<sup>110</sup> Massari, Mario. *Finanza aziendale valutazione*. Milano: McGraw-Hill, 1998.

È importante considerare a priori, prima della finalizzazione del *deal*, quali saranno e come si procederà alla valorizzazione delle sinergie post-acquisizione poiché in caso di errata valutazione o mancato riconoscimento delle stesse, si rischia il fallimento dell'intera operazione, con una conseguente perdita ingente.

Nei prossimi paragrafi si distingueranno le varie tipologie di sinergie illustrando nel dettaglio le modalità di calcolo, in particolare con il supporto del modello della stratificazione del valore teorizzato da Massari.

### 3.2 Le tipologie di sinergie

Le sinergie, da quanto emerso, costituiscono un elemento strategico e ricoprono un ruolo fondamentale nella riuscita della fase di integrazione. È importante, quindi, riconoscere sin dal principio la natura dell'operazione, come visto nel capitolo 1, in maniera tale da determinare con un certo anticipo quali saranno i benefici. Si è anche operata una distinzione tra le varie casistiche di acquisizione, a seconda che le aziende facciano parte dello stesso settore oppure di settori diversi.

Per cominciare, si effettua una prima differenziazione tra i seguenti tipi di sinergie<sup>111</sup>:

- **Generiche:** emergono indipendentemente dai soggetti coinvolti nell'operazione e non derivano strettamente dal *business* in cui sono inserite le imprese, infatti queste si verificano prettamente in caso di acquisizioni conglomerali in cui le aziende non sono necessariamente *competitor* e non operano nello stesso settore. Un esempio potrebbe essere il risparmio dei costi di debito grazie all'incremento della solidità e della diminuzione del rischio. Un altro caso riguarda la sostituzione del CdA con dei nuovi membri più efficienti che mirino a perseguire gli interessi del nuovo ente.
- **Endemiche:** dipendono strettamente dal *business* delle due imprese coinvolte, infatti emergono solitamente durante le integrazioni orizzontali (stesso settore e stessa fase della *supply chain*) e verticali (stesso settore, ma diversa fase della *supply chain*). Possono configurarsi in risparmi di costi grazie ad un maggiore sfruttamento delle economie di scala con un conseguente incremento dell'efficienza.

---

<sup>111</sup> Beltrame, Federico, e Roberto Cappelletto. *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese*. Torino: G. Giappichelli, 2013.

- Specifiche: a differenza delle sinergie endemiche, emergono non solo a fronte della comunanza dei business delle aziende coinvolte, ma soprattutto per effetto dell'integrazione con un soggetto specifico che presenta determinate caratteristiche, come ad esempio, la vicinanza geografica che consente di risparmiare sui costi di trasporto. Un altro esempio di sinergie specifiche potrebbe essere legato a impianti o tecnologie particolari in possesso dell'ente *target*.
  - Benefici privati: sono dei vantaggi che generalmente il gruppo di controllo, il quale possiede la maggioranza delle azioni, acquisisce a seguito dell'operazione. Si tratta, dunque, di una serie di privilegi a cui può di solito accedere il *management* come, ad esempio, veicoli quali automobili, aerei o elicotteri oppure immobili.
- La quantificazione dei benefici privati non è di semplice attuazione, infatti si considerano neutri quando la fruizione degli stessi da parte degli amministratori o qualsiasi soggetto facente parte del *board* non crea alcun danno ai flussi operativi, mentre diventano svantaggiosi nel momento in cui la sottrazione di questi elementi danneggia il processo produttivo e di conseguenza, anche il management stesso.

Le categorie appena menzionate costituiscono una distinzione generale che riguarda la natura e l'origine delle sinergie, tuttavia per giungere al calcolo delle stesse è necessario scendere maggiormente nel dettaglio riguardo due macrocategorie ovvero le sinergie operative e finanziarie.

Le sinergie operative permettono all'azienda di aumentare il proprio reddito operativo e/o la propria crescita sfruttando gli *asset* già in proprio possesso<sup>112</sup>.

Queste sinergie si verificano soprattutto nei casi di integrazione orizzontale o verticale e originano dalla condivisione di capitale umano, *know-how* e risorse più in generale. Si dividono in quattro categorie<sup>113</sup>:

- *Economie di scala*. I vantaggi che derivano dall'acquisizione di un'attività sono legati ad un incremento delle dimensioni dell'impresa e l'integrazione, se effettuata con successo, permette al nuovo ente di divenire più efficiente

---

<sup>112</sup> Damodaran, Aswath. *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.

<sup>113</sup> Per la distinzione e classificazione completa delle sinergie operative e finanziarie: Damodaran, Aswath. *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.

sfruttando le economie di scala, il cui vantaggio consiste nella sostanziale riduzione del costo medio di un prodotto, che scende all'aumentare del volume di produzione.

Di solito, questa situazione si verifica in ipotesi di integrazione orizzontale, quando le imprese appartengono allo stesso settore e si collocano nella medesima fase della catena di approvvigionamento.

- *Incremento del potere negoziale.* Questo aspetto deriva direttamente dall'aumento della quota di mercato risultante dalla fusione di più enti. Questo tipo di sinergia è presente se l'azienda è in grado di influenzare i prezzi in suo favore, in modo tale da accrescere i margini e i ricavi operativi. In aggiunta, minore è il numero di imprese che operano nel mercato (come ad esempio un oligopolio), maggiore sarà il potere negoziale e maggiore sarà anche la valorizzazione di questi benefici.
- *Combinazione di punti di forza funzionali.* L'unione delle due imprese prevede anche la valorizzazione dei punti di forza di ciascun ente che possono essere combinati tra loro. In altri termini si condividono risorse e conoscenze chiave per perseguire il successo dell'integrazione.
- *Incremento della crescita in mercati nuovi o già esistenti.* Questa situazione si verifica quando un'azienda di grande dimensione si fonde con una più piccola, di un mercato emergente, con il fine di incrementare le vendite dei propri prodotti, specialmente nel caso in cui questa *target* possieda una consolidata catena di distribuzione e un'elevata riconoscibilità del marchio.

Secondo Damodaran, in ogni operazione straordinaria si cela la possibilità di far emergere sinergie operative. Tuttavia, gli esperti non sempre condividono questa opinione, per vari motivi. Una prima corrente di pensiero sostiene che il calcolo di questo tipo di sinergie necessiti di un numero talmente elevato di stime, da vanificare del tutto il senso della valorizzazione delle stesse a seguito di un *takeover*. Tuttavia, se questa affermazione avesse fondamento, nessuna società sarebbe disposta a pagare un *premium price* nel prezzo totale di acquisizione data l'impossibilità di ricavare valore dall'operazione.

Al contrario, l'altra corrente di pensiero più moderata ritiene che sia più proficuo stabilire il valore, in termini di sinergie che si intende ottenere, prima di iniziare le negoziazioni per il prezzo dell'acquisizione, anche se questo comporta necessariamente delle stime.



In base a quest'ultima strategia, bisogna tenere in considerazione due aspetti. Il primo riguarda la natura delle sinergie che ci si aspetta di ottenere, infatti, come visto in precedenza la creazione di valore è subordinata alla loro presenza. Nel caso delle sinergie operative si tratta di: sfruttare gli asset in proprio possesso per ottenere risparmi in termini di costo medio grazie alle economie di scala, aumentare il tasso di crescita atteso con l'ausilio dell'incremento della quota di mercato, assicurarsi un solido periodo di crescita in seguito all'acquisizione di un vantaggio competitivo importante e infine risparmiare sui costi di indebitamento.

Il secondo aspetto da tenere in considerazione riguarda il tempo futuro in cui le sinergie inizieranno a influire sui *cash flow*. In sostanza, il valore attuale delle sinergie dipende dalla loro capacità di trasformarsi in flussi di cassa, pertanto più tardi emergeranno, più il valore delle stesse sarà compromesso.

In sintesi, una volta identificati questi elementi, si procede al calcolo vero e proprio delle sinergie, che avviene inizialmente considerando separatamente le imprese coinvolte nell'operazione calcolandone il valore con l'ausilio dei metodi DCF. In un secondo momento, invece, si opera una stima del valore delle due entità unite, considerando quanto ottenuto dal calcolo precedente, senza però introdurre le sinergie. Nell'ultimo passaggio si ottiene l'ammontare delle sole sinergie<sup>114</sup> sottraendo il valore dell'azienda senza sinergie al valore dell'azienda calcolato con le sinergie.

Le sinergie finanziarie, invece, consentono di ottenere un aumento dei flussi di cassa e/o una diminuzione del costo del capitale.

Al pari delle sinergie operative, anche quelle finanziarie prevedono una distinzione tra quattro situazioni diverse:

- *La combinazione tra un'azienda con eccesso di liquidità, ma con limitate opportunità di investimento e un'altra con limitate disponibilità liquide, ma un alto rendimento dei progetti può condurre alla massimizzazione del valore dell'acquisizione. Questo perché il cash in eccesso della prima azienda può essere utilizzato per finanziare i progetti della seconda. Spesso è ciò che accade quando una grande multinazionale acquisisce un'azienda più piccola oppure quando una società quotata acquisisce una non quotata.*

---

<sup>114</sup> Damodaran, Aswath. *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.

- *Incremento della capacità di indebitamento.* Si verifica quando il nuovo ente, di dimensioni maggiori, che risulta dalla fusione, possiede una struttura più stabile che permette l'accesso ad una maggiore capacità di debito rispetto a quanto avrebbero ottenuto le due aziende separate e soprattutto ad un tasso ridotto grazie alla maggiore solidità. In questo modo, con l'aumento del debito, se sano, aumentano anche gli scudi fiscali.
- *Benefici fiscali.* Queste sinergie emergono grazie a degli aspetti legislativi che l'azienda può sfruttare per ottenere un risparmio in termini fiscali. Alcuni esempi potrebbero essere: un incremento degli ammortamenti e quindi, costi superiori che vanno ad impattare sul reddito oppure la scelta di acquisire una società che al suo interno presenta perdite operative riportabili in avanti.
- *Diversificazione.* È la sinergia più difficoltosa da quantificare e valutare e inoltre non ha particolare effetto in una fusione tra quotate poiché le azioni nel mercato regolamentato sono facilmente acquistabili dagli investitori e soprattutto con costi inferiori, rispetto a quanto non lo sia per le società stesse. Diverso è il caso delle non quotate, che dalla diversificazione possono trarre un significativo vantaggio poiché non essendo pubbliche, non presentano le stesse opportunità delle quotate.

In seguito alle casistiche appena presentate, si indicheranno in breve alcuni metodi di calcolo delle sinergie finanziarie.

La differenziazione, tra tutte, risulta di ambigua quantificazione e spesso porta addirittura a effetti negativi per l'azienda, come nel caso in cui il valore della nuova entità che risulta dall'operazione si equivalga a quello delle due società separate. Le questioni sono due: la valutazione si è rivelata incorretta oppure le due aziende sono incompatibili probabilmente a causa della scarsa conoscenza del settore della *seller* da parte della *buyer*. Nel caso dell'azienda con scarsa liquidità che si unisce ad una con eccesso di liquidità, la valorizzazione della sinergia avviene attribuendo al valore del nuovo ente, il VAN delle opportunità di investimento che l'impresa con limitate disponibilità liquide si ritroverebbe costretta a rifiutare se non fosse acquisita.

Lo stesso concetto di calcolo si applica anche alla quantificazione dei benefici fiscali che derivano dalla fusione con un'impresa che per esempio presenta perdite pregresse, pertanto il beneficio consiste nell'attualizzazione dei cash flow che derivano dal risparmio di imposte. In aggiunta è possibile eseguire un'analisi delle immobilizzazioni della target

per capire se è necessario effettuare una svalutazione che potrebbe costituire un enorme taglio delle imposte future.

Per ultime, le sinergie legate all'aumento della capacità di indebitamento possono essere viste in termini di risparmio sui costi del dissesto, visto che il rischio di *default* diviene inferiore grazie alla solidità rinnovata del nuovo ente<sup>115</sup>.

È necessario effettuare una precisazione riguardo la valorizzazione delle sinergie. Nei modelli presentati è chiaro che ci si riferisce all'ipotesi in cui l'operazione di M&A si concluda con successo e le aziende coinvolte non presentino importanti problemi strutturali. Tuttavia, sia l'integrazione finanziaria che quella operativa possono rivelarsi un fallimento comportando la mancata emersione delle sinergie. Come si potrà constatare alcuni aspetti erano già emersi quando si è discusso dell'insuccesso delle operazioni di M&A.

Le motivazioni della mancata integrazione tra società sono le seguenti<sup>116</sup>:

- *Incompatibilità tra le realtà aziendali coinvolte*: la cultura aziendale è un elemento importante che esprime i valori su cui si fonda la società, quali quelli contenuti nella missione e nella visione, che influenzano tutti gli aspetti legati alla *leadership* e alla gestione dei processi. Un'integrazione tra imprese concorrenti, ad esempio potrebbe divenire difficoltosa in caso di mancata collaborazione tra le parti.
- *Costo dell'operazione*. A volte i costi di integrazione e unificazione dei metodi e della cultura sono oltremodo alti da annullare tutti i possibili benefici previsti a priori.
- *Anticipazione da parte del mercato del valore delle sinergie*. Quando si verifica una fusione tra due quotate è probabile che il mercato reagisca alla notizia facendo aumentare i prezzi azionari fino a estinguere il valore delle sinergie attese rendendo l'operazione non più conveniente.

---

<sup>115</sup> Damodaran, Aswath. *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.

<sup>116</sup> Beltrame, Federico, e Roberto Cappelletto. *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese*. Torino: G. Giappichelli, 2013.

### 3.3 Il modello di stratificazione del valore come base di determinazione del valore di acquisizione

A partire dalla distinzione delle sinergie nelle due macrocategorie analizzate nello scorso paragrafo, si iniziano a poggiare le basi per il modello della stratificazione del valore teorizzato da Massari e Zanetti.

Quando si effettua un'operazione di acquisizione, come già ripetuto in svariate occasioni, è importante stabilire, già nella fase iniziale di ricerca della target, degli obiettivi che la stessa azienda intende perseguire, in maniera tale da poter individuare la controparte adeguata alle proprie esigenze. Nei capitoli precedenti, si è sottolineata l'importanza di porre le basi per il processo di integrazione già durante il primo periodo di trattative per una migliore riuscita dell'operazione. Le sinergie, quindi, giocano un ruolo chiave per il successo della transazione e si collocano all'interno del valore di acquisizione:

$$V_{acquisizione} = V_{base} + V_S$$

Dove:

$V_{base}$  = valore *stand alone* della società *target*.

$V_S$  = valore delle sinergie generate dal processo di integrazione tra le imprese.

Come è possibile intuire dalla formula, il valore di acquisizione non costituisce il valore totale del nuovo complesso che si è formato, ma quantifica il beneficio totale che la società *buyer* ottiene acquisendo la *target*.

Il modello di stratificazione del valore, teorizzato da Massari, consiste nella valorizzazione delle sinergie a partire da un ragionamento su tre livelli, strettamente dipendenti tra loro, che concorrono alla formazione del valore.

Il valore delle sinergie si basa sui differenziali di flusso, di tasso e di debito.

Nel paragrafo precedente sono stati esposti i benefici di natura finanziaria che riguardavano l'incremento dei flussi, la diminuzione del rischio grazie ad una rinnovata solidità del nuovo ente risultante dall'operazione e la conseguente maggiore capacità di indebitamento. Di seguito si esporranno alcune premesse riguardo i tre "strati" che costituiscono le basi del modello di stratificazione del valore.

All'inizio del capitolo si è accennato al fatto che durante il processo di completamento dell'operazione, oltre alla crescita dei flussi delle singole società, si manifestano anche ulteriori flussi legati strettamente all'integrazione tra le due realtà.

I suddetti flussi si distinguono in tre categorie<sup>117</sup>:

1. *Flussi incrementali riferibili a fenomeni di collusione*, che scaturiscono grazie all'accrescimento della quota di mercato data dall'unione con un'impresa dello stesso settore. Questi aspetti possono influire sulle politiche di prezzo, infatti se l'azienda oltre a essere cresciuta in dimensione, ha acquisito maggiore potere negoziale, avrà la capacità di influire o addirittura arrivare a stabilire i prezzi.
2. *Flussi incrementali riferibili alla gestione più efficace di talune funzioni aziendali*. I flussi post-acquisizione possono aumentare anche grazie a una modifica dei processi aziendali, come ad esempio attraverso la condivisione di *know-how*. Tuttavia, in caso di incompatibilità a livello di cultura aziendale è ostico portare a termine con successo l'integrazione e può condurre ad insuccesso.
3. *Flussi incrementali riferibili allo sfruttamento di elementi di carattere immateriale*, ad esempio l'azienda potrebbe essere in grado di richiamare nuovo personale specializzato oppure potrebbe perderlo se non gestisce in maniera corretta il processo.

I temi successivi sono legati parallelamente al profilo di rischio e all'aumento della capacità di debito. È certamente vero che un importante aumento delle dimensioni dell'ente finale, rispetto alle singole realtà, può condurre a benefici importanti di carattere strutturale che agiscono direttamente sia sul decremento del rischio, agevolato da una maggiore solidità e stabilità dei flussi, ma anche sulla possibilità di aumento degli scudi fiscali e quindi, di risparmi d'imposta legati al maggior indebitamento contraibile.

È possibile però, che l'integrazione subisca dei risvolti negativi a causa dell'incremento del rischio, come ad esempio un'incertezza maggiore di flussi e margini a causa una modifica della leva operativa a seguito di un'acquisizione verticale oppure del rischio di *default* alimentato dal debito.

---

<sup>117</sup> Massari, Mario. *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill, 2008.

Come si è detto, un inizio precoce della fase di integrazione è la chiave per contenere questo tipo di rischio.

Prima di scendere nel dettaglio dell'applicazione del modello è necessario effettuare alcune premesse<sup>118</sup>:

- La valutazione è basata sui flussi di cassa della gestione operativa, quindi si adotta un'ottica *asset*.
- Le sinergie si verificano in un contesto steady-state e quindi saranno sempre costanti e perpetue nel tempo.
- La valutazione risulta più accurata se si valutano le sinergie con un metodo *unlevered* come l'APV per poi considerare separatamente, in un secondo momento, il valore degli scudi fiscali.
- Il debito rimane costante durante tutto il tempo della stima.

Di seguito si riporta lo schema che riguarda l'identificazione degli strati:

$V_{A+B}$	-	$V_A$	=	$V_{ACQUISIZIONE}$
Valore del differenziale di struttura finanziaria				Valore del differenziale di struttura finanziaria
Valore del differenziale di rischio				Valore del differenziale di rischio
Valore dei flussi differenziali				Valore dei flussi differenziali
Valore stand alone di <b>B</b>				Valore stand alone di <b>B</b>
Valore stand alone di <b>A</b>		Valore stand alone di <b>A</b>		

Tabella 5: Modello di stratificazione del valore. Fonte: Massari e Zanetti.

Si procede, quindi, con il calcolo degli "strati" previsti dal metodo di stratificazione del valore.

<sup>118</sup> Massari, Mario. *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill, 2008.

Il primo passaggio riguarda il calcolo del valore *stand alone* delle due società (A e B) coinvolte nell'operazione:

$$V_{stand\ alone} = \frac{FCFO_A}{r_{0,A}} + D_A \cdot t_c + \frac{FCFO_B}{r_{0,B}} + D_B \cdot t_c - D_A - D_B$$

Dove:

*FCFO* = flussi di cassa operativi al netto delle imposte di A e di B prese separatamente.

$r_0$  = tasso di sconto unlevered dei flussi rispettivi delle due imprese A e B.

*D* = debito finanziario netto.

$t_c$  = aliquota fiscale societaria.

La seconda fase invece prevede il calcolo delle sinergie di flusso:

$$V_{SIN\ FLUSSO} = \frac{\Delta FCFO_A + \Delta FCFO_B}{r_{0,A+B}}$$

Dove:

$\Delta FCFO$  = variazione dei flussi di cassa di A e B a seguito dell'operazione.

$r_{0,A+B}$  = nuovo tasso di sconto dei flussi unlevered del nuovo complesso, che sarà generalmente più basso rispetto ai tassi ottenibili dalle imprese separatamente.

La terza fase comporta il calcolo delle sinergie di tasso:

$$V_{SIN\ TASSO} = \frac{FCFO_A + FCFO_B}{r_{0,A+B}} - \left( \frac{FCFO_A}{r_{0,A}} + \frac{FCFO_B}{r_{0,B}} \right)$$

Dove il primo componente rappresenta il valore dei flussi di cassa del nuovo complesso scontati con il nuovo tasso più basso, mentre il secondo componente rappresenta il valore dei flussi scontati al costo del capitale originario delle due aziende singolarmente prese. In questo modo si quantifica il valore recuperato grazie al tasso inferiore.

Da ultimo si quantificano le sinergie di debito:

Dove  $\Delta D$  rappresenta il maggior debito che il nuovo ente è in grado di richiedere moltiplicato per l'aliquota fiscale che rappresenta, quindi, il risparmio in termini di imposte ottenuto grazie al maggior ricorso al debito.

In conclusione, rispetto a quanto introdotto in questo capitolo, si mette in luce l'importante ruolo delle sinergie in un'operazione di acquisizione determinandone, di fatto, il successo o il fallimento. Pertanto, il *premium price* pagato a seguito di un'operazione straordinaria deve necessariamente riflettere il maggior valore che si prevede di ottenere a seguito dell'integrazione tra le due realtà.



## Capitolo 4 – Mega deal nell’industria del lusso: l’acquisizione di Tiffany & Co.

Il settore *Watches & Jewellery* è uno tra i più dinamici dell’industria del lusso e presenta importanti opportunità di crescita. Particolare effetto negativo si è registrato durante le fasi iniziali della pandemia da Covid-19 che ha causato un blocco pressoché totale degli spostamenti internazionali e la chiusura dei punti vendita fisici. Secondo un report di The Business of Fashion e McKinsey & Company, il risultato di questo periodo di forte crisi ha provocato una diminuzione dei ricavi del 10-15% per quanto concerne l’alta gioielleria, mentre un crollo del 30% ha interessato il segmento orologeria<sup>119</sup>. Oltre alla pandemia, la principale problematica emersa è relativa a uno scarso utilizzo dei canali digitali da parte delle aziende di questo settore, con il 13% dei ricavi derivanti da vendite online per il segmento *Fine jewellery* e solo il 5% per il segmento *Watches*. L’assenza di passeggeri negli aeroporti ha rappresentato un’ulteriore problematica dato che in epoca pre pandemica un’importante percentuale del fatturato, circa il 30%, dipendeva dagli acquisti esentasse effettuati proprio nei duty-free.

Nonostante nel 2022 il virus abbia rallentato la sua diffusione, gli esperti si aspettano delle nuove ondate di infezioni ed è per questo che le società del settore stanno modificando le loro strategie in maniera da affrontare nuovi possibili scenari.

Nei prossimi anni ci si aspetta un aumento della domanda da parte della generazione Z, che sempre più attenta al tema della sostenibilità, spingerà le maison a riconsiderare il tema della trasparenza e della tracciabilità delle sue materie prime. Una fetta importante del mercato sarà rappresentato anche dagli orologi *pre-owned* e *vintage*, che favoriscono alla riduzione dell’impatto ambientale dell’industria del lusso e di cui si prevede un aumento nelle vendite che potrebbero superare i 30 miliardi di dollari entro la fine del 2025.

Altri *trend* legati alla possibile nuova riduzione negli spostamenti internazionali potrebbero essere la scelta del cliente di acquistare i prodotti di gioielleria all’interno dei

---

<sup>119</sup> The Business of Fashion and McKinsey & Company. «The state of fashion. Watches & Jewellery.» [www.mckinsey.com](https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20fashion%20watches%20and%20jewellery/state-of-fashion-watches-and-jewellery.pdf). giugno 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20fashion%20watches%20and%20jewellery/state-of-fashion-watches-and-jewellery.pdf.

confini nazionali, specialmente nel caso della Cina, che ha consentito l'accesso ai *duty-free* ai viaggiatori domestici<sup>120</sup>.

In questo scenario di cambiamento, ci si aspetta un CAGR per il segmento *fine jewellery* che oscillerà tra l'8% e il 12% nel periodo 2019-2025, mentre la crescita (1-3%) sarà più contenuta nel segmento *ultra-luxury watches*, il che potrebbe essere segno di debolezze strutturali nel breve periodo.

Considerato l'alto tasso di crescita atteso del settore in generale molte maison di moda stanno considerando di espandere il proprio portafoglio di brand tramite acquisizioni nel *Watches & Jewellery*. Uno dei *takeover* più significativi degli ultimi anni è stato sicuramente l'acquisto di Tiffany & Co. da parte del conglomerato francese LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton conclusosi a gennaio 2021. Nel corso del seguente capitolo si analizzeranno le fasi principali dell'operazione mettendo in luce le divergenze che sono emerse nella costruzione dell'accordo e si valuterà quanto la pandemia da Covid-19 abbia influenzato le prospettive di Tiffany & Co. e influenzato il suo valore complessivo.

#### 4.1 Un'operazione controversa

L'obiettivo di LVMH con questa operazione è quello di aumentare la sua quota di mercato nel settore *Watches & Jewellery*, che gli esperti sostengono possa più che raddoppiare raggiungendo circa il 18%, sfruttando la popolarità del brand e intraprendendo campagne di marketing mirate per migliorare le performance finanziarie<sup>121</sup>. In questo modo LVMH riuscirà ad aumentare la sua competitività anche nei confronti del suo rivale Richemont, che include il brand Cartier nel suo portafoglio di *maison*.

Gli analisti si aspettano che il takeover benefici i margini operativi di Tiffany & Co. con un aumento tra 17% e il 23%.

Un altro obiettivo dell'acquisizione è l'espansione geografica: grazie a Tiffany & Co., il conglomerato francese mira a rafforzare la sua posizione di mercato negli Stati Uniti,

---

<sup>120</sup> The Business of Fashion and McKinsey & Company. «The state of fashion. Watches & Jewellery.» [www.mckinsey.com](https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20fashion%20watches%20and%20jewellery/state-of-fashion-watches-and-jewellery.pdf). giugno 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20fashion%20watches%20and%20jewellery/state-of-fashion-watches-and-jewellery.pdf.

<sup>121</sup> Bocconi Students Capital Markets. *LVMH's Tiffany acquisition: a golden opportunity (FactSet)*. s.d. <https://www.bscapitalmarkets.com/lvmh's-tiffany-acquisition-a-golden-opportunity.html>.

mentre a sua volta, la società di gioielli punta ad una maggiore presenza in Europa e in Asia, dove specialmente in quest'ultima, la generazione più giovane e con un reddito più alto è interessata all'acquisto di prodotti di alta gioielleria.

Tra gli piani di LVMH per la società vi è quello di rivoluzionare le collezioni attuali, specialmente i famosi bracciali d'argento della *maison* utilizzando principalmente oro e pietre preziose. Le risorse del conglomerato saranno anche dedicate al *restyling* dei punti vendita seguendo i trend attuali e all'apertura di nuovi negozi in Europa e Asia.

Il fine ultimo è quello di elevare la percezione del *brand* da parte dei clienti focalizzandosi non solo sui gioielli accessibili al grande pubblico, ma soprattutto sui pezzi di alta gioielleria per elevare la percezione del marchio<sup>122</sup>.

La prima offerta di LVMH risale al 26 ottobre 2019 e prevedeva un prezzo di acquisizione di 120 dollari per azione per un totale di 14,5 miliardi di dollari, con un premio stimato di circa il 21,5% per azione. Dopo varie contrattazioni, il 25 novembre 2019, si raggiunge un accordo definitivo che prevede un prezzo di 135 dollari per azione con un premio di circa 37% rispetto al valore di un'azione il 25 ottobre (98,55\$) e un premio del 7,5% rispetto alla chiusura del 22 novembre (125,1\$). La quantità di azioni di Tiffany & Co. in circolazione sul mercato ammontava a 121.407.389 e considerando il debito netto di 350 milioni di dollari, il valore del *deal* si attestava sui 16.739.997.515\$.

A questo punto, la chiusura del *deal* è fissata per metà 2020, nel frattempo si attende l'approvazione di tutti gli enti regolatori e degli azionisti.

Tuttavia, a inizio 2020 è scoppiata la pandemia da Covid-19 che ha colpito profondamente l'industria del lusso con un calo del fatturato che sfiora il 40%. A fronte delle difficoltà sostenute dal settore, il board del conglomerato francese iniziava a nutrire i primi dubbi circa la convenienza dell'accordo raggiunto, infatti riteneva fosse necessario rivedere i termini o addirittura acquistare le azioni di Tiffany & Co. direttamente sul mercato, dato il profondo mutamento dello scenario globale. Tutto ciò rimane in sospeso finché LVMH iniziò a esprimere la sua preoccupazione riguardo il rispetto delle clausole dell'accordo: Tiffany & Co., infatti, sembrava avesse infranto l'accordo riguardante i *covenants* finanziari aumentando il rapporto di leva, inoltre, nonostante le evidenti difficoltà

---

<sup>122</sup> Fashion network. *I piani di LVMH per Tiffany*. gennaio 2021. <https://it.fashionnetwork.com/news/I-piani-di-lvmh-per-tiffany,1275589.html>.

durante il periodo di pandemia, la società di gioielli aveva continuato a pagare dividendi trimestrali ai suoi azionisti (0,58\$ *per share*).

È importante sottolineare, per comprendere gli avvenimenti successivi, che nell'accordo vi era una specifica clausola che permetteva a Tiffany & Co. di ritirarsi dal *deal* in qualunque momento, ma lo stesso non era previsto per LVMH.

In un momento successivo, la data ultima per la finalizzazione del *deal* è stata posticipata al 24 novembre 2020 ed è per questo che LVMH ha scelto di ritirare l'offerta. In risposta a questa decisione, Tiffany & Co. ha intentato una causa legale tramite formale richiesta alla Corte del Delaware chiedendo di far rispettare gli accordi del *deal* al conglomerato francese che era accusato di ritardare volontariamente il processo di verifica degli organismi antitrust. La reazione di LVMH non si è fatta attendere, infatti a sua volta ha replicato accusando Tiffany & Co. di non aver gestito correttamente l'azienda nelle fasi di crisi durante la pandemia, il che ha condotto a risultati finanziari inferiori alle aspettative. LVMH, inoltre, per smentire le accuse dell'altra parte, presenta tutti i documenti necessari riguardanti l'acquisizione per ricevere l'approvazione della Commissione Europea.

Nonostante ciò, Tiffany & Co. proseguiva con la causa legale sollecitando la Corte del Delaware per iniziare il processo entro novembre 2020, ovvero il termine ultimo di finalizzazione del *deal* perché temeva che LVMH non onorasse gli accordi prestabiliti. Dall'altra parte, il conglomerato francese, nonostante le ripetute accuse a Tiffany & Co. di aver violato gli accordi (*material adverse effect*), riteneva non ci fosse alcuna urgenza sostenendo che tutti gli organismi *antitrust* avrebbero dato il loro beneplacito entro i termini. Dopo varie fasi di accuse reciproche, il tribunale del Delaware ha fissato la data di inizio del processo che si sarebbe svolto a partire dal 5 gennaio 2021.

Le probabilità di finalizzazione del *takeover* sembravano minime quando il 26 ottobre 2020 la Commissione Europea si è pronunciata in maniera favorevole all'acquisizione. Tre giorni dopo le due società hanno annunciato di aver raggiunto un nuovo accordo con prezzo ridotto di 131,5 dollari per azione (rispetto ai 135\$ *per share* stabiliti) ottenendo, di fatto, uno sconto di circa 400 milioni di dollari rispetto all'accordo iniziale. Il prezzo di acquisizione si attesta quindi a 16.309.968.928 \$, che corrispondono a 13.230.000.000€, incluso il debito netto, che nel *deal* è valutato 350.000.000\$.

Il 7 gennaio 2021 l'operazione è finalmente completa e la società Tiffany & Co. è delistata dal New York Stock Exchange<sup>123</sup>.

## 4.2 L'impatto del Covid-19 sulla conclusione del takeover

Nei capitoli precedenti si è ritenuto opportuno analizzare ogni singolo passaggio di una valutazione aziendale per poi applicare le norme delineate a un'acquisizione specifica, in questo caso il *takeover* della storica società di gioielli americana Tiffany & Co. da parte del conglomerato francese LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton.

In questo paragrafo fondamentale, l'obiettivo sarà quello di mettere a confronto due valutazioni aziendali di Tiffany & Co. effettuate in due momenti differenti dell'operazione: la prima sarà relativa all'offerta definitiva, cosiddetta pre Covid-19, accettata da entrambe le parti il 25 novembre 2019 (135\$ *per share*), mentre la seconda valutazione riguarderà il periodo dell'offerta finale ribassata (29 ottobre 2020) e della conseguente conclusione del *deal* in epoca post Covid-19 con tutte le problematiche del caso.

L'obiettivo dell'analisi è quello di constatare se effettivamente il valore di Tiffany & Co. sia mutato in maniera così importante da giustificare lo sconto sul *deal* finale di circa 400 milioni e la sfiorata battaglia legale tra le due società.

### 4.2.1 Valutazione assoluta attraverso l'impiego dei Discounted Cash Flow

Questa prima fase di analisi inizierà con la quantificazione del valore aziendale di Tiffany & Co. al momento della prima offerta finale di acquisizione il 25 novembre 2019 e successivamente, al termine della rinegoziazione del *deal* il 29 ottobre 2020, quindi circa un anno dopo.

La valutazione cosiddetta "assoluta" sarà effettuata utilizzando il metodo DCF per la quantificazione dei flussi di cassa, dato che, in base a quanto già esposto nei capitoli precedenti, si rivela essere il metodo più affidabile, nonostante la quantità di stime necessarie alla sua applicazione. Per un primo periodo di 5 anni (dal 2021 al 2026) saranno calcolati i flussi di cassa anno per anno, per poi passare alla quantificazione del *terminal value* in cui si ipotizzerà una crescita costante e perpetua ad un tasso  $g$

---

<sup>123</sup> Per tutte le fasi dell'operazione si rimanda a Bureau van Dijk. «LVMH completes acquisition of Tiffany.» report Zephyr, s.d.

particolarmente contenuto. Dietro al motivo principale della scelta di un  $g$  basso, già esplicitata nei capitoli precedenti, vi è la volontà di non sovrastimare i flussi per mantenere la valutazione quanto più veritiera possibile. Come alternativa al saggio utilizzato, sarebbe stato possibile usare un tasso che riflettesse l'andamento dell'inflazione negli Stati Uniti, tuttavia si è scelto di basarsi sulla crescita dei ricavi *YoY* degli ultimi 5 anni (2015-2020) visto che questa percentuale è molto vicina al *risk free rate* americano.

Altre precisazioni utili ai fini dell'analisi sono le seguenti:

- Tiffany & Co. presenta un anno fiscale inusuale che termina il 31 gennaio dell'anno successivo pertanto tutte le affermazioni riguardanti il periodo fiscale si riferiranno a un intervallo di tempo che va dal 1° febbraio dell'anno corrente al 31 gennaio del successivo.
- Un altro particolare importante è che il periodo di tempo che intercorre tra la prima offerta definitiva e l'offerta finale si svolge all'interno di un unico anno fiscale ed è per questo che per le stime del caso si utilizzeranno i dati trimestrali relativi ai bilanci di Tiffany & Co. disponibili su Investing.com e sui report ufficiali 10-K (annuale) e 10-Q (trimestrale) depositati della società.

Si procede, quindi, iniziando con l'analisi effettiva utilizzando i DCF in ottica *asset* e nello specifico si seleziona il metodo analitico con crescita perpetua poiché si suppone che alla società acquisita si presentino numerose opportunità di crescita che continueranno per un periodo di tempo molto lungo.

La formula per il valore utilizzata è la seguente:

$$V = \sum_{i=1}^t \frac{FCFO_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFO_{i+1}}{WACC-g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$$

Il primo passaggio verso la quantificazione del tasso  $g$  inizia con la verifica dell'andamento dei ricavi di vendita di Tiffany & Co. ottenuti all'interno dei bilanci presenti nella piattaforma Orbis, si calcola poi il *CAGR* attraverso l'ausilio di un foglio elettronico ottenendo i seguenti tassi di crescita per i due periodi selezionati:

<b>Tasso di crescita PRE COVID-19</b>	gennaio 2015 - gennaio 2020	1,75%
<b>Tasso di crescita POST COVID-19</b>	gennaio 2015 - ottobre 2020	0,70%

Figura 5 Calcolo del tasso di crescita  $g$  per i periodi di riferimento

Un aspetto importante da sottolineare è che durante il calcolo si è tenuto in considerazione del fatto che, per il tasso denominato post Covid-19, il periodo di tempo selezionato risulta superiore a 5 anni e quindi, si effettua un adeguamento della formula in modo tale da ottenere un tasso annuale.

Confrontando i *risk free rate* americani, si nota che risultano molto in linea rispetto alla crescita dell'azienda stessa, infatti le vendite nel settore del lusso sono considerate cicliche, anche se si è constatata una grande resilienza del settore durante la crisi economica generata dalla pandemia da Covid-19.

È chiaro che se l'attività di Tiffany & Co. sarà implementata da LVMH, come intende fare, i tassi di crescita saranno di molto superiori, tuttavia si preferisce mantenerli contenuti per operare una valutazione prudentiale.

<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
682.649.544	694.604.858	706.769.548	719.147.279	731.741.782	744.556.855

Tabella 6 FCFO futuri in \$ calcolati nel periodo pre Covid-19

<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
284.998.323	286.995.107	289.005.881	291.030.743	293.069.791	295.123.126

Tabella 7 FCFO futuri in \$ calcolati nel periodo post Covid-19

I flussi di cassa futuri del periodo pre Covid-19, quindi, relativi al primo accordo del 25/11/2019, sono calcolati a partire dal flusso storico di gennaio 2020, prima del diffondersi della pandemia in tutto il mondo e si è operata una prima stima della crescita degli stessi utilizzando il tasso  $g$  quantificato al 31 gennaio 2020, che risultava 1,75%. Successivamente, per ottenere i flussi post Covid-19 si è applicato il tasso  $g$  ai flussi operativi a partire dal 31 ottobre 2020 aggiustando opportunamente il tasso per adeguarlo a una stima trimestrale. Si sottolinea che, nell'ultimo trimestre dell'anno, Tiffany & Co. registrava circa 1/3 dei ricavi in epoca precedente alla crisi, tuttavia come

già ribadito più volte, per mantenere una valutazione prudentiale e in linea con il periodo di difficoltà affrontato soprattutto a causa di nuove ondate e della mutazione del virus, si tiene conto solo parzialmente di questa tendenza.

Una volta ottenuti i tassi di crescita  $g$  e i flussi di cassa futuri, è necessario però, quantificare i due tassi di sconto degli stessi e dato che Tiffany & Co. è una società quotata si predilige l'utilizzo del  $WACC$  la cui formula risulta la seguente:

$$WACC = r_E \cdot \frac{E}{E + D} + r_D \cdot \frac{D}{E + D} \cdot (1 - t_c)$$

Si procede in seguito con il calcolo dei valori necessari all'applicazione della formula ottenendo i seguenti risultati:

	<b>29/10/2020</b>	<b>25/11/2019</b>
<b><math>r_E</math></b>	3,62%	4,85%
<b><math>r_D</math></b>	1,80%	0,90%
<b><math>t_c</math></b>	19,90%	21,60%
<b><math>D</math></b>	285.400.000\$	157.300.000\$
<b><math>E</math></b>	15.771.847.621\$	15.237.841.393\$

Tabella 8 Elementi necessari per il calcolo del WACC

L' $r_E$  è stato quantificato utilizzando la formula del *Capital Asset Pricing Model*:

$$r_E = r_f + MRP \cdot \beta_L$$

Dove:

$r_f$  rappresenta il tasso risk free, il cui valore tradizionalmente corrisponde al 10 years *Treasury Yield* americano<sup>124</sup> ovvero al rischio delle obbligazioni governative. In seguito è necessario quantificare il *Market Risk Premium (MRP)* che "rappresenta la misura in cui il

<sup>124</sup>Per il Treasury Yield americano si consulti: [https://ycharts.com/indicators/10\\_year\\_treasury\\_rate#:~:text=10%20Year%20Treasury%20Rate%20is%20at%203.04%25%2C%20compared%20to%203.03.long%20term%20average%20of%204.27%25](https://ycharts.com/indicators/10_year_treasury_rate#:~:text=10%20Year%20Treasury%20Rate%20is%20at%203.04%25%2C%20compared%20to%203.03.long%20term%20average%20of%204.27%25)



rendimento del portafoglio di mercato è superiore al rendimento risk-free”<sup>125</sup>. Il MRP per i due periodi di riferimento è stato, quindi, ottenuto grazie ai dati messi a disposizione dal professor Aswath Damodaran<sup>126</sup> nella sezione *Equity Risk Premium US* degli ultimi 60 anni. È fondamentale, quindi, sottolineare la seguente uguaglianza:

$$ERP = MRP + CRP$$

Nel caso americano il *Market Risk Premium* corrisponde all'*Equity Risk Premium* poiché il rischio correlato all'instabilità del Paese (*Country Risk Premium*), che in altri casi è una percentuale che si sottrae o si aggiunge al tasso risk free, viene considerato tradizionalmente nullo.

Per ultimo si seleziona il  $\beta_L$  a 5 anni disponibile sulla piattaforma Orbis.

I dati ottenuti sono i seguenti:

	29/10/2020	25/11/2019
<b>RISK FREE RATE USA</b>	0,79%	1,73%
<b>MRP</b>	4,72%	5,20%
<b>BETA LEVERED</b>	0,60	0,60

Tabella 9 Elementi necessari al calcolo del costo del capitale proprio

Prima di proseguire si effettuano alcune considerazioni sui valori estrapolati. Anzitutto, si nota come il tasso *risk free* sia molto basso, specialmente nel periodo successivo all'inizio della pandemia e questo si è verificato perché le banche centrali, durante il periodo di crisi hanno attuato sia politiche monetarie espansive attraverso un'iniezione di liquidità importante nell'economia e sia un taglio dei tassi di interesse, in particolare la FED, la Banca centrale americana, già a marzo 2020 ha preso la fondamentale decisione di tagliare i tassi di mezzo punto portandoli circa all'1-1,25%<sup>127</sup>.

Nel periodo successivo al diffondersi della pandemia, anche il *Market Risk Premium* risulta appena più alto della media dei decenni precedenti e questo fatto è stato ampiamente esposto da Damodaran, il quale puntualizza che, nonostante il MRP fosse salito oltre i 7

<sup>125</sup> Borsa Italiana. *Glossario finanziario - Capital Asset Pricing Model*. s.d. [https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html#:~:text=Si%20noti%20che%20%5BE\(RM,superiore%20al%20rendimento%20risk%2Dfree](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html#:~:text=Si%20noti%20che%20%5BE(RM,superiore%20al%20rendimento%20risk%2Dfree).

<sup>126</sup> Per tutti i dati relativi al Market Risk Premium si consulti: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histimpl.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histimpl.html)

<sup>127</sup> Il Sole 24 Ore. *La Fed risponde al coronavirus: taglio dei tassi di mezzo punto*. 3 marzo 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-risponde-coronavirus-taglio-tassi-mezzo-punto-ADqkGh>.

punti percentuali a marzo 2020, nella seconda metà dell'anno si è abbassato drasticamente e ciò non è successo a fronte di una ripresa improvvisa dell'economia, ma si è verificato perché i prezzi delle azioni si sono alzati di molto, non solo raggiungendo i livelli di pre pandemia, ma sono aumentati del 18% in più rispetto a com'erano nel periodo precedente alla crisi. Gli investitori pagano di più per le azioni e questo fa sì che l'*MRP* decrementi<sup>128</sup>.

Il prossimo elemento necessario alla quantificazione del *WACC* è il costo del capitale di terzi per i due periodi, che si ricava a partire dai prospetti 10-Q<sup>129</sup> e 10-K<sup>130</sup> presentati da Tiffany & Co., che forniscono una stima di  $r_D$  effettuata dalla società. In maniera analoga si estrae il *tax rate* effettivo per l'azienda, che per entrambi i periodi negli Stati Uniti si aggira intorno al 21% (21,60% pre Covid-19 e 19,90% post Covid-19).

Gli ultimi due valori necessari alla stima del *WACC* sono il debito calcolato come *PFN* (ovvero la differenza tra debiti finanziari e la cassa) e l'*E* che nelle società quotate si quantifica come il prodotto tra il prezzo delle azioni e il numero di azioni in circolazione in un determinato momento.

Una volta ottenuto il costo del capitale si procede con la valutazione quantificando la previsione esplicita e in seguito il *terminal value*.

<b>VALORE AL 01/2020</b>	<b>15.522.978.533</b>
<b>PREVISIONE ESPLICITA</b>	3.633.943.387
<b>TERMINAL VALUE</b>	11.889.035.146
<b>VALORE DELL'EQUITY</b>	15.365.678.533
<b>PESO DEL TERMINAL VALUE SUL VALORE TOTALE</b>	<b>77%</b>

Tabella 10 Quantificazione del valore aziendale e del valore dell'equity di Tiffany & Co. al 1° gennaio 2020 in \$

<sup>128</sup> Damodaran, Aswath. *Session 6: Implied Equity Risk Premiums*. 2021. <https://www.youtube.com/watch?v=jNO0gpaFq6o>.

<sup>129</sup> Tiffany&Co. *Form 10-Q*. 31 ottobre 2020. [https://sec.report/Document/0000098246-20-000118/#i47aed1e0b485470794ed64e69d318741\\_181](https://sec.report/Document/0000098246-20-000118/#i47aed1e0b485470794ed64e69d318741_181).

<sup>130</sup> Tiffany&Co. *Form 10-K*. 31 gennaio 2020. <https://sec.report/Document/0000098246-20-000042/#s0FE00E6039A9518797B119877F497565>.

<b>VALORE AL 10/2020</b>	<b>9.894.111.725</b>
<b>PREVISIONE ESPLICITA</b>	<b>1.547.485.740</b>
<b>TERMINAL VALUE</b>	<b>8.346.625.985</b>
<b>VALORE DELL'EQUITY</b>	<b>9.608.711.725</b>
<b>PESO DEL TERMINAL VALUE SUL VALORE TOTALE</b>	<b>84%</b>

Tabella 11 Quantificazione del valore aziendale e del valore dell'equity di Tiffany & Co. al 31 ottobre 2020 in \$

Come si può vedere dai risultati ottenuti nelle due tabelle, il valore complessivo di Tiffany & Co. si è molto ridotto a causa del grande tracollo avvenuto durante la pandemia, infatti osservando i bilanci trimestrali si può notare che le vendite sono più che dimezzate da circa 1,4 miliardi nel trimestre ottobre 2019 – gennaio 2020 agli appena 500 milioni nel trimestre gennaio 2020 – aprile 2020, complice anche la grande dipendenza del fatturato dalle vendite fisiche rispetto a quelle *online*. Nei mesi successivi, l'azienda ha assistito ad un miglioramento generale, complice anche la riapertura dei negozi grazie alla quale ha recuperato parte del suo reddito.

Osservando l'*EV* ottenuto e in seguito il valore dell'*equity* si nota che nel caso della valutazione per il periodo pre Covid-19 il valore reale delle azioni ovvero 127\$ *per share* è di poco superiore al prezzo delle azioni al 25/11/2019 125,51\$ *per share*, tuttavia ciò non si riflette per il periodo post Covid-19. In questo caso analizzando l'*equity* e il numero di azioni, si è visto che il valore reale delle azioni (79\$ *per share*) è più basso di circa il 39% rispetto al loro prezzo di borsa al 29/10/2020 (129,95\$ *per share*). Questo differenziale risulta molto alto, ma la causa è comunque da far ricadere sulle criticità causate dalla pandemia. Si nota inoltre che la stima DCF per il periodo post Covid-19 risulta meno robusta rispetto a quella del periodo pre Covid-19 dato che il *terminal value* pesa di più sul valore finale, come si vede nelle tabelle 10 e 11, pesa circa il 77% al 29/11/2019 e circa l'84%<sup>131</sup> al 29/10/2020.

In conclusione, questa prima stima effettuata tramite l'ausilio dei DCF ha confermato la necessità per LVMH di rinegoziare un prezzo di acquisizione più basso perché è evidente

<sup>131</sup> Per calcolare il peso del *terminal value* rispetto all'*enterprise value* è sufficiente mettere a rapporto i due valori. Nonostante, tra le due stime risulti più robusta la prima, anche nel caso del valore post Covid-19 si rientra nei parametri di stima considerata adeguata e non fragile, che invece si verifica nel caso in cui si ottenga una percentuale superiore all'85%.

che la pandemia abbia profondamente influenzato in negativo il valore di Tiffany & Co., anche se è possibile che l'EV calcolato risulti leggermente sottostimato visto il tasso di crescita molto ridotto che è stato utilizzato.

A seguito di quanto ottenuto in questo paragrafo, nel prossimo si procederà con una valutazione alternativa e parallela a quella appena conclusa utilizzando i multipli di mercato per capire se i calcoli effettuati possano trovare riscontro con un metodo relativo.

#### 4.2.2 Valutazione relativa attraverso l'impiego dei multipli

Una volta ottenuta una prima valutazione relativa attraverso l'impiego dei DCF, si procede con la selezione di un campione di aziende simili a Tiffany & Co. in modo tale da ottenere una media tra i multipli per poi confrontarli con quanto ottenuto.

Per un confronto tra aziende comparabili si è effettuata una prima ricerca tramite la piattaforma Orbis che ha individuato 7 aziende internazionali quotate, perlopiù facenti parte del settore *Watches & Jewellery* oppure che competono nel mercato di prodotti di gioielleria e sono le seguenti:

- Chow Tai Fook Jewellery Group Limited;
- Signet Jewellers Limited;
- Aspial Corporation Limited;
- Lovisa Holdings Limited;
- The Swatch Group Limited;
- Hermès International;
- Pandora A/S.

In questo caso, i dati di bilancio ricavati per il periodo post Covid-19 si riferiscono all'intero anno fiscale (tenendo conto degli aggiustamenti necessari) poiché altrimenti la comparazione con le altre aziende risultava molto più difficoltosa data la non disponibilità dei dati trimestrali del campione.

Una premessa importante prima di proseguire è la seguente: per quanto riguarda la quantificazione sia dell'*EBIT* che dell'*EBITDA* di Tiffany & Co. relativi alla chiusura del *deal* a ottobre 2020, a causa della mancanza dei dati di bilancio dell'intero anno fiscale<sup>132</sup>, si è assunto che l'*EBITDA* crescesse tanto quanto l'anno precedente nello stesso periodo in

---

<sup>132</sup> La disponibilità dei bilanci di Tiffany & Co. per il 2020 si arresta al 31/10/2020 a causa della successiva acquisizione da parte di LVMH il 7 gennaio 2021, prima del termine dell'anno fiscale.

modo tale da ottenere un margine operativo lordo in linea con il valore d'impresa. La seguente strategia è stata adottata poiché si ritiene che Tiffany & Co., con il periodo invernale e il Natale abbia l'occasione di risollevarsi la sua situazione economica e finanziaria ricordando che, circa 1/3 dell'ammontare delle vendite annuali avvengono nell'ultimo trimestre dell'anno.

Si puntualizza che, per completezza, è stato calcolato anche il valore di  $\frac{EV}{EBIT}$  per ciascuna azienda, ma si ritiene che il margine operativo lordo sia una grandezza di bilancio più adatta in questo caso poiché non risente delle diverse politiche di ammortamento e del debito delle società. Osservando, infatti, le Tabelle 12 e 13 si nota che in alcuni casi la differenza tra il multiplo  $\frac{EV}{EBIT}$  e  $\frac{EV}{EBITDA}$  può diventare anche molto marcata, come ad esempio, nel caso di The Swatch Group al 31/01/2021 che riscontra un *EBIT* molto basso e un *EBITDA* molto più alto, il che indica un forte impatto degli ammortamenti e del debito sul reddito.

Una volta ottenuti i multipli delle società pre e post Covid-19 si ottengono due valori medi: 13,3x per quanto riguarda la fase antecedente all'inizio della pandemia e 16,2x nella fase successiva al periodo di pandemia. Si nota che nel secondo caso, nonostante le aziende abbiano vissuto delle fasi molto difficili anche a fine anno, probabilmente anche grazie a una ripartenza dell'economia a ridosso del Natale, l'indice  $\frac{EV}{EBITDA}$  risulta in media più alto rispetto al periodo precedente e questo perché come si è potuto constatare durante il calcolo dei multipli, in molti casi le società hanno avuto un calo di margine operativo lordo e di reddito operativo superiori alla svalutazione che la società ha subito a livello di valore generale.

I due dati medi ottenuti si traducono in un *EV* per Tiffany & Co. di:

- 13.244.210.535\$ per quanto concerne la fase pre Covid-19;
- 10.728.497.775\$ per quanto concerne la fase post Covid-19.

Nonostante non combacino perfettamente con i risultati ottenuti durante il primo livello di valutazione con i DCF, costituiscono comunque una buona approssimazione di quello che è stato il cambiamento fondamentale subito dal valore aziendale di Tiffany & Co. a causa della pandemia da Covid-19 supportando, quindi, la tesi iniziale sottoposta a verifica tramite i precedenti calcoli.

<b>SOCIETÀ</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Chow Tai Fook Jewellery Group Limited	15,2x	10,0x
Signet Jewellers Limited	20,8x	8,6x
Aspial Corporation Limited	29,4x	17,1x
Lovisa Holdings Limited	35,1x	22,3x
The Swatch Group Limited	6,3x	4,3x
Hermès International	28,6x	23,7x
Pandora A/S	9,9x	7,6x
<b>MEDIA</b>	<b>20,7x</b>	<b>13,3x</b>

Tabella 12 Multipli pre Covid-19 al 31/01/2020

<b>SOCIETÀ</b>	<b>EV/EBIT</b>	<b>EV/EBITDA</b>
Chow Tai Fook Jewellery Group Limited	15,4x	11,5x
Signet Jewellers Limited	n.d.	4,0x
Aspial Corporation Limited	16,6x	11,4x
Lovisa Holdings Limited	44x	23,7x
The Swatch Group Limited	101,7x	10,3x
Hermès International	43x	33,9x
Pandora A/S	26,5x	18,8x
<b>MEDIA</b>	<b>41,2x</b>	<b>16,2x</b>

Tabella 13 Multipli post Covid-19 al 31/01/2021

Successivamente, per una maggiore completezza e correttezza di analisi, oltre al gruppo di società comparabili appena evidenziato, si sceglie di predisporre un nuovo confronto tra transazioni comparabili avvenute negli ultimi 10 anni circa e ricavate tramite l'utilizzo di Bloomberg. In questo caso i *deal*, tutti sopra il miliardo di dollari, si sono verificati sia tra aziende del mercato del lusso più in generale, ma anche nel settore *Watches & Jewellery*. Le operazioni selezionate sono tutte state effettuate attraverso un'acquisizione del 100% delle azioni delle società, in maniera tale da riportare dei multipli significativi che fossero adeguati al caso di Tiffany & Co.

Da quanto emerge nella Tabella 14 si rileva un *deal*  $\frac{EV}{EBITDA}$  medio di 16,8x, multiplo che non si allontana dai risultati ottenuti durante la comparazione tra le società *competitor* tenendo anche conto che all'interno dei prezzi di acquisto delle società sono compresi dei

*premium prices* più o meno consistenti che, quindi, potrebbero esercitare una certa influenza sulla quantificazione del valore finale

ANNO	SOCIETÀ ACQUIRENTE	SOCIETÀ ACQUISITA	PREZZO [M\$]	$\frac{EV}{EBITDA}$
mar-11	LVMH	Bulgari SpA	5.200	25,8x
mar-13	The Swatch Group Ltd	Harry Winston	1.000	23x
lug-13	LVMH	Loro Piana	2.570	17,5x
feb-14	Signet Jewellers Limited	Zale Corporation	1.400	7,4x
apr-17	LVMH	Christian Dior	13.200	15,6x
mag-17	Tapestry Inc. (ex Coach Inc.)	Kate Spade & Company	2.400	10,5x
lug-17	Capri Holdings Limited (ex. Michael Kors Holdings Limited)	Jimmy Choo PLC	1.200	13x
set-18	Capri Holdings Limited (ex. Michael Kors Holdings Limited)	Gianni Versace Srl	2.200	22x
<b>MEDIA</b>				<b>16,8x</b>

Tabella 14 Deal multiples degli ultimi anni<sup>133</sup>

<sup>133</sup> Per le informazioni riguardanti i *deal* si consultino:

Bloomberg. *Bulgari Takeover 82% Costlier Than Hermes for LVMH: Real M&A*. 8 marzo 2011. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-03-08/lvmh-paying-highest-price-makes-bulgari-82-costlier-than-hermes-real-m-a#xj4y7vzkg>.

*Coach Agrees to Buy Kate Spade for \$2.4 Billion*. 8 maggio 2017. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-08/coach-says-it-agreed-to-buy-kate-spade-for-2-4-billion>.

*Donatella Versace's Latest Gaudy Fashion*. 28 settembre 2018. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-09-28/after-versace-will-prada-tod-s-and-ferragamo-be-next>.

*Michael Kors Steps Out With Jimmy Choo in \$1.2 Billion Deal*. 25 luglio 2017. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-25/michael-kors-in-deal-to-buy-jimmy-choo-for-about-1-2-billion>.

In conclusione, per quanto riguarda la valutazione complessiva, invece di limitarsi a confermare quanto ottenuto con i DCF, si può concludere attribuendo al valore di Tiffany & Co. un range medio di *EV* che risulta da quanto appena esposto. Considerato un *EBITDA* di 992.300.000\$ e un multiplo  $\frac{EV}{EBITDA}$  di 16,8x si può constatare che il valore di Tiffany & Co. ante Covid-19 si aggira intorno ai 16,7 miliardi di dollari. Per quanto riguarda, invece, il periodo post Covid-19 si ottiene un *EV* di circa 11,1 miliardi di dollari posto un *EBITDA* approssimato a circa 661.600.000\$.

A seguito di quanto emerso per i DCF ovvero un valore di 15,2 miliardi di dollari in epoca pre Covid-19 e 9,9 miliardi di dollari in epoca post Covid-19, per quanto concerne la valutazione relativa si ottengono i seguenti range:

- Per il periodo pre Covid-19 si registra un *EV* tra i 13,7 e i 16,7 miliardi di dollari.
- Per il periodo post Covid-19 si registra un *EV* tra i 10,7 e gli 11,1 miliardi di dollari.

Per completare al meglio la valutazione, nel paragrafo successivo, si intende eseguire un ultimo procedimento di stima delle sinergie ottenute effettivamente al termine del *deal*, per capire se questa operazione sia stata conveniente.

#### 4.2.3 La stima delle sinergie

L'ultima parte di questo elaborato sarà dedicata alla quantificazione delle sinergie che si ritiene siano emerse post operazione. Per la valorizzazione sarà utilizzato il modello di stratificazione del valore proposto da Massari, in versione semplificata, che esclude l'emersione dei differenziali di rischio e di struttura finanziaria per ottenere una valutazione più prudente.

---

*Signet Agrees to Acquire Zale in \$1.4 Billion Deal.* 20 febbraio 2014.  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-02-19/signet-jewelers-agrees-to-buy-zale-for-1-4-billion>.

*Swatch Buys Harry Winston Jewelry Brand for \$1 Billion.* 14 gennaio 2013.  
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-01-14/swatch-buys-harry-winston-watch-brand-for-1-billion>.

*Italia Oggi. Lvmh mette in fermento il lusso con l'acquisizione di Loro Piana.* 9 luglio 2013.  
<https://www.italiaoggi.it/news/lvmh-mette-in-fermento-il-lusso-con-l-acquisizione-di-loro-piana-201307091020172854>.



È necessario, precisare che nonostante le informazioni riguardanti le sinergie emerse dall'integrazione non siano state rese pubbliche, nel report 2021<sup>134</sup> di LVMH si effettua una stima dell'avviamento di Tiffany & Co. intorno ai 6,75 miliardi di euro, valore aggiunto che si ritiene rifletta anche l'ammontare delle sinergie che le due società si aspettano di ricavare dal processo di inclusione all'interno della realtà del conglomerato.

In breve, nonostante non sia disponibile una valutazione delle sinergie eseguita dal *management*, è possibile effettuare delle assunzioni sulla base dei piani futuri per Tiffany & Co. dichiarati da LVMH con l'ausilio dei risultati del primo anno successivo all'integrazione.

L'acquisizione di Tiffany & Co. ha avuto come scopo principale l'estensione della quota di mercato nel segmento *Watches & Jewellery* puntando alla *leadership* di mercato in modo tale da sorpassare il rivale Richemont che possiede Cartier.

Secondo un *report*<sup>135</sup> preliminare di LVMH, infatti, la porzione di fatturato attribuibile alla divisione gioielli era solamente del 9%, mentre con l'integrazione di Tiffany & Co. all'interno del conglomerato si stimava potesse salire al 16%. Considerazioni analoghe sono state esposte anche per quanto riguarda il reddito operativo che dal 7% del totale avrebbe potuto crescere raggiungendo il 13%.

Gli obiettivi di LVMH non si esauriscono al termine del primo esercizio, bensì si manifesteranno negli anni grazie ad una maggiore apertura verso il mercato americano, in cui Tiffany & Co., nonostante un calo delle vendite negli anni, risulta ancora molto popolare, mentre dall'altro LVMH sfrutterà la solida catena di approvvigionamento diretto e "responsabile" di diamanti di Tiffany & Co. con una potenziale nascita di sinergie attraverso la collaborazione con altre *maison*, come ad esempio Bulgari.

Un ulteriore intento di LVMH comprende il rinnovo locali dei punti vendita di Tiffany & Co., il cui stile è considerato obsoleto, ad iniziare con il famoso *flagship store* di New York nella 5th Avenue, inoltre è previsto un piano di apertura di nuovi negozi in Europa, ma soprattutto in Asia. Da ultimo LVMH mira ad una crescita a lungo termine per Tiffany &

---

<sup>134</sup> LVMH. *Consolidated Financial Statements*. 31 dicembre 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://r.lvmh-static.com/uploads/2022/02/lvmh-comptes-consolides-2021-va.pdf.

<sup>135</sup> LVMH. *LVMH reaches agreement with Tiffany&Co.* 2019. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/11/presentation-tiffany-25-11-2019.pdf.

Co. sostenuta da un'estesa campagna di *marketing* e incentrata soprattutto sulla vendita di prodotti di alta gamma in oro e pietre preziose.

Confrontando queste informazioni con la relazione di non opposizione all'acquisizione redatta dalla Commissione europea<sup>136</sup> si può notare che, secondo le stime degli esperti, la quota di mercato che più aumenta grazie all'acquisizione è quella relativa agli anelli di fidanzamento e più in generale ai gioielli legati alla celebrazione del matrimonio: da un 10-20% per Tiffany & Co. e circa un 5% per LVMH, si passa poi ad un 20-30% post acquisizione.

La condivisione del *know-how* di Tiffany & Co. riguardo la lavorazione dei diamanti sarà, quindi, un aspetto-chiave dell'integrazione. Da quanto appreso si può con certezza affermare che i vantaggi che si ottengono, sono sicuramente legati al risparmio di costi legati all'approvvigionamento dei diamanti e delle pietre preziose, in aggiunta, l'acquisto congiunto dei metalli preziosi, in particolare l'oro, permette di mitigarne parzialmente la volatilità dei prezzi sviluppando quindi sinergie di costo. Da un lato LVMH può beneficiare del fatto che Tiffany & Co. è l'unica società di gioielli ad approvvigionarsi di diamanti grezzi e a lavorarli direttamente nei 5 laboratori collocati in varie parti del mondo<sup>137</sup> e dall'altro, la stessa Tiffany & Co. può avere accesso a prezzi più vantaggiosi per quanto concerne i metalli preziosi, di cui si parlava in precedenza, visto l'elevato potere negoziale del conglomerato francese.

A seguito di quanto esposto, si procederà ad una quantificazione delle sinergie che si sono verificate finora e che si pensa si verificheranno in futuro tramite un'analisi al termine del primo esercizio post acquisizione.

Per iniziare, si quantifica il valore congiunto delle due società *stand alone* senza considerare il valore delle sinergie applicando la seguente formula:

$$V_{stand\ alone} = \frac{FCFO_A}{r_{0,A}} + D_A \cdot t_c + \frac{FCFO_B}{r_{0,B}} + D_B \cdot t_c - D_A - D_B$$

---

<sup>136</sup> Commissione Europea. *Case M.9695 - LVMH / TIFFANY*. 26 ottobre 2020. chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases1/202123/m9695\_518\_3.pdf.

<sup>137</sup> Il sole 24 ore. *Tiffany annuncia la tracciabilità totale di ogni diamante, dalla miniera al consumatore*. 20 agosto 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/tiffany-annuncia-tracciabilita-totale-ogni-diamante-miniera-consumatore-ADZF88j>.

Nelle Tabelle 15 e 16 si calcola l'FCFO per LVMH e Tiffany & Co. tenendo conto che in contesto *steady state* il flusso di cassa operativo corrisponde al NOPAT.

Nel caso di Tiffany & Co. si utilizzano i dati di bilancio del 2019 poiché come si avrà modo di specificare anche in seguito, i valori del 2020 non esprimono appieno le sue potenzialità e i risultati molto positivi ottenuti nel 2021.

EBITDA	876
± CAPEX	-229
- Imposte operative	- 80
<b>= FCFO</b>	<b>= 500</b>

Tabella 15 FCFO di Tiffany & Co. in milioni di €

EBITDA	22.204
± CAPEX	-2.691
- Imposte operative	- 2.368
<b>= FCFO</b>	<b>= 17.145</b>

Tabella 16 FCFO di LVMH in milioni di €

Calcolando i restanti dati per entrambe le realtà, a partire dai dati riportati nei bilanci e nei *report* finanziari si ottengono i seguenti valori:

	<b>Tiffany &amp; Co.</b>	<b>LVMH</b>
<b>r<sub>0</sub></b>	3,58%	5,34%
<b>D</b>	251.904.287€	4.397.580.518€
<b>t<sub>c</sub></b>	19,90%	32,70%

Tabella 17 Costo del capitale unlevered

Infine, come si vede dalla Tabella 18 si quantifica il valore *stand alone unlevered* delle due aziende alla data dell'acquisizione che ammonta a circa 13 miliardi di euro nel caso di Tiffany & Co. e a circa 318 miliardi di euro per LVMH per un totale di 333,7 miliardi di euro.

Valore unlevered Tiffany & Co.	13.756.303.812
Valore unlevered LVMH	318.121.661.452
<b>TOTALE</b>	<b>333.707.982</b>

Tabella 18 Valori stand alone in € delle società al momento dell'acquisizione

Per la stima delle sinergie di costo ottenute dall'operazione, si parte confrontando la relazione tra profitti e costi di produzione di LVMH nel 2019<sup>138</sup> e nel 2021, anno in cui Tiffany & Co. ha iniziato il suo percorso di integrazione all'interno del conglomerato.

Come si vede dalla Tabella 19 il rapporto profitti/costi nel 2019 è circa il 20%, ovvero significa che per ogni euro di costo si ricavano 0,20 euro di profitto. Questa percentuale, con l'integrazione di Tiffany & Co. nel 2021, sale fino al 23%. A questo punto ci si è chiesto, tenendo conto di questi rapporti, quanto alti sarebbero stati i costi (a parità di profitto) da sostenere per LVMH nel 2021, se non avesse inglobato Tiffany & Co. all'interno della propria struttura. Dopo un rapido calcolo si ottiene un ammontare di costi di produzione pari a 8.370 milioni di euro, chiaramente superiore a quanto effettivamente registrato. A seguito di quanto ottenuto si stima, quindi, un risparmio annuo per il 2021 di 1.085 milioni di euro, pari al -12,96%.

Anno	Ricavi [mln €]	Profitti [mln €]	Costi [mln €]	Profitti/Costi
2019	4.405	736	3.669	20,06%
2021	8.964	1679	7.285	23,05%

Tabella 19 Rapporto tra profitti e costi di produzione di LVMH

Nel passaggio successivo, invece, si procede con la stima delle sinergie di ricavo prima per LVMH e poi per Tiffany & Co.

Nella Tabella 20 si quantifica il peso dei ricavi del segmento *Watches & Jewellery* di LVMH sul totale dei ricavi dal 2019 al 2021. Si nota che con l'integrazione di Tiffany & Co. nel 2021 i ricavi sono aumentati di circa 5 miliardi rispetto all'anno precedente. In questo contesto, si tiene conto che nel 2020 la divisione *Watches & Jewellery*, come riportato nei capitoli precedenti, ha registrato una diminuzione media dei ricavi di circa il 12,8% (che per LVMH è stata addirittura superiore), poi risaliti del 34% nel 2021.

<sup>138</sup> Si è scelto il 2019 come anno base di calcolo delle sinergie di costo perché il 2020 presenta dei dati anomali.

A partire da questi presupposti, si esegue una stima dei ricavi di LVMH nel 2021 ipotizzando la mancata realizzazione dell'operazione, ottenendo un totale di 4.497 milioni di euro. In seguito, si sottrae quanto calcolato ai ricavi totali di LVMH nel 2021 del segmento *Watches & Jewellery* che ammontano a 4.643 milioni di euro, non tenendo in considerazione la parte di ricavi attribuita a Tiffany & Co. pari a 4.321 milioni di euro, dunque si esclude il suo apporto, ma non l'eventuale maggior valore creato.

Dato che si è tolta la parte dei ricavi, ma non la parte delle potenziali sinergie emerse, dalla differenza tra questi due valori si ottiene un ammontare dei ricavi incrementali pari a 147 milioni di euro per LVMH.

<b>Anno</b>	<b>Ricavi Watches &amp; Jewellery [mln €]</b>	<b>Ricavi totali [mln €]</b>	<b>%</b>
2019	4.405	53.670	8,21%
2020	3.356	44.651	7,52%
2021	8.964	64.215	13,96%

*Tabella 20 Ricavi di LVMH in milioni di €*

Il medesimo procedimento si applica anche a Tiffany & Co. tenendo conto delle medesime assunzioni sul segmento operate per LVMH.

Nella Tabella 21 si riportano i ricavi di Tiffany & Co. come per LVMH tenendo presente che i ricavi per il Q4 del 2020 sono stati stimati a partire dal Q4 dell'anno precedente poiché non disponibili. In seguito a partire dai ricavi del 2020 si applica una crescita del 34% per stimare i ricavi del 2021 ottenuti da Tiffany & Co. nell'ipotesi di una mancata acquisizione e si ottiene un totale di 3.995 milioni di euro, registrando un ricavo incrementale di 326 milioni di euro.

<b>Anno</b>	<b>Ricavi totali</b>
2019	3938
2020	2981
2021	4321

*Tabella 21 Ricavi di Tiffany & Co. in milioni di €*

In totale, sommando l'incremento di LVMH e quello di Tiffany & Co. si stima un aumento dei ricavi pari a 472 milioni di euro.

Una volta ottenuti questi valori si può stimare il flusso incrementale lordo tenendo conto dei costi di integrazione pari a 400 milioni di euro imputabili ad alcune variazioni delle integrazioni pensionistiche e a costi generali emersi nell'acquisizione:

Incremento dei ricavi	472.016.911
Risparmio dei costi	+ 1.084.906.250
Costi di integrazione	- 400.000.000
<b>Flusso incrementale lordo</b>	<b>= 1.156.923.161</b>

Tabella 22 Flusso incrementale lordo in €

Per la stima del flusso di cassa operativo *steady state* pre e post operazione si è scelto di considerare il 2019 come anno base poiché nel report LVMH si precisa che Tiffany & Co. ha ottenuto dei grandi risultati nel 2021 e quindi, per ottenere dei valori in linea con i calcoli effettuati si è ritenuto più opportuno non considerare il 2020 poiché fuorviante. Nelle tabelle 23 e 24 si riporta la differenza tra i flussi del 2019 di Tiffany & Co. e quelli del 2021 a seguito dell'acquisizione di Tiffany & Co.

EBITDA	876
± CAPEX	-229
- Imposte operative	- 80
<b>= FCFO</b>	<b>= 500</b>

Tabella 23 FCFO 2019 Tiffany & Co. in milioni di €

EBITDA + Flusso incrementale lordo	2.032
± CAPEX	-229
- Imposte operative	- 80
<b>= FCFO con sinergie</b>	<b>= 1.723</b>

Tabella 24 FCFO 2021 di Tiffany & Co. incluse sinergie in milioni di €

In seguito, considerando le due società un unico ente e con l'ausilio dei bilanci 2021 di LVMH si ricava un tasso  $r_0$  congiunto pari a 4,98%, leggermente inferiore al tasso di LVMH, ma superiore a quello di Tiffany & Co. Questo perché bisogna tenere in considerazione il fatto che non si tratta di una fusione tra due entità comparabili, visto che le dimensioni di

LVMH sono molto superiori rispetto a quelle di Tiffany & Co., quindi per quanto concerne il tasso di sconto *unlevered* è probabile che LVMH possieda maggiore influenza.

Si applica, quindi la formula per la quantificazione delle sinergie di flusso:

$$V_{SIN FLUSSO} = \frac{\Delta FCFO_A + \Delta FCFO_B}{r_{0,A+B}} = \frac{1.156.932.161}{0,0498} = 23.224.033.824\text{€}$$

A questo risultato si somma il valore *unlevered* di Tiffany & Co. alla chiusura del *deal* ottenendo il seguente valore di acquisizione:

$$V_{acquisizione} = V_{base} + V_S = 13.756.303.812 + 23.224.033.824 = 36.980.337.636\text{€}$$

In conclusione, essendo il prezzo di acquisizione pari a 13,2 miliardi di euro, il valore attuale netto generato dall'operazione è pari a 23,8 miliardi di euro.

## Conclusione

Nel corso dell'analisi finale si è potuto constatare che la pandemia da Covid-19 ha avuto un impatto profondo sull'economia e che anche l'industria del lusso, storicamente molto resiliente in tempi di crisi, è stata profondamente colpita dalle restrizioni per contenere il contagio. Questo è stato probabilmente causato dal fatto che, a differenza di altri settori come il *retail low cost*, si puntava ancora molto sull'esperienza offerta al cliente nello *store* fisico, trascurando i canali di vendita online. Nonostante il drastico calo delle vendite, grazie alle misure attuate dalle *maison*, è stato possibile riemergere dai risultati negativi del primo semestre del 2020.

L'acquisizione di Tiffany & Co. è stata molto complessa, a partire dalla sfiorata battaglia legale, si è subito compreso che l'avvento della pandemia avesse compromesso i termini stabiliti a novembre 2019 al momento dell'accettazione dell'offerta da entrambe le parti. È chiaramente emerso che il valore di Tiffany & Co. ha subito un'importante flessione a ribasso da un *EV* compreso tra i 14 e i 17 miliardi di dollari fino a scendere tra i 9 e gli 11 miliardi di dollari. Si è rivelato, dunque, necessario per LVMH abbassare l'offerta, giustificandosi con l'accusa di "*mismanagement*" rivolta a Tiffany & Co. ovvero di cattiva gestione delle risorse durante l'evento pandemico.

Nonostante questo sconto di prezzo, si è cercato di capire se l'operazione fosse ancora conveniente per LVMH e a posteriori, se il 2021 avesse ripagato le aspettative del conglomerato. Dopo un'attenta analisi si è ottenuta una prima stima del risparmio di costi e dell'aumento dei ricavi verificatisi in capo a LVMH e Tiffany & Co. Si sottolinea che, a causa delle ristrette informazioni rese pubbliche a riguardo, si tratta di valori approssimativi, dedotti a seguito di alcune semplificazioni e supposizioni.

Il modello di stratificazione del valore semplificato di Massari permette di ottenere sinergie totali per circa 23,2 miliardi di euro e considerando il valore di Tiffany & Co. e il suo prezzo di acquisizione, è emerso un valore attuale netto pari a 23,7 miliardi di euro, confermando la convenienza dell'operazione.

Nonostante un calo nel valore, l'operazione è stata un successo per LVMH e grazie a Tiffany & Co. è divenuta leader mondiale nel settore *Watches & Jewellery*.

Per il futuro prossimo di Tiffany & Co. ci si aspettano grandi successi, le cui basi sono già state poste grazie a grandi investimenti in campagne di *marketing*, come quella con



protagonisti la cantante Beyoncé e suo marito Jay-Z, che ha visto riscuotere molto successo grazie al messaggio trasmesso riguardante l'amore più inclusivo.

Tra i piani di LVMH, inoltre vi è la riapertura dello storico *store* di Tiffany & Co. a New York dopo un lungo periodo di ristrutturazione, dando il via a un nuovo concetto di punto vendita per la società di gioielli.

Tiffany & Co. dovrà sicuramente affrontare nuove sfide prossimamente, soprattutto legate al conflitto in corso in Ucraina. È noto che la Russia sia un grande esportatore di diamanti, infatti estrae circa il 30% dei diamanti di tutto il mondo. A marzo 2022, Tiffany & Co. ha annunciato non solo che non si sarebbe più approvvigionata di pietre russe, ma ha anche chiuso a tempo indeterminato gli store nel Paese, lanciando quindi un messaggio di supporto al popolo ucraino, in linea con quanto effettuato da altre multinazionali occidentali.

Le problematiche che emergono a causa dell'inizio della guerra sono molteplici tra le quali l'aumento dei costi di approvvigionamento delle materie prime e dell'energia, inoltre l'interruzione dei rapporti con la Russia potrebbe in parte pesare sul fatturato della società di gioielli a causa dell'assenza di turisti russi che acquistano nei negozi fisici.

In conclusione, un nuovo tema che sta emergendo è quello dei gioielli visti come beni di rifugio nei periodi di forte crisi. Si è notato che, già a partire dalle prime fasi del conflitto, gli oligarchi russi, ma anche i cittadini comuni, hanno provveduto all'acquisto di grandi quantità di orologi e gioielli, oggetti in grado di mantenere o addirittura di moltiplicare il loro valore, in vista delle sanzioni e della svalutazione della moneta.

È probabile che questo fenomeno si verifichi su più larga scala in futuro a causa della recessione che, secondo gli esperti, colpirà l'economia globale e sicuramente le società che si occupano di alta gioielleria come Tiffany & Co. potranno beneficiare di questa tendenza incrementando i loro margini.

# APPENDICE

## Stato patrimoniale Tiffany & Co.

	31/01/2020	31/01/2019	31/01/2018	31/01/2017	31/01/2016	31/01/2015
	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified
	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K
<b>Attivo</b>						
Immobilizzazioni	2.784.600	1.573.500	1.484.800	1.524.000	1.613.200	1.671.800
L. Immobilizzazioni immateriali	56.400	61.000	66.700	65.700	0	74.500
L. Immobilizzazioni materiali	2.201.500	1.026.700	990.500	931.800	935.800	899.500
L. Altre immobilizzazioni	526.700	485.800	427.600	526.500	677.400	697.800
Attività correnti	3.875.500	3.759.500	3.983.300	3.573.600	3.508.400	3.508.800
L. Rimanenze	2.463.900	2.428.000	2.253.500	2.157.600	2.225.000	2.362.100
L. Crediti verso clienti	240.000	245.400	231.200	226.800	206.400	195.200
L. Altro (Attivo circolante)	1.171.600	1.086.100	1.498.600	1.189.200	1.077.000	951.500
L. Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	874.700	792.600	970.700	928.000	886.600	730.000
<b>Totale Attivo</b>	<b>6.660.100</b>	<b>5.333.000</b>	<b>5.468.100</b>	<b>5.097.600</b>	<b>5.121.600</b>	<b>5.180.600</b>
<b>Passivo</b>						
Patrimonio netto	3.322.900	3.117.400	3.233.400	3.013.500	2.911.400	2.835.100
L. Capitale sociale	1.200	1.200	1.200	1.200	1.300	1.300
L. Riserve e altri fondi	3.321.700	3.116.200	3.232.200	3.012.300	2.910.100	2.833.800
Passività non correnti	2.366.800	1.497.500	1.509.900	1.451.300	1.480.300	1.687.500
L. Indebitamento a lungo termine	884.100	883.400	882.900	878.400	790.000	882.500
L. Altre passività non correnti	1.482.700	614.100	627.000	572.900	690.300	805.000
L. Fondi per rischi e oneri	374.500	312.400	287.400	318.600	428.100	524.200
Passività correnti	970.400	718.100	724.800	632.800	729.900	658.000
L. Debiti	0	0	0	0	84.200	0
L. Debiti vs Fornitori	261.300	217.100	201.500	108.600	0	118.000
L. Altre passività correnti	709.100	501.000	523.300	524.200	645.700	540.000
<b>Totale passivo</b>	<b>6.660.100</b>	<b>5.333.000</b>	<b>5.468.100</b>	<b>5.097.600</b>	<b>5.121.600</b>	<b>5.180.600</b>
<b>Conti d'ordine</b>						
L. Capitale circolante	2.442.600	2.456.300	2.283.200	2.275.800	n.d.	2.439.300
L. Capitale circolante netto	2.905.100	3.041.400	3.258.500	2.940.800	2.778.500	2.850.800
L. Valore d'impresa (enterprise value)	16.391.362	11.020.135	13.286.986	9.976.194	8.394.244	11.593.717
L. Numero dipendenti	14.100	14.200	13.100	11.900	12.200	12.000

## Conto economico Tiffany & Co.

	31/01/2020	31/01/2019	31/01/2018	31/01/2017	31/01/2016	31/01/2015
	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified
	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K
L Totale valore della produzione	4.424.000	4.442.100	4.169.800	4.001.800	4.104.900	4.249.913
L Ricavi vendite e prestazioni	4.424.000	4.442.100	4.169.800	4.001.800	4.104.900	4.249.913
L Costo del venduto	1.402.400	1.402.100	1.352.200	1.303.000	1.411.100	1.518.580
L Margine sui consumi	3.021.600	3.040.000	2.817.600	2.698.800	2.693.800	2.731.333
L Oneri diversi di gestione	2.289.000	2.249.700	2.008.200	1.977.600	1.933.700	1.839.904
L Risultato operativo [EBIT]	732.600	790.300	809.400	721.200	760.100	891.429
L Proventi/oneri finanziari	-42.300	-46.800	-48.900	-44.600	-50.200	-153.892
L Proventi finanziari	-38.500	-39.700	-42.000	n.d.	n.d.	n.d.
L Oneri finanziari	3.800	7.100	6.900	44.600	50.200	153.892
L Utile/Perdita prima delle imposte	690.300	743.500	760.500	676.600	709.900	737.537
L Totale imposte	149.200	173.000	244.200	230.500	246.000	253.358
L Utile/Perdita al netto delle imposte	541.100	570.500	516.300	446.100	463.900	484.179
L Totale proventi/oneri straordinari e di altra natura	n.d.	15.900	-146.200	n.d.	n.d.	n.d.
L Proventi straordinari e di altra natura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Oneri straordinari e di altra natura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Utile/perdita di esercizio [utile netto]	541.100	586.400	370.100	446.100	463.900	484.179

### Conti d'ordine

L Ricavi dalle esportazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Costi per materie prime	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Costo del personale	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Ammortamenti e svalutazioni	259.700	229.000	206.900	208.500	202.500	194.158
L Altre voci reddituali operative	2.029.300	2.020.700	1.801.300	1.769.100	1.731.200	1.645.746
L Interessi corrisposti	n.d.	n.d.	n.d.	46.000	49.000	62.903
L Costi per ricerca e sviluppo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L Flusso finanziario	800.800	815.400	577.000	654.600	666.400	678.337
L Valore aggiunto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L EBITDA	992.300	1.019.300	1.016.300	929.700	962.600	1.085.587

## Rendiconto finanziario Tiffany & Co.

	31/01/2020	31/01/2019	31/01/2018	31/01/2017	31/01/2016	31/01/2015
	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD	migl USD
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified
	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP	US GAAP
	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K	10-K
Flusso finanziario da attività operativa						
L. Utile netto	541.100	586.400	370.100	446.100	463.900	484.179
L. Ammortamenti	259.700	229.000	206.900	208.500	202.500	194.158
L. Svalutazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Ammortamenti/Svalutazioni	259.700	229.000	206.900	208.500	202.500	194.158
L. Ammortamento immobiliz. immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Ammortamento costi di acquisizione	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Ammortamenti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Imposte differite	6.600	-21.300	96.800	46.100	-1.900	37.712
L. Variazioni contabili	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Attività cessate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Voce straordinaria	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Voci non ricorrenti	-2.600	-6.100	1.300	29.500	29.600	-9.156
L. Ricerca e sviluppo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Utile/perdita da partecipazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Altre voci non monetarie	84.200	124.200	91.900	88.900	115.700	85.194
L. Voci non monetarie	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Incassi in denaro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Pagamenti in denaro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Crediti verso clienti	3.700	-30.800	7.000	-19.200	-16.700	-17.561
L. Rimanenze	-72.700	-270.500	-52.900	54.800	63.700	-167.607
L. Risconti attivi	-36.300	-11.300	-28.800	33.600	1.100	-20.864
L. Altre attività	-35.600	-22.200	-3.700	800	-17.500	-20.180
L. Debiti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Ratei passivi	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Debiti/Ratei	33.000	53.700	98.800	-21.700	-13.700	-5.927
L. Debiti tributari	-90.900	-104.600	149.700	-39.300	3.100	81.890
L. Altre passività	-19.300	5.300	-4.900	-122.400	-12.400	-26.721
L. Altre attività e passività nette	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Altri flussi finanziari da att. Operativa	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Variazioni del Capitale circolante	-218.100	-380.400	165.200	-113.400	7.600	-176.970
L. Totale flusso finanziario da att. operativa	670.900	531.800	932.200	705.700	817.400	615.117

Flusso finanziario da attività d'investimento						
L. Acquisto di Immobilizzazioni	-320.600	-282.100	-239.300	-222.800	-252.700	-247.394
L. Acquisto di Immobilizzazioni immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Costi di sviluppo del software	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Spese per capitale (capex)	-320.600	-282.100	-239.300	-222.800	-252.700	-247.394
L. Acquisizione di attività	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0
L. Cessione di attività	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Vendita di Immobilizzazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Cessione/scadenza di attività finanziarie	90.000	394.100	351.400	109.800	73.600	55.308
L. Attività finanziarie nette	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Acquisto di partecipazioni	-53.000	-154.100	-598.000	-125.500	-100.000	-40.063
L. Vendita di immobilizzazioni immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Immobilizzazioni immateriali nette	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0
L. Altri flussi finanziari da attività d'investimento	4.300	12.200	4.800	1.700	900	15.160
L. Altre voci di flussi finanziari da att. d'investimento, Totale	41.300	252.200	-241.800	-14.000	-25.500	30.405
L. Totale flusso finanziario da att. d'investimento	-279.300	-29.900	-481.100	-236.800	-278.200	-216.989

Flusso finanziario da attività di finanziamento						
L. Altri flussi finanziari da attività di finanziamento	-15.100	-11.100	-9.200	-8.200	-1.800	-52
L. Voci di flusso finanziario da attività di finanziamento	-15.100	-11.100	-9.200	-8.200	-1.800	-52
L. Dividendi corrisposti - Az. Ordinarie	-276.300	-263.800	-242.600	-218.800	-203.400	-191.171
L. Dividendi corrisposti - Az. Privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Totale dividendi corrisposti	-276.300	-263.800	-242.600	-218.800	-203.400	-191.171
L. Vendita/Emissione di Azioni ordinarie	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Riacquisto/Ritiro di Azioni ordinarie	-163.400	-421.400	-99.200	-183.600	-220.400	-27.028
L. Azioni ordinarie nette	-163.400	-421.400	-99.200	-183.600	-220.400	-27.028
L. Vendita/Emissione di Azioni privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Riacquisto/Ritiro di Azioni privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Azioni privilegiate nette	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Vendita/Emissione di Azioni ordinarie/privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Riacquisto/Ritiro di Azioni ordinarie/privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Opzioni esercitate	108.400	23.100	54.600	15.300	2.000	42.902
L. Warrant convertiti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Azioni proprie	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Emissione (ritiro) di azioni, nette	-55.000	-398.300	-44.600	-168.300	-218.400	15.874
L. Obbligazioni a breve termine emesse	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Riduzione dell'indebitamento a breve termine	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Obbligazioni a breve termine nette	1.500	-18.400	-67.800	14.200	-11.300	-12.454
L. Obbligazioni a lungo termine emesse	133.100	49.300	39.200	174.900	24.800	567.840
L. Riduzione dell'indebitamento a lungo termine	-96.100	-32.000	-96.100	-180.200	-16.000	-403.412
L. Obbligazioni a lungo termine nette	37.000	17.300	-56.900	-5.300	8.800	164.428
L. Totale obbligazioni emesse	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Totale riduzione dell'indebitamento	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Emissione (ritiro) di obbligazioni nette	38.500	-1.100	-124.700	8.900	-2.500	151.974
L. Totale flusso finanziario da att. di finanziamento	-307.900	-674.300	-421.100	-386.400	-426.100	-23.375
Risultato						
L. Effetto variazione cambi	-1.600	-5.700	12.700	1.900	500	9.426
L. Variazioni nette disponibilità liquide	82.100	-178.100	42.700	84.400	113.600	384.179
L. Saldo iniziale delle disponibilità liquide	792.600	970.700	928.000	843.600	730.000	345.778
L. Saldo finale delle disponibilità liquide	874.700	792.600	970.700	928.000	843.600	729.957
Voci supplementari						
L. Ammortamento, voce supplementare	259.700	229.000	206.900	208.500	202.500	194.158
L. Interessi corrisposti in denaro, voce supplementare	40.800	40.600	41.500	40.600	42.500	59.668
L. Imposte versate in denaro, voce supplementare	232.800	291.400	156.200	213.900	237.500	133.430

## Stato patrimoniale LVMH

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Audit n.a.
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
	AMF	AMF	AMF	AMF	AMF	AR

### Attivo

Immobilizzazioni	91.010.000	68.698.000	69.997.000	50.749.000	48.694.000	40.224.000
L. Immobilizzazioni immateriali	50.455.000	33.055.000	33.247.000	30.981.000	30.794.000	23.736.000
L. Immobilizzazioni materiali	20.193.000	18.225.000	18.534.000	15.112.000	13.862.000	12.139.000
L. Altre immobilizzazioni	20.362.000	17.418.000	18.216.000	4.656.000	4.038.000	4.349.000
Attività correnti	34.301.000	39.973.000	26.510.000	23.551.000	21.061.000	19.398.000
L. Rimanenze	16.548.000	13.016.000	13.717.000	12.485.000	10.888.000	10.546.000
L. Crediti verso clienti	3.787.000	2.756.000	3.450.000	3.222.000	2.736.000	2.685.000
L. Altro (Attivo circolante)	13.966.000	24.201.000	9.343.000	7.844.000	7.437.000	6.167.000
L. Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	10.565.000	20.715.000	6.406.000	5.276.000	4.253.000	3.918.000
<b>Totale Attivo</b>	<b>125.311.000</b>	<b>108.671.000</b>	<b>96.507.000</b>	<b>74.300.000</b>	<b>69.755.000</b>	<b>59.622.000</b>

### Passivo

Patrimonio netto	48.909.000	38.829.000	38.365.000	33.957.000	30.377.000	27.903.000
L. Capitale sociale	152.000	152.000	152.000	152.000	152.000	152.000
L. Riserve e altri fondi	48.757.000	38.677.000	38.213.000	33.805.000	30.225.000	27.751.000
Passività non correnti	48.413.000	44.524.000	35.518.000	23.510.000	24.389.000	18.909.000
L. Indebitamento a lungo termine	24.052.000	24.730.000	15.474.000	6.005.000	7.046.000	3.932.000
L. Altre passività non correnti	24.361.000	19.794.000	20.044.000	17.505.000	17.343.000	14.977.000
L. Fondi per rischi e oneri	1.771.000	1.472.000	1.458.000	1.245.000	2.484.000	2.342.000
Passività correnti	27.989.000	25.318.000	22.624.000	16.833.000	14.989.000	12.810.000
L. Debiti	3.904.000	2.063.000	2.742.000	1.853.000	2.654.000	2.243.000
L. Debiti vs Fornitori	7.086.000	5.098.000	5.814.000	5.314.000	4.539.000	4.184.000
L. Altre passività correnti	16.999.000	18.157.000	14.068.000	9.666.000	7.796.000	6.383.000
<b>Totale passivo</b>	<b>125.311.000</b>	<b>108.671.000</b>	<b>96.507.000</b>	<b>74.300.000</b>	<b>69.755.000</b>	<b>59.622.000</b>

### Conti d'ordine

L. Capitale circolante	13.249.000	10.674.000	11.353.000	10.393.000	9.085.000	9.047.000
L. Capitale circolante netto	6.312.000	14.655.000	3.886.000	6.718.000	6.072.000	6.588.000
L. Valore d'impresa (enterprise value)	390.908.585	274.696.521	228.199.644	136.154.622	131.739.183	95.453.173
L. Numero dipendenti	175.647	150.479	163.309	156.088	145.247	n.d.

## Conto economico LVMH

	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR
	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Audit n.a.
	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
	AMF	AMF	AMF	AMF	AMF	AR
L. Totale valore della produzione	64.224.000	44.651.000	53.670.000	46.832.000	42.639.000	37.603.000
L. Ricavi vendite e prestazioni	64.215.000	44.651.000	53.670.000	46.826.000	42.636.000	37.600.000
L. Costo del venduto	15.129.000	11.145.000	13.615.000	13.640.000	12.901.000	13.083.000
L. Margine sui consumi	49.095.000	33.506.000	40.055.000	33.192.000	29.738.000	24.520.000
L. Oneri diversi di gestione	32.059.000	25.534.000	28.782.000	23.310.000	21.610.000	17.655.000
L. Risultato operativo [EBIT]	17.036.000	7.972.000	11.273.000	9.882.000	8.128.000	6.865.000
L. Proventi/oneri finanziari	172.000	-608.000	-559.000	-393.000	-74.000	-393.000
L. Proventi finanziari	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	285.000	6.000
L. Oneri finanziari	-172.000	608.000	559.000	393.000	359.000	399.000
L. Utile/Perdita prima delle imposte	17.208.000	7.364.000	10.714.000	9.489.000	8.054.000	6.472.000
L. Totale imposte	4.510.000	2.409.000	2.932.000	2.499.000	2.214.000	2.109.000
L. Utile/Perdita al netto delle imposte	12.698.000	4.955.000	7.782.000	6.990.000	5.840.000	4.363.000
L. Totale proventi/oneri straordinari e di altra natura	-662.000	-253.000	-611.000	-636.000	-475.000	-382.000
L. Proventi straordinari e di altra natura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Oneri straordinari e di altra natura	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Utile/perdita di esercizio [utile netto]	12.036.000	4.702.000	7.171.000	6.354.000	5.365.000	3.981.000

### Conti d'ordine

L. Ricavi dalle esportazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Costi per materie prime	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Costo del personale	10.541.000	8.537.000	9.419.000	8.290.000	7.618.000	6.575.000
L. Ammortamenti e svalutazioni	5.168.000	4.822.000	4.534.000	1.972.000	1.880.000	n.d.
L. Altre voci reddituali operative	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Interessi corrisposti	291.000	447.000	472.000	287.000	202.000	140.000
L. Costi per ricerca e sviluppo	147.000	139.000	140.000	130.000	130.000	111.000
L. Flusso finanziario	17.204.000	9.524.000	11.705.000	8.326.000	7.245.000	n.d.
L. Valore aggiunto	32.546.000	20.917.000	24.528.000	19.402.000	17.279.000	n.d.
L. EBITDA	22.204.000	12.794.000	15.807.000	11.854.000	10.008.000	n.d.



## Rendiconto finanziario LVMH

31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR	migl EUR
12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi	12 mesi
Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Unqualified	Audit n.a.
IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
AMF	AMF	AMF	AMF	AMF	AR

### Flusso finanziario da attività operativa

L. Utile dell'esercizio	17.196.000	8.036.000	11.263.000	9.882.000	8.138.000	6.904.000
L. Ammortamenti e svalutazioni	2.691.000	6.050.000	5.108.000	2.302.000	2.376.000	2.143.000
L. Ammortamenti e svalutazioni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Ammortamento di immobilizzazioni immateriali	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Imposte sul reddito diff. e credito d'imposta per gli investimenti	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Altri flussi finanziari	2.735.000	-89.000	-266.000	-219.000	-109.000	-314.000
L. Fondi da attività di gestione prima delle variazioni del capitale circolante e poste straordinarie	22.622.000	13.997.000	16.105.000	11.965.000	10.405.000	8.733.000
L. Dec/Inc crediti	-586.000	517.000	-112.000	-171.000	-132.000	-113.000
L. Dec/Inc rimanenze	-1.567.000	-562.000	-1.604.000	-1.722.000	-1.006.000	-819.000
L. Inc/Dec debiti esigibili	1.576.000	-559.000	463.000	715.000	257.000	235.000
L. Inc/Dec altri accantonamenti	1.002.000	237.000	98.000	91.000	367.000	185.000
L. Dec/Inc altre attività/passività	-4.399.000	-2.733.000	-3.302.000	-2.388.000	-2.919.000	-1.982.000
L. Voci straordinarie	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Fondi da altre attività operative	-3.974.000	-3.100.000	-4.457.000	-3.475.000	-3.433.000	-2.494.000
L. Liquidità netta da attività operative	18.648.000	10.897.000	11.648.000	8.490.000	6.972.000	6.239.000

### Flusso finanziario da attività d'investimento

L. Acquisizione di immobilizzazioni	-2.675.000	-1.984.000	-2.860.000	-2.590.000	-1.889.000	-2.150.000
L. Inc/Dec altre immobilizzazioni	-13.461.000	-430.000	-440.000	-790.000	-555.000	-462.000
L. Inc/Dec di partecipazioni	157.000	-525.000	-2.569.000	-59.000	-6.163.000	265.000
L. Liquidità netta utilizzata nelle att. di investimento	-15.979.000	-2.939.000	-5.869.000	-3.439.000	-8.607.000	-2.347.000

Flusso finanziario da attività di finanziamento						
L. Inc/Dec indebitamento a breve termine	-8.615.000	10.173.000	-1.160.000	-645.000	4.171.000	-592.000
L. Inc/Dec indebitamento a lungo termine	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Proventi netti da vendita/emissione di azioni ord. e priv.	-552.000	27.000	54.000	-205.000	30.000	105.000
L. Riserva di patrimonio netto	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Dividendi da azioni ordinarie	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Dividendi da azioni privilegiate	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
L. Dividendi corrisposti - Totale	-3.935.000	-2.682.000	-3.548.000	-3.054.000	-2.370.000	-2.077.000
L. Altre fonti/utilizzi - Attività di finanziamento	-2.054.000	-115.000	-80.000	-419.000	327.000	n.d.
L. Liquidità netta fornita/utilizzata dalle att. di finanziamento	-15.156.000	7.403.000	-4.734.000	-4.323.000	2.158.000	-2.564.000

Risultato

L. Effetto variazione cambi su disponibilità liquide	498.000	-1.052.000	39.000	67.000	-242.000	-1.381.000
L. Inc/Dec disponibilità liquide e attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-11.989.000	14.309.000	1.084.000	795.000	281.000	-53.000
L. Saldo iniziale disponibilità liquide e mezzi equivalenti	19.806.000	5.497.000	4.413.000	3.618.000	3.337.000	3.390.000
L. Saldo finale disponibilità liquide e mezzi equivalenti	7.817.000	19.806.000	5.497.000	4.413.000	3.618.000	3.337.000

## Bibliografia

- The Business of Fashion and McKinsey & Company. «The state of fashion. Watches & Jewellery.» [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com). giugno 2021. chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/retail/our%20insights/state%20of%20fashion%20watches%20and%20jewellery/state-of-fashion-watches-and-jewellery.pdf.
- Balducci, Daniele. *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*. Milano: AEDI edizioni, 2019.
- Bauer, Florian, e Kurt Matzler. «Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration.» *Strategic management journal* 35, 2014: 269-291.
- Beltrame, Federico, e Roberto Cappelletto. *Valutazione finanziaria e rischio nelle piccole e medie imprese*. Torino: G. Giappichelli, 2013.
- Beltrame, Federico, Giorgio Bertinetti, e Alex Sclip. *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2021.
- Bhimani, Alnoor, Mthuli Ncube, e Prabhu Sivabalan. «Managing risk in mergers and acquisitions activity: beyond 'good' and 'bad' management.» *Managerial Auditing Journal*, 2015: 160-175.
- Bianchi, Marco. *M&A – Le clausole di earn-out nei contratti di acquisizione societaria – SPA – Sale and Purchase agreement*. aprile 2021. <https://contrattiinternazionaliidimarcobianchi.it/ma-le-clausole-di-earn-out-nei-contratti-di-acquisizione-societaria-spa-sale-and-purchase-agreement/>.
- Bloomberg. *Bulgari Takeover 82% Costlier Than Hermes for LVMH: Real M&A*. 8 marzo 2011. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2011-03-08/lvmh-paying-highest-price-makes-bulgari-82-costlier-than-hermes-real-m-a#xj4y7vzkg>.
- . *Coach Agrees to Buy Kate Spade for \$2.4 Billion*. 8 maggio 2017. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-05-08/coach-says-it-agreed-to-buy-kate-spade-for-2-4-billion>.
- . *Donatella Versace's Latest Gaudy Fashion*. 28 settembre 2018. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2018-09-28/after-versace-will-prada-tod-s-and-ferragamo-be-next>.
- . *Michael Kors Steps Out With Jimmy Choo in \$1.2 Billion Deal*. 25 luglio 2017. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-07-25/michael-kors-in-deal-to-buy-jimmy-choo-for-about-1-2-billion>.
- . *Signet Agrees to Acquire Zale in \$1.4 Billion Deal*. 20 febbraio 2014. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-02-19/signet-jewelers-agrees-to-buy-zale-for-1-4-billion>.
- . *Swatch Buys Harry Winston Jewelry Brand for \$1 Billion*. 14 gennaio 2013. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2013-01-14/swatch-buys-harry-winston-watch-brand-for-1-billion>.

- Bocconi Students Capital Markets. *LVMH's Tiffany acquisition: a golden opportunity (FactSet)*. s.d. <https://www.bscapitalmarkets.com/lvmh-s-tiffany-acquisition-a-golden-opportunity.html>.
- Borsa Italiana. *Economic Value Added (EVA): cos'è e come si calcola*. 25 giugno 2019. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/eva146.htm#:~:text=L'EVA%2C%20acronimo%20di%20Economic,impiegato%20per%20produrre%20quel%20reddito>.
- . *Glossario finanziario - Capital Asset Pricing Model*. s.d. [https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html#:~:text=Si%20noti%20che%20%5BE\(RM,superiore%20al%20rendimento%20risk%2Dfree](https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/capital-asset-pricing-model.html#:~:text=Si%20noti%20che%20%5BE(RM,superiore%20al%20rendimento%20risk%2Dfree).
- Borsa italiana. *I principali metodi di valutazione aziendale*. 4 Marzo 2011. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm#:~:text=Il%20metodo%20dei%20multipli%20di,finanziaria%20netta%20e%20cash%20flow>.
- Bureau van Dijk. s.d. <http://orbis.bvdinfo.com/>.
- Bureau van Dijk. «LVMH completes acquisition of Tiffany.» report Zephyr, s.d.
- Cavender, RayeCarol, and Doris H. Kincade. «Management of a luxury brand: Dimensions and sub-variables from a case study of LVMH.» *Journal of Fashion Marketing and Management*, 2014.
- Ceroli, Pierpaolo, Andrea Marchegiani, Gianluca Natalucci, Marco Ruggieri, e Letizia Spreca. *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*. Milano: Giuffrè, 2014.
- Cochrane, Lauren. *theguardian.com*. 13 luglio 2012. <https://www.theguardian.com/fashion/fashion-blog/2012/jul/13/valentino-qatar-buy-out>.
- Commissione Europea. *Case M.9695 - LVMH / TIFFANY*. 26 ottobre 2020. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://ec.europa.eu/competition/mergers/cases1/202123/m9695\_518\_3.pdf.
- Damodaran, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. John Wiley & Sons, 2006.
- . «Discounted Cash Flow Valuation.» s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfndmkaj/https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/dcfallOld.pdf.
- . *Session 6: Implied Equity Risk Premiums*. 2021. <https://www.youtube.com/watch?v=jN00gpaFq6o>.
- . *Session 9: Terminal Value*. s.d. [https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEl5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps\\_CbQ-JGtbI9&index=9](https://www.youtube.com/watch?v=83yR6EFEl5Y&list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9&index=9).
- . *The Value of Synergy*. Stern School of Business, 2005.
- De Luca, Francesco. *Il percorso di convergenza tra IAS/IFRS e US GAAP: Il ruolo degli attori e del contesto di riferimento*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2014.

- Deloitte. «Cross-border M&A Springboard to global growth.» *deloitte.com*. 2017. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/mergers-acquisitions/us-m-a-cross-border-pov-spread.pdf.
- . «Deloitte Global Powers of Luxury Goods 2020.» *Deloitte.com*. s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/at/Documents/consumer-business/at-global-powers-luxury-goods-2020.pdf.
- . «Fashion & Luxury Private Equity and Investors Survey 2022.» *deloitte.com*. 2022. https://www2.deloitte.com/it/it/pages/finance/articles/fashion-luxury-private-equity-and-investors-survey-2022---deloitte-italy---finance.html.
- . «Global Powers of Luxury Goods 2021.» *Deloitte.com*. 2021. https://www2.deloitte.com/global/en/pages/consumer-business/articles/gx-cb-global-powers-of-luxury-goods.html.
- Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativa ad alcuni aspetti di diritto societario.* (s.d.).
- Doan, Trang Thu, Padma Rao Sahib, e Arjen Van Witteloostuijn. «The Role of Timing in a Merger Wave on Overcoming Challenges in the M&A Pre-Merger Process.» *Academy of Management Proceedings*, 2016.
- Emmanuelle, Rigaud-Lacresse, e Fabrizio Maria Pini. *New luxury management: creating and managing sustainable value across the organization*. Springer, 2017.
- Encyclopædia Britannica. «Definizione di conglomerato.» *britannica.com*. s.d. https://www.britannica.com/topic/Viacom-Inc.
- Engert, Oliver, Becky Kaetzler, Kameron Kordestani, e Andy MacLean. «Organizational culture in mergers: Addressing the unseen forces.» *New York: McKinsey&Company*, 2019: 1-7.
- EY. «US GAAP versus IFRS: The basics - January 2021.» *ey.com*. 2021. https://www.ey.com/en\_us/assurance/accountinglink/us-gaap-versus-ifrs--the-basics---january-2021.
- Fashion network. *I piani di LVMH per Tiffany*. gennaio 2021. https://it.fashionnetwork.com/news/I-piani-di-lvmh-per-tiffany,1275589.html.
- Financial Accounting Standards Board. «Statement of Financial Accounting Standards No. 160.» *fasb.org*. 2010. https://www.fasb.org/Page/ShowPdf?path=aop\_fas160.pdf&title=FAS+160+%28AS+AMENDED%29&acceptedDisclaimer=true&Submit=.
- Fornaciari, Luca. *Le operazioni straordinarie tra normativa nazionale e principi contabili internazionali*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2016.
- Guatri, Luigi, e Mauro Bini. *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Università Bocconi Editore, 2005.
- Harford, e Jarrad. «What drives merger waves?» *Journal of financial economics* 77, 2005: 529-560.
- IFRS Foundation. *Who we are*. s.d. https://www.ifrs.org/about-us/who-we-are/#history.

- Il Sole 24 Ore. *La Fed risponde al coronavirus: taglio dei tassi di mezzo punto*. 3 marzo 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/la-fed-risponde-coronavirus-taglio-tassi-mezzo-punto-ADqkGh>.
- Il sole 24 ore. *Tiffany annuncia la tracciabilità totale di ogni diamante, dalla miniera al consumatore*. 20 agosto 2020. <https://www.ilsole24ore.com/art/tiffany-annuncia-tracciabilita-totale-ogni-diamante-miniera-consumatore-ADZF88j>.
- Italia Oggi. *Lvmh mette in fermento il lusso con l'acquisizione di Loro Piana*. 9 luglio 2013. <https://www.italiaoggi.it/news/lvmh-mette-in-fermento-il-lusso-con-l-acquisizione-di-loro-piana-201307091020172854>.
- J.P. Morgan. «2020 Global M&A Outlook Navigating a period of uncertainty.» 2020.
- Junni, Paulina, e Satu Teerikangas. «Mergers and acquisitions.» *Oxford Research Encyclopedia of Business and Management*, 2019.
- KPMG. «IFRS compared to US GAAP.» *home.kpmg*. 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2021/12/ifrs-us-gaap-2021.pdf.
- . «M&A e crescita dimensionale.» *home.kpmg*. s.d. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2018/01/m-e-a-fusioni-e-acquisizioni.html>.
- . «Rapporto M&A 2020: dal mercato una prova di resilienza alla pandemia.» *home.KPMG*. 2021. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2021/06/rapporto-mergers-acquisitions-2020.html>.
- . «Rapporto M&A 2021: un anno da record.» *home.KPMG*. 2022. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2022/05/rapporto-mergers-acquisitions-2021.html>.
- . «Rapporto Mergers & Acquisitions 2019.» *home.KPMG*. 2020. <https://home.kpmg/it/it/home/insights/2020/06/rapporto-mergers-acquisitions-2019.html>.
- Kumar, B. Rajesh. *Wealth Creation in the World's Largest Mergers and Acquisitions*. Springer International Publishing, 2019.
- Lakelet Capital. *Reasons Why Mergers & Acquisitions Fail And Succeed*. 15 giugno 2019. <https://lakeletcapital.com/reasons-why-mergers-acquisitions-fail-and-succeed/>.
- LVMH. *Consolidated Financial Statements*. 31 dicembre 2020. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://r.lvmh-static.com/uploads/2021/02/lvmh-2020-consolidated-financial-statement.pdf.
- . *Consolidated Financial Statements*. 31 dicembre 2021. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://r.lvmh-static.com/uploads/2022/02/lvmh-comptes-consolides-2021-va.pdf.
- . *LVMH reaches agreement with Tiffany&Co.* 2019. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://r.lvmh-static.com/uploads/2019/11/presentation-tiffany-25-11-2019.pdf.
- macabacus. *Terminal Value*. s.d. <https://macabacus.com/valuation/dcf/terminal-value#:~:text=Perpetuity%20Growth%20Method,->

The%20perpetuity%20growth&text=The%20perpetuity%20growth%20rate%20is,outpace%20the%20economy's%20growth%20forever.

Mancin, Moreno. *Le operazioni straordinarie d'impresa, Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*. Milano: Giuffrè Francis Lefebvre spa, 2020.

Mari, Libero Mario. *Il bilancio IAS/IFRS: fondamenti, logica contabile e composizione*. Torino: G. Giappichelli Editore, 2019.

Massari, Mario. *Finanza aziendale valutazione*. Milano: McGraw-Hill, 1998.

—. *Guida alla valutazione*. Milano: Borsa Italiana, 2014.

—. *Valutazione Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill, 2008.

McGrath, Michael R. *Practical M&A execution and integration: a step by step guide to successful strategy, risk and integration management*. John Wiley & Sons, 2011.

Ordine dottori commercialisti ed esperti contabili di Roma. «I moltiplicatori nelle valutazioni aziendali.» <https://www.odcec.roma.it/>. s.d. chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/[https://www.odcec.roma.it/images/file/ODCEC\\_FORM\\_Marzo2010/20100504Moltiplicatori%20Pratica-%20Ascanio%20Salvidio.pdf](https://www.odcec.roma.it/images/file/ODCEC_FORM_Marzo2010/20100504Moltiplicatori%20Pratica-%20Ascanio%20Salvidio.pdf).

Palmer, Balcray. «How Are Principles-Based and Rules-Based Accounting Different?» *investopedia.com*. 2021. <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/rulesandprinciplesbasedaccounting.asp>.

Pezza, Chiara. «Differenza tra sistemi di civil law e common law.» *laleggepertutti.it*. 2017. <https://www.laleggepertutti.it/173444-differenza-tra-sistemi-di-civil-law-e-common-law>.

PFK International Ltd. *Wiley Interpretation and Application of IFRS Standards 2020*. John Wiley & Sons, Incorporated, 2020.

Rossi, Simone. «Le operazioni di acquisizione (M&A) in Italia: share deal o asset deal.» *Legalmondo*. 2019. <https://www.legalmondo.com/it/2019/09/operazioni-acquisizione-italia-share-deal-asset-deal/>.

Sanford C. Bernstein & Co., LLC. «Black Book - European Luxury Goods the M&A Wave - All the Targets, Multiples & Possible Outcomes.» 2014.

Senato della Repubblica. «Conti annuali, conti consolidati e documenti contabili di enti creditizi (Schema di D.Lgs. n. 172) (art.1, L.154/2014).» *senato.it*. 2015. [https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/921134/index.html?part=dossier\\_dossier1-sezione\\_sezione5-h3\\_h31&spart=si](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/921134/index.html?part=dossier_dossier1-sezione_sezione5-h3_h31&spart=si).

SumUp Limited. *Mergers & Acquisitions (M&A) - Cosa sono le M&A?* s.d. <https://sumup.it/fatture/dizionario/mergers-and-acquisitions/>.

Tiffany&Co. *Form 10-K*. 31 gennaio 2020. <https://sec.report/Document/0000098246-20-000042/#s0FE00E6039A9518797B119877F497565>.

—. *Form 10-Q*. 31 ottobre 2020. [https://sec.report/Document/0000098246-20-000118/#i47aed1e0b485470794ed64e69d318741\\_181](https://sec.report/Document/0000098246-20-000118/#i47aed1e0b485470794ed64e69d318741_181).