



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra: Revisione, Deontologia e Tecnica Professionale

M&A:
STRATEGIA DI CRESCITA E CREAZIONE
DEL VALORE;
ALCUNI CASI A CONFRONTO

Relatore:
Prof. Antonio Chirico

Candidato:
Lorenzo De Prizio
Matr. 173881

ANNO ACCADEMICO 2014-2015

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
PRIMO CAPITOLO.....	5
Creazione del valore e metodi di stima del valore economico del capitale: Principi generali	5
1.1 Le operazioni straordinarie e la creazione di valore	6
1.2 Il capitale economico come indicatore di valore.....	9
1.3 I metodi di stima: una prima distinzione.....	11
1.3.1 I metodi reddituali.....	14
1.3.2 I metodi patrimoniali.....	15
1.3.3 I metodi misti	16
1.3.4 I metodi finanziari.....	21
1.4 I metodi di stima della performance	23
1.4.1 La teoria del valore	23
1.4.2 Il reddito normalizzato	24
1.4.3 Il risultato Economico Integrato <i>Rei</i>	26
SECONDO CAPITOLO.....	24
Le operazioni di M&A	24
2.1 Le scelte strategiche di crescita: modelli teorici a confronto	25
2.2 M&A: punti di forza e di debolezza	30
2.2.1 Le motivazioni delle M&A	31
2.3 Il mercato delle operazioni di M&A.....	37
2.3.1 Il trend del mercato M&A del 2012 a livello globale e italiano	37
2.3.2. Il trend del mercato delle M&A del 2014 a livello globale e italiano	39
2.3.2.1 La situazione del 2014 a livello globale	39
2.3.2.2 La situazione italiana nel 2014	40
TERZO CAPITOLO.....	44
Il caso FIAT-ALFA ROMEO.....	44
3.1 L'acquisizione della Alfa Romeo.....	45
3.1.1 Alfa Romeo: il genio italiano diventa impresa	45
3.1.2 La Fiat acquista la Alfa Romeo	47
3.2 I motivi di base all'accordo strategico	47
3.3 La decisione della Commissione Europea	49
CONCLUSIONI.....	53

INTRODUZIONE

La crescita e la creazione di valore sono, da sempre, fattori cardine per il successo di un'impresa e, in un mercato estremamente dinamico e globale come quello attuale, un requisito fondamentale per la sua sopravvivenza.

Diversi sono i sistemi attraverso cui le imprese possono pensare di affrontare i nuovi scenari competitivi e diversi, dunque, gli strumenti creati dalla legislazione per cercare di raggiungere quegli obiettivi fondamentali di sviluppo e creazione di valore.

Oggetto del presente lavoro sono le operazioni di M&A, acronimo di fusioni e acquisizioni, desiderando di valutarne l'entità e l'efficacia, in termini di massimizzazione del potenziale di creazione del valore da parte delle imprese, ricerca di sinergie e ridimensionamenti strategici tali da consentire ai diversi attori economici di apprestare risposte rapide, coerenti con esigenze di mutamento, flessibilità, innovazione del proprio patrimonio di risorse e competenze critiche, imposte dal nuovo scenario competitivo, maggiormente dinamico e globale.

Nel corso del primo capitolo, saranno effettuate considerazioni di carattere teorico sul processo di crescita aziendale, operando una distinzione tra un processo di tipo interno-organico ed un altro di tipo esterno, realizzabile

attraverso, appunto, operazioni del presente tipo. Saranno di seguito esaminati i vari metodi di stima del capitale economico secondo la prospettiva tradizionale ovvero secondo la prospettiva del valore della performance in linea con la teoria del valore.

Nel corso del secondo capitolo, l'interesse convoglierà sulle operazioni di M&A da un punto di vista generale, percorrendo le fasi in cui si articola il processo d'acquisizione.

Saranno messe in luce, quindi, le motivazioni di ordine strategico sottese alla loro realizzazione, adeguatamente ponderate per il rischio ed i costi ad esse relativi, nonché gli ostacoli alla loro diffusione.

Nel corso del terzo capitolo, ci si soffermerà su un caso pratico, quello dell'operazione di M&A tra la Fiat e la Alfa Romeo. Dopo aver descritto gli antefatti e gli aspetti salienti degli avvenimenti che hanno portato alla cessione di Alfa Romeo da parte di Finmeccanica, se ne evidenzieranno gli aspetti economici in termini di strumento strategico. Infine si darà conto della condanna del nostro Paese da parte delle istituzioni europee alla restituzione dei contributi erogati alla Alfa Romeo, prima e in costanza della definizione dell'operazione di cessione, in quanto ritenuti aiuti di stato.

PRIMO CAPITOLO

Creazione del valore e metodi di stima del
valore economico del capitale: Principi generali

1.1 Le operazioni straordinarie e la creazione di valore

Le operazioni straordinarie, precipuamente le operazioni di “Mergers and Acquisitions” (di seguito “M&A”), di cui si dirà meglio nel prosieguo della trattazione, vanno contestualizzate all’interno delle scelte strategiche che ogni azienda compie per perseguire la finalità di fondo che è alla base del suo operare e che ispira le sue azioni.

Etimologicamente stanno a significare "*fusioni e acquisizioni*": con tale espressione si intendono tutte quelle operazioni di finanza straordinaria che portano alla fusione di due o più società. *Merger* è la fusione vera e propria e con tale operazione le società partecipanti alla fusione cessano la loro esistenza giuridica per far confluire i loro patrimoni in una nuova società.

L’Acquisition è una forma di fusione per incorporazione in cui una società (l’incorporante) mantiene la propria identità giuridica annettendo altre società che cessano di esistere; in questo caso quindi non nasce una nuova società.

Posto che l’impresa tende nel lungo periodo al consolidamento di una posizione di vantaggio competitivo sostenibile nel proprio settore d’operatività e, dunque, alla massimizzazione del valore creato per l’utente finale dei propri prodotti/servizi, essa ricorre alle operazioni straordinarie in quanto funzionali all’implementazione delle linee strategiche dell’impresa e per tale motivo costituiscono uno degli strumenti idonei a creare valore.

Un’impresa crea valore, è cioè orientata alla massimizzazione del valore creato per il cliente, quando le scelte strategiche e le relative azioni d’implementazione siano tali da massimizzare il differenziale tra:

- Beneficio netto (Bn) percepito¹ dal cliente (al netto dei costi d'utilizzo, connessi cioè all'utilizzo del prodotto/servizio da parte dell'utente finale);
- Costi totali (CT) sostenuti per produrlo.

Il potenziale di creazione del massimo valore, fattore connotante l'essenza stessa dell'impresa, e dunque la capacità della stessa di competere attivamente sui mercati, transita attraverso la massimizzazione del valore dell'output realizzato, rispetto e al costo sostenuto per produrlo (inteso come somma del valore degli input impiegati) e al valore creato in media dalle altre imprese concorrenti operanti nel medesimo settore (o segmento di mercato).

In simboli:

$$\Sigma \text{output} = \Sigma \text{input} + v$$

¹ Si noti come il Beneficio netto percepito dal cliente (Bn) ne esprima la reale disponibilità a pagare in funzione dell'utilità che questi ritrae dall'utilizzo del prodotto/servizio, ossia del potenziale di soddisfacimento delle esigenze (aspettative) del cliente insito nell'offerta dell'impresa

La reale sostenibilità di una posizione di vantaggio competitivo è dunque spiegata dalla capacità dell'impresa di creare un valore stabilmente superiore non soltanto rispetto al costo sostenuto per produrlo, ma anche rispetto al valore creato dalle altre imprese che insistano sulla medesima area di business ovvero sul medesimo segmento di mercato, il che si traduce in una redditività stabilmente superiore rispetto al reddito prodotto in media dalle altre imprese operanti nel settore.

Le diverse operazioni straordinarie, dunque, costituiscono strumenti con cui assicurare lo sviluppo aziendale, ricercare ridimensionamenti strategici e flessibilità, ma sempre al fine di migliorare la posizione competitiva e generare valore in un'ottica di massimizzazione del valore economico del complesso aziendale².

Le strategie di crescita nel contesto economico attuale si potranno orientare verso una linea di azione interna all'impresa, in alternativa a strategie rivolte all'esterno della stessa. Nel primo caso si opterà per un potenziamento della struttura organizzativa e di sistemi gestionali di migliore qualità; nel secondo caso si opterà per uno sviluppo quantitativo realizzato attraverso acquisizioni, fusioni, joint venture, alleanze e cartelli³.

² Cfr. Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pag. 3

³ Cfr. Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pag. 54

Le strategie di crescita esterne sono attualmente le vie più adatte allo sviluppo dell'impresa che opera nei nuovi mercati globalizzati e estremamente competitivi. Inoltre, queste linee di azione potranno riguardare le imprese di grandi dimensioni e internazionali, e troveranno scarso riscontro in realtà come il contesto imprenditoriale italiano caratterizzato da un tessuto imprenditoriale di piccole imprese a carattere familiare e associativo limitato. E' il caso di cui si tratterà nell'ultima parte di questo elaborato.

1.2 Il capitale economico come indicatore di valore

Esistono tante configurazioni del capitale come complesso di beni e persone a disposizione dell'imprenditore, beni eterogenei dal punto di vista qualitativo che vengono valutati in una stessa unità di misura da un punto di vista quantitativo.

Ci riferiamo al concetto di capitale nelle sue molteplici accezioni. Tra queste, la configurazione del *capitale di trasferimento*⁴ o di *capitale economico* (o valore economico del capitale), in simboli indicato con W, il quale costituisce una grandezza intrinsecamente legata alla capacità prospettica del complesso in oggetto di creare valore, esprime cioè il maggior valore del complesso aziendale rispetto al patrimonio netto contabile (o capitale netto di bilancio)⁵ alla data di valutazione, in un'ottica prospettica, in funzione del potenziale di creazione del valore, della capacità reddituale prospettica dell'impresa.

⁴ Cfr. Zanda G. Lacchini M. Onesti T. "La valutazione delle aziende, ed. V Giapichelli Torino 2005, pag. 25

⁵ Valutato secondo criteri c.d. di funzionamento (going concern), in conformità degli statuti principi contabili (ex art 2426 c.c.).

La valutazione del capitale di trasferimento viene attuata in tutti i casi di operazioni straordinarie in senso stretto, quali cessioni, o in senso lato, quali fusioni, scissioni ovvero le operazioni che comportano il mutamento del soggetto economico e presuppone la conoscenza di precisi metodi di valutazione.

Pertanto, iniziamo il nostro percorso dall'analisi dei metodi di valutazione dei complessi aziendali constatando come appaia largamente consolidato il ricorso ai seguenti metodi di stima:

1. Metodi reddituali
2. Metodi patrimoniali
3. Metodi misti (reddituali-patrimoniali): “con Stima autonoma del goodwill” e “modello dell'EVA”
4. Metodi finanziari

La dottrina ha individuato i seguenti requisiti necessari affinché la tecnica adottata sia affidabile:

- **razionalità**: il metodo valutativo deve essere concettualmente valido;
- **obiettività**: il metodo deve essere fondato su dati credibili, deve risultare concretamente applicabile;
- **generalità**: deve prescindere dagli interessi e dalle caratteristiche delle parti coinvolte nello scambio;
- **stabilità**: la metodologia deve fondarsi su dati che non siano influenzati da fenomeni di natura contingente.

Non esiste una metodologia di stima in assoluto valida, vale a dire che presenti contestualmente tutti i requisiti richiamati, ma esistono tecniche più o meno adeguate per la valutazione del capitale economico di una impresa, in funzione della tipologia di dati disponibili e della complessiva situazione dell'impresa oggetto di valutazione.

1.3 I metodi di stima: una prima distinzione

Le metodologie di stima del capitale economico possono così essere schematizzate⁶:

METODI DIRETTI	METODI INDIRETTI
Fondati su prezzi di mercato	Fondati su grandezze contabili

I metodi diretti stimano il valore del capitale di un'azienda sulla base dei prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda stessa o di aziende similari.

All'interno di essi possiamo annoverare i *metodi diretti in senso stretto* e i *metodi basati sui moltiplicatori di Borsa*. Nella prima categoria, quando l'azienda è quotata in borsa, il suo valore economico sarà dato dal valore corrente di mercato del suo capitale, composto da diverse tipologie di azioni: ordinarie, di risparmio, privilegiate (capitalizzazione di borsa).

⁶ Cfr., Cfr. Zanda G. Lacchini M. Onesti T. "La valutazione delle aziende, ed. V Giapichelli Torino 2005, pag. 32

In termini matematici esprimeremo il valore economico a mezzo della seguente formula:

$$W = \sum p_i * m_i$$

dove

W = valore del capitale economico

p_i = prezzo di mercato di un'azione della tipologia "i"

m_i = numero delle azioni della tipologia "i".

Se invece l'azienda non è quotata in borsa, il suo valore sarà dato dalla media aritmetica dei valori economici di un campione di aziende simili a quella in oggetto di stima. In simboli :

$$W = (\sum w_i^s * p_i) / \sum p_i$$

dove

W = valore del capitale economico

w_i^s = valore economico delle aziende del campione simili a quella che è oggetto di valutazione

p_i = peso assegnato a ciascuna valutazione.

In ogni caso, il campione scelto dovrà essere significativo, le aziende scelte dovranno essere omogenee e assimilabili a quella oggetto di stima, e ciò con riferimento alla dimensione, per il fatturato, numero dei dipendenti, capitale sociale e capitale investito; per i risultati reddituali degli ultimi tre/cinque esercizi; per la struttura finanziaria, tasso di indebitamento, struttura dei debiti verso terzi.

I metodi appartenenti alla seconda categoria, essendo l'azienda quotata in borsa, si basano sull'ipotesi che aziende tra loro simili mostrino rapporti tra il

valore del capitale economico e una grandezza di tipo contabile tra loro assimilabili. Dal punto di vista matematico avremo che:

$$W_t/K_t = P_s/K_s$$

dove

W_t = valore del capitale economico dell'azienda target;

K_t = valore della grandezza contabile nell'azienda target;

P_s = prezzo medio di mercato del capitale di un campione di aziende simili;

K_s = valore medio della grandezza contabile del campione di aziende simili;

W_t/K_t = moltiplicatore dell'azienda oggetto di valutazione;

P_s/K_s = moltiplicatore medio di un campione di aziende simili.

Stabilito il valore del moltiplicatore medio di un campione di aziende simili, sia per settore d'appartenenza che per struttura, a quella oggetto di valutazione, otteniamo:

$$W_t = (P_s/K_s) * K_t = \text{moltiplicatore} * K_t$$

Le grandezze contabili di riferimento maggiormente utilizzate saranno il fatturato, l'utile netto, il cash-flow, il patrimonio netto.

All'interno della categoria dei **metodi indiretti**, possiamo annoverare i metodi basati su *grandezze stock*, i metodi basati su *grandezze flusso-stock* e, infine, i metodi basati su *grandezze flusso* di cui ora ci occupiamo. Per ora, ci interessa esporre gli aspetti salienti dei metodi indiretti, rimandando al capitolo successivo, un più approfondito esame critico.

1.3.1 I metodi reddituali

Proseguiamo il nostro percorso partendo dai metodi reddituali di stima del capitale di trasferimento⁷. Questi si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale economico dell'impresa sia funzione della sua attitudine a generare flussi reddituali futuri. In termini matematici la formula utilizzata è il valore attuale di una rendita perpetua, ovvero:

$$W = R/i$$

Questa impostazione implica di prendere a base di calcolo un reddito medio-normale⁸ e di vagliare a tempo illimitato la durata di detto reddito. Esiste anche un altro approccio basato sull'assunto di una durata temporale limitata del flusso reddituale. In questo caso la formula utilizzata sarà quella del valore attuale della rendita annua posticipata, ovvero:

$$W = R * a_{n|i}$$

tale che:

$$a_{n|i} = \sum_{k=1}^n 1/(1+i)^k$$

⁷ Cfr., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013

Torino, pagg. 6-14

⁸ Circa i metodi reddituali di stima del capitale economico (W), il reddito medio normale (reddito medio prospettico, RMP) esprime la media aritmetica dei flussi reddituali considerati nei 3-5 esercizi precedenti la data di valutazione depurati delle componenti straordinarie di reddito ed indicizzata (la media aritmetica) per un tasso di crescita prospettico dei flussi reddituali, base di calcolo del valore economico del capitale;

1.3.2 I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali prevedono la rettifica e la riespressione a valori correnti del capitale netto aziendale⁹. Potranno avere per oggetto la rettifica dei soli elementi materiali attivi, nel qual caso parleremo di metodi patrimoniali *semplici*, e con l'inclusione degli elementi immateriali, nel qual caso parleremo di metodi patrimoniali *complessi*¹⁰.

I motivi per i quali si rende necessaria una rielaborazione dei valori contabili sono riconducibili alla necessità di depurare l'influenza dalle norme e convenzioni contabili, l'eliminazione di irregolari registrazioni, l'influenza delle condizioni ambientali e di mercato e le mutate condizioni di utilizzo dei fattori produttivi.

Non è questa la sede per affrontare il procedimento di rettifica delle singole voci di patrimonio, poiché per il nostro studio ci interessa presentare i metodi patrimoniali nel ventaglio dei procedimenti di valutazione del capitale economico. Nel proseguo del nostro itinerario, esporremo i suoi pregi e difetti, quando affronteremo le operazioni straordinarie di M&A.

⁹ Circa i metodi patrimoniali, il Patrimonio Netto Rettificato (K') esprime la somma del patrimonio netto contabile (K = attività meno passività valutate secondo criteri di funzionamento - going concern- ex art 2426 c.c.), più le modifiche apportate allo stesso in termini di riespressione di attività e passività a valori correnti (fair value), così da ottenere il Patrimonio netto modificato. Quindi occorre aggiungere al risultato così ottenuto le rettifiche derivanti dalla contabilizzazione di asset immateriali non precedentemente rilevati in contabilità ma determinati in sede di stima del valore economico del capitale così da ottenere il patrimonio netto rettificato (K'), espressione quest'ultimo del capitale economico (W);

¹⁰ Cfr., ., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pagg. 24

1.3.3 I metodi misti

I metodi misti sono una mediazione tra i metodi patrimoniali, dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva, e metodi reddituali, dei quali considerano la rilevanza delle aspettative di reddito.

Contemplano due metodi:

- il metodo del valore medio, modello tedesco;
- il metodo della durata limitata dell'avviamento, modello anglosassone.

Il modello tedesco, definisce il valore del capitale economico come media aritmetica semplice dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo reddituale puro e del metodo patrimoniale semplice.

In termini matematici possiamo esprimere la definizione nel seguente modo:

$$W = \frac{1}{2} (R/i + K')$$

dove

K' = patrimonio netto rettificato

R = il reddito medio atteso

i = il tasso di congrua remunerazione.

La formula possiamo riscriverla in un altro modo:

$$W = K' + \frac{1}{2} (R/i - K')$$

dove

$(R/i - K')$ è il valore dell'avviamento positivo, il *goodwill*, o negativo, il *badwill*¹¹.

In altri termini, con questo metodo si somma al valore del patrimonio la metà del valore dell'avviamento¹².

¹¹ Cfr., .., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013
Torino, pag. 33

¹² Con riferimento al concetto di avviamento, occorre precisare come esso esprima il maggior valore del capitale aziendale rispetto al patrimonio netto contabile derivante dalla capacità prospettica del complesso aziendale di produrre redditi stabilmente superiori rispetto al reddito prodotto in media dalle altre imprese operanti nel settore che le deriva dalla presenza di elementi intangibili quali: posizionamento sul mercato, tradizione, fidelizzazione del cliente, qualità del capitale umano ecc. e perciò definito come valore attuale del sovra reddito medio prospettico: $S = RMP$ (calcolato nei termini indicati nel modello reddituale) - RMS (reddito medio di settore: prodotto del patrimonio netto rettificato alla data di valutazione per un tasso medio di rendimento del capitale investito, i , : $K'i$.)

Il metodo anglosassone E.V.A.¹³, *Economic Value Added*, esprime un concetto che viene utilizzato in primis per la valutazione della *performance* aziendale. In riferimento a dati prospettici, diventa poi un metodo di stima del valore aziendale.

Può dirsi anche come maggior valore che incrementa il capitale operativo investito nell'attività economica ovvero come differenza tra il rendimento del capitale investito e il suo costo. Ciò premesso, resta da individuare il parametro del rendimento e quello del costo del capitale investito. Quanto al rendimento, lo si identifica nel rapporto tra il reddito operativo al netto delle imposte (NOPAT: *Net Operating Profit After Tax*) e il capitale investito; il costo invece lo si identifica nel costo medio ponderato dell'intero capitale investito.

Possiamo esprimere nel modo seguente il valore aggiunto:

$$EVA = (r-c) \times CI^{14}$$

dove

r = rendimento del capitale investito

c = costo medio ponderato del capitale, ossia il Wacc

CI = capitale investito.

13 È evidente come l' E.V.A possa essere inteso come differenza tra il NOPAT ed il costo del capitale investito, infatti : $r = \text{NOPAT}/\text{CI}$, il che permette di comprendere come esso costituisca una grandezza espressiva del maggior valore creato da un'impresa al netto della remunerazione dell'equity (entità dei mezzi propri, investiti nell'attività economica dell'impresa)

14 Cfr., Potito L., nota 27 pag. 35, marchio registrato della Stern Stewart & C. società americana di consulenza aziendale e finanziaria

Inoltre, possiamo considerare il valore economico da un altro punto di vista. Posto l'E.V.A come maggior valore annuale del capitale investito, considerando i maggior valori futuri attualizzati e sommando al risultato così ottenuto il capitale iniziale, potremmo addivenire alla configurazione del M.V.A, cioè il *Market Value Added*.

1.3.4 I metodi finanziari

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale economico dell'impresa sia funzione della sua capacità di generare flussi di cassa futuri.

In termini matematici:

$$W = V - D$$

dove:

W = valore economico del capitale

V = valore di mercato dell'impresa: valore attuale dei flussi di cassa attesi attualizzati al Wacc¹⁵ dopo le imposte, $\sum_{i=1}^n FCFO_i / (1+wacc)^i + [VA_n / (1+wacc)^n]$ | VA_n = valore attuale all'epoca n dei flussi di cassa prospettici disponibili a partire dall'epoca n+1; si assume che a partire dall'epoca n i flussi di cassa operativi attesi rimangano costanti all'infinito

D = ammontare del debito alla data di valutazione

¹⁵ Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*) = $K^c * [E/(D+E)] + K^d(1-t) * [D/(D+E)]$. K^c = costo capitale di rischio; E/(D+E) = ammontare dell'equity sul totale delle fonti di copertura fabbisogno (D+E); K^d(1-t) = costo del debito al netto delle imposte; D/(D+E) = quota di debito su totale delle fonti di copertura fabbisogno (D+E).

Dalla teoria di portafoglio il Wacc, costo medio ponderato del capitale, può essere inteso quale tasso di rendimento atteso di un portafoglio costituito da tutti i titoli emessi dall'impresa (titoli rappresentativi di debito ed equity), ovvero quale costo opportunità del capitale per progetti aventi lo stesso profilo di rischio dell'impresa.

Questo metodo di stima comporta di stabilire la durata e la configurazione dei flussi di cassa¹⁶ da un lato, le modalità di calcolo dall'altro.

Sotto il primo aspetto, salvo il caso in cui la gestione aziendale sia vincolata a concessioni di terzi, la durata dell'impresa è illimitata. Quanto alla configurazione dei flussi di cassa, si può scegliere un solo flusso costante, nel qual caso parleremo di metodo finanziario puro, oppure si possono calcolare dei flussi di cassa puntuali tanti quanti sono gli esercizi che si prendono a base di riferimento, in genere dai cinque ai sei anni.

In questa ipotesi parleremo di metodo finanziario complesso¹⁷.

¹⁶ Sono flussi di cassa o *cash flow* la definizione dei flussi monetari (differenza tra tutte le entrate e le uscite monetarie) di una azienda o di un progetto nell'arco del periodo di analisi.

¹⁷ Cfr. , Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pagg. 15-21

1.4 I metodi di stima della performance

1.4.1 La teoria del valore

I metodi di stima che abbiamo esposto rappresentano dei tradizionali modelli di valutazione del capitale economico. Con il trascorrere del tempo, si sono evoluti e sono stati corretti, ma sempre più sono risultati inadeguati allo scopo per il quale erano stati ideati. Ciò per diverse ragioni: per essere stati congegnati nei primi decenni del novecento, per l'avvento dei più efficienti mercati finanziari nei quali sono trattati gli scambi economici ivi inclusi quelli di pacchetti azionari, infine per l'affermarsi agli inizi del terzo millennio, di una *teoria del valore*, la quale ha imposto la definizione di nuove metodologie di stima¹⁸. Padre della teoria è stato Rappaport nel 1986¹⁹ con gli studi condotti negli USA, mentre in Italia un significativo impulso a questi studi si deve a Guatri nel 1991.

La teoria del valore è divenuta riferimento di valutazione nel contesto delle scelte strategiche dell'impresa.

Una definizione di essa si deve all'autore Donna, il quale afferma: “Ma cosa significa creare valore?”

Significa realizzare qualche cosa che *valga la pena*, cioè che meriti gli sforzi, le energie, le risorse impiegate per ottenerla... omissis”. Secondo questo autore la creazione di valore interessa gli azionisti e tutti gli attori coinvolti nella gestione di impresa.

¹⁸ Cfr., ., Pozza L., “La misurazione della performance d'impresa”, Ed. Egea, 2000 Milano, pag. 11

¹⁹ Cfr., Rappaport A. “Creating Shareholder Value”

Altri autori, ritengono siano da considerare gli interessi del personale dipendente, con il conseguente incremento del benessere dell'impresa, in un campo di azione in cui si impone la cooperazione e la condivisione di interessi²⁰. La definizione del valore si è estesa alla quantificazione di valori non monetari di cui occorre tenere conto per oggettivare la stima di una impresa nel contesto ambientale in cui si trova.

Gli indicatori della performance che ora ci accingiamo a presentare sono rilevatori di valore nel processo di valutazione del capitale economico oppure rivelano come i tradizionali metodi di stima siano stati rivisitati e migliorati. Ci apprestiamo a proporre il *reddito normalizzato* prima, il *Risultato Economico Integrato* poi.

1.4.2. Il reddito normalizzato

Per la valutazione del capitale economico il criterio del reddito normalizzato lo si può annettere tra i metodi reddituali con alcune correzioni e integrazioni. Infatti, inteso come *reddito medio-normale atteso*, viene rettificato da quei componenti estranei alla gestione tipica dell'impresa, dai fatti straordinari e dai riflessi delle scelte di natura contabile e di convenienza fiscale. Quanto alle integrazioni, si deve pensare di annettere il costo effettivo dei fattori produttivi, adeguare a valori di mercato i rendimenti degli investimenti e dilazionare nel tempo le conseguenze delle operazioni straordinarie.

²⁰Cfr., autori come Demattè, Cattaneo, Masini

Attraverso la normalizzazione il reddito di esercizio è più atto ad esprimere il reddito futuro e la capacità di performance dell'impresa²¹.

Come gli altri metodi esso presenta dei limiti, primo il basarsi su previsioni, congetture e astrazioni che ne fanno uno strumento di valutazione con carenze di oggettività. Per altro, non tiene conto della congrua remunerazione del capitale investito e finanziariamente non indica quanto sia devolvibile agli azionisti. Al primo dei fattori critici si è posto rimedio attraverso la configurazione del reddito residuale, in quanto la congrua remunerazione del capitale è rappresentata dall'interesse sul patrimonio netto, il quale poiché è un costo, va incluso nel calcolo del reddito di esercizio²².

In termini matematici avremo:

$$R_r = R_n - (i * P_{na})$$

dove

R_r = reddito residuale

R_n = reddito netto di bilancio

i = costo del capitale proprio

P_{na} = patrimonio netto degli azionisti all'inizio del periodo.

Va segnalata l'assenza della stima dei beni immateriali, la mancata considerazione degli utili maturandi. Per questi motivi, nel successivo paragrafo, esponiamo due strumenti che ne tengono conto.

²¹ Cfr., Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano, pagg. 46-50

²² Cfr, nota 16 Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano, pag. 52

1.4.3 Il risultato Economico Integrato *Rei*

Il risultato Economico Integrato si presta al superamento dei succitati limiti attraverso l'esposizione dei redditi in formazione²³. Dal punto di vista matematico possiamo così esprimerlo:

$$Rei = R \pm \Delta P \pm \Delta I$$

dove

Rei = Risultato economico integrato

R = Reddito normalizzato

ΔP = variazione delle minusvalenze/plusvalenze latenti

ΔI = variazione del valore dei beni immateriali.

Sebbene esso è utilizzabile per la quantificazione della performance, presenta alcune criticità quale strumento di stima del capitale economico soprattutto in virtù della complessità dei criteri di valutazione dei beni immateriali. D'altronde si deve segnalare una sua evoluzione in considerazione della comprensione della congrua remunerazione del capitale proprio.

Ci riferiamo al Risultato Economico Integrato residuale²⁴, *Reir* espresso nel seguente formula:

$$Reir = Rei - i * K$$

dove

i = costo del capitale proprio

K = Patrimonio netto rettificato al netto della fiscalità differita

²³ Cfr., Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano, pagg. 54-55

²⁴ Cfr., Pozza L., "La misurazione della performance d'impresa", Ed. Egea, 2000 Milano, pag. 56

SECONDO CAPITOLO

Le operazioni di M&A

2.1 Le scelte strategiche di crescita: modelli teorici a confronto

Nell'introdurre il tema del presente lavoro si è fatto riferimento alle strategie di creazione di valore volute dal management come operazioni di M&A. Ora si rende necessaria una chiarificazione terminologica.

Secondo parte della dottrina per acquisizioni si devono intendere quegli strumenti utili a realizzare un obiettivo di crescita sotto il punto di vista esclusivamente economico aziendale²⁵.

Con “*acquisizioni di aziende*” ci si riferisce a quelle vie attraverso le quali si arriva ad avere il controllo di un'azienda, ovvero gli acquisti, gli apporti di aziende e le fusioni.

Nella pratica anglosassone è in auge l'uso della terminologia “*Mergers and Acquisition*” per indicare le operazioni straordinarie di fusioni e acquisizioni sotto l'aspetto organizzativo e sostanziale senza tener conto della forma giuridica di cui si avvalgono²⁶.

²⁵ Cfr., Potito L., “Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”, Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pagg. 57-58

²⁶ Cfr., Potito L., “Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”, Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pag. 58 nota 6

Le fusioni e le acquisizioni hanno avuto una larga diffusione a livello sia nazionale che internazionale per la rapidità con cui permettono di conseguire vantaggi competitivi dati da maggiori quote di mercato e know-how.

Per la loro crescente diffusione le operazioni di M&A hanno avuto un posto di rilievo all'interno del dibattito economico sulla dimensione ottimale di una impresa. Per la complessità dei fattori coinvolti in queste operazioni si sono succedute analisi non sempre concordi circa gli effetti da essi derivanti per i molteplici attori aziendali.

Nel panorama delle scuole di pensiero si possono distinguere gli studi con *approccio economico* dagli studi con *approccio aziendale*. Nel ramo degli studi economici si possono distinguere l'Industrial organization e la Financial economics, poiché mentre la prima indaga sulle conseguenze di queste operazioni sul sistema economico la seconda si focalizza sugli shareholders.

Vediamole nello specifico. *L'Industrial Organization* si fonda sullo archetipo struttura-condotta-performance per il quale la struttura dell'impresa influenza il suo comportamento e quindi la sua performance. Le fusioni e le acquisizioni diventano un mezzo per influire sulle strutture del mercato.

Questi studi si devono a F. M. Scherer (1980)²⁷ che constata quanto le operazioni di M&A favoriscono le concentrazioni di mercato.

Molteplici sono gli obiettivi che si perseguono attraverso di esse sebbene, dal punto di vista empirico, non si possa dimostrare la loro effettiva influenza sulla performance e le conseguenze per l'economia.

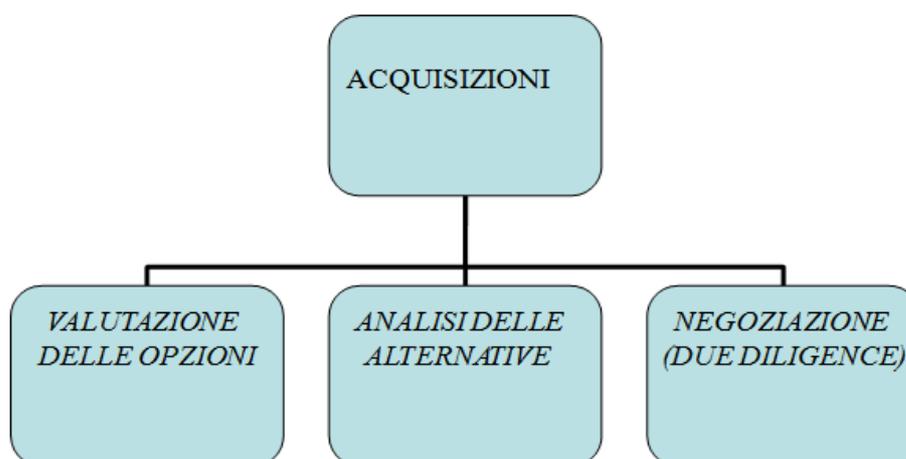
La *Financial Economics* rileva gli effetti delle operazioni di M&A dal punto di vista finanziario. Questi studi utilizzano la tecnica degli *event studies* i quali rilevano gli scostamenti tra il rendimento effettivo e il rendimento

²⁷ Cfr., F.M. Scherer, "Industrial market structure and economic performance", Ed. Rand McNally, Chicago, 1980

atteso delle azioni di società quotate coinvolte nelle operazioni straordinarie e stimati con i metodi finanziari tradizionali²⁸.

Nel ramo degli studi aziendali si possono a sua volta distinguere lo Strategic Management e l'Organizational Behaviour. Degli studi strategici fanno parte la corrente variance approach e la corrente process approach, studi più complementari che alternativi. Il primo filone vuole ricercare i legami tra le variabili esplicative e adattive di un fenomeno, mentre il secondo si focalizza sui meccanismi e processi che generano un fenomeno²⁹.

L'approccio processuale abbraccia gli studi di Jemison e Sitkin che mettono in luce il processo di acquisizione e le trappole processuali che influenzano la riuscita dell'operazione. Gli autori concludono che gli effetti dell'acquisizione in termini di performance sono condizionati dai sotto processi che creano l'intero processo di M&A. Inoltre, secondo vari autori il processo di acquisizione si compone di distinte fasi, quali³⁰:



²⁸ Cfr., la teoria si deve agli studi di Fama, Fisher, Jensen e Roll 1969

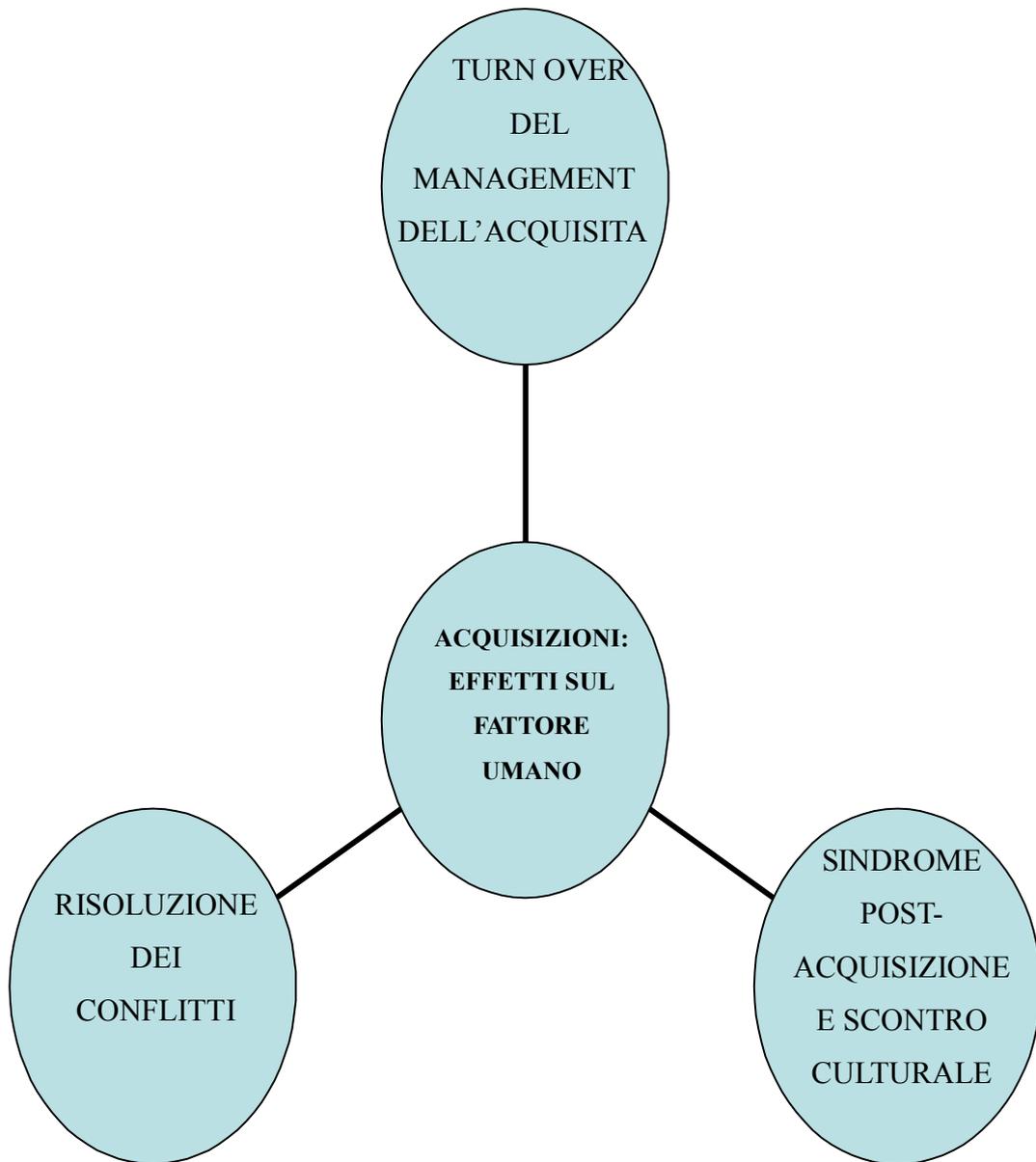
²⁹ Cfr., M. Rossi, "Fusioni e Acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze", Cap. Primo, Ed. Franco Angeli, 2009 Benevento, pag. 14

³⁰ Cfr., M. Rossi, "Fusioni e Acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze", Cap. Primo, Ed. Franco Angeli, 2009 Benevento, pag. 14 nota 5



Secondo l'Organizational Behaviour, le acquisizioni comportano delle conseguenze sia a livello individuale, sia a livello organizzativo basandosi sul concetto che è la qualità del processo di acquisizione che determina l'esito positivo dell'operazione. Queste ricerche hanno anche evidenziato gli effetti negativi delle operazioni acquisitive³¹, in:

31 Cfr., M. Rossi, "Fusioni e Acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze", Cap. Primo, Ed. FrancoAngeli, 2009 Benevento, pag. 14



In tema di aspetti culturali delle acquisizioni si sono succeduti altri studi che non hanno potuto che avvalorare la molteplicità dei fattori coinvolti in dette operazioni. Ci riferiamo agli studi di Larsson e Lubatkin, Vaara e Angwin e Schweiger e Goulet, Riad degli anni dal 2001 al 2005, arrivati a conclusioni non convergenti verso un unico fattore³².

2.2 M&A: punti di forza e di debolezza

La realtà dell'assetto del tessuto imprenditoriale italiano è da sempre connotata da numerose imprese di medie e piccole dimensioni, che ne hanno determinato il successo sul mercato in termini di vantaggio competitivo. Con l'avvento della globalizzazione dei mercati, a partire dagli anni '60 -'70 del XX secolo, siffatte caratteristiche dimensionali non ne assicurano più il successo e la sopravvivenza.

Di conseguenza, sono da individuare nella crescita, nella diversificazione e nell'investimento in human resources, quei fattori strategici su cui fare leva agli effetti della competitività sui mercati di sbocco.

In questa nuova economia, ad emergere sono le reti di organizzazioni: collaborazioni e partnership evidenziano la nuova maniera di fare business.

Le operazioni di *Merger & Acquisition* rappresentano perciò delle opportunità di crescita dimensionale e qualitativa alternative alle operazioni di crescita per linee interne, come del resto abbiamo avuto modo di sottolineare.

Dopo esserci occupati di questi strumenti di crescita sotto l'aspetto teorico, ora vogliamo proseguire il nostro studio focalizzando l'attenzione sui vantaggi e sui rischi che esse comportano, non prima di aver visto le motivazioni alla base di una scelta strategica di crescita con strumenti di M&A.

³² Cfr., M. Rossi, "Fusioni e Acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze", Cap. Primo, Ed. FrancoAngeli, 2009 Benevento, pag.15

2.2.1 Le motivazioni delle M&A

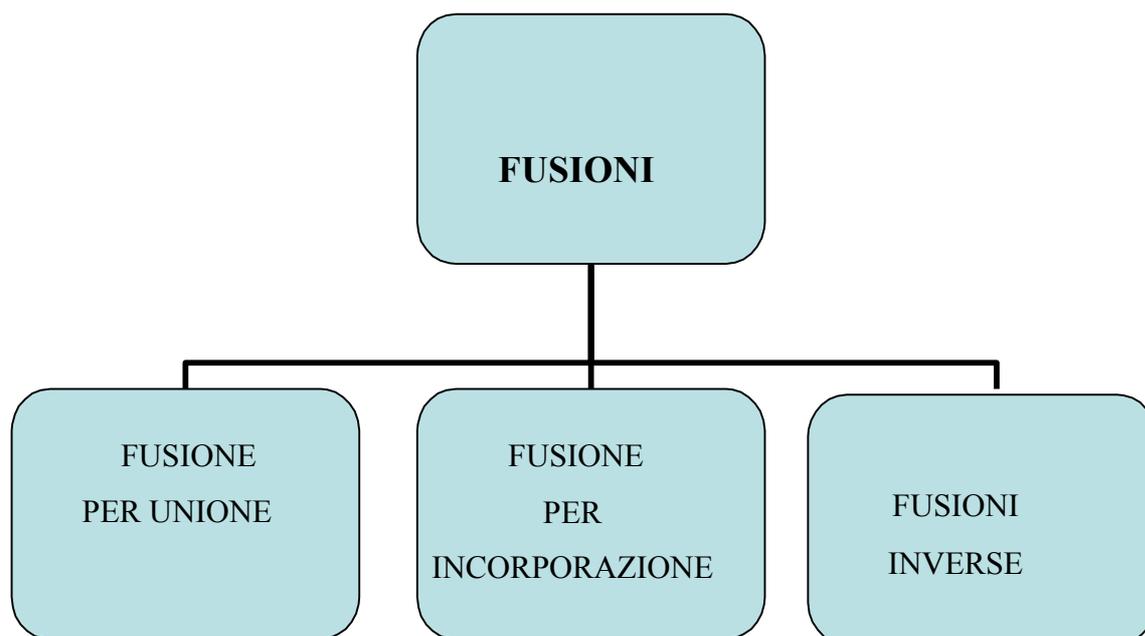
Abbiamo ricordato in altra parte del presente lavoro, che intendiamo dare alle operazioni in oggetto una prospettiva organizzativa, nel senso che le fusioni e le acquisizioni vanno inquadrare al modo di integrazioni totali o parziali delle funzioni gestionali delle imprese coinvolte, in una unica struttura che così può trarre i vantaggi per le sinergie e le economie conseguenti.

Ne consegue che la valutazione dei benefici e dei rischi conseguenti alle operazioni di M&A sia strettamente collegata alla difficoltà, eccezionalità e dimensione dell'operazione.

Le fusioni, vengono classificate in orizzontali, verticali o conglomerati rispetto alla linea di business. Sono *orizzontali* quando a fondersi sono due imprese della stessa linea di business; sono *verticali*, quando includono imprese operanti a livelli diversi della stessa filiera produttiva; sono *conglomerati (o laterali)* quando interessano imprese che operano in settori non connessi.

Dal punto di vista giuridico sono gli artt. 2501 – 2505 quater del codice civile a regolare la fusione nei casi, nelle modalità e tempi in essi richiamati. Per quanto attiene la dottrina, poi, è ormai consolidato il superamento della concezione della fusione come operazione che comporta l'estinzione dei soggetti esistenti fusi nel nuovo soggetto giuridico e la successione a titolo universale della costituenda società, dalla concezione che la fusione realizza una modificazione degli atti costitutivi esistenti con la continuità nello svolgimento della attività economico-produttiva.

A noi interessa l'aspetto economico-tecnico che spinge le imprese verso processi di integrazione-concentrazione³³ e la citata dottrina converge con le motivazioni tecnico-produttive di ordine economico-aziendale. Pertanto, possiamo così individuare:



33 Cfr., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pag. 79

delle quali la più diffusa è sicuramente la fusione per incorporazione, visti i minori costi e la maggiore semplicità sotto l'aspetto pratico.

Chiariti gli aspetti di difficoltà, eccezionalità e dimensione dell'operazione, ci soffermiamo sulle motivazioni alla base di operazioni di M&A, con particolare riguardo alle fusioni per poter indagare sui benefici ad essi conseguenti. Di motivazioni se ne possono elencare molteplici³⁴:

- eliminazione delle inefficienze;
- economie di scala e di integrazione;
- combinazione di risorse complementari;
- diversificazione;
- utilizzo di benefici fiscali;
- impiego di eccesso di liquidità;
- diminuzione del costo di accesso ai finanziamenti.

Si noti come, in relazione ai benefici sopra richiamati, si possa in via generale affermare che un'operazione straordinaria produce un beneficio in quanto il valore dell'impresa risultante dall'operazione è maggiore della somma dei valori delle imprese coinvolte; il che è perfettamente coerente con il punto di vista adottato dalla nostra analisi che considera le operazioni straordinarie nel quadro degli strumenti idonei a creare valore, rispondere efficacemente a esigenze di flessibilità, capacità adattiva, innovatività, ricerca di ridimensionamenti strategici tali da consentire all'impresa di competere con successo nel proprio mercato d'operatività.

³⁴ Cfr., Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Ed. Giapichelli, 2013 Torino, pagg. 83-84

Secondo A. Rappaport³⁵, si possono individuare tre livelli di benefici con conseguenti effetti di crescita del valore dell'impresa:

- *benefici operativi*, quando riguardano imprese con prodotti affini, concorrenti o sostitutivi e quale strumento di quantificazione dei benefici si può utilizzare la catena del valore di Porter; inoltre sinergie che ne conseguono derivano non solo dalle attività tangibili, ma anche dalle intangibili tanto che non si realizza solo un trasferimento di conoscenza ma si crea una nuova e maggiore conoscenza che si traduce in sviluppo e quindi in un incremento di valore;
- *benefici fiscali*, in termini di incentivi che favorisco investimenti in stock di capitale fisico e capital umano;
- *benefici finanziari*, per la diminuzione del costo del capitale di credito derivante da una migliore posizione sul mercato e dalla riduzione del rischio ottenuto dalla diversificazione produttiva.

Per i rischi si deve constatare che possono dipendere dalla problematicità di integrazione di più complessi aziendali già rodati e funzionanti, alla armonizzazione delle procedure e della cultura manageriale.

³⁵ Cfr., M. Snichelotto A. Pegoraro, “Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”, rivista n. 3 Febbraio 2009, Università di Verona, pag.

La minimizzazione del rischio implica l'attenta valutazione da parte del management delle potenziali aziende oggetto dell'operazione di acquisizione o fusione, almeno in una duplice prospettiva: sotto l'aspetto strategico ed economico-finanziario³⁶.

Rispetto alla visione strategica sono da preferire aziende che hanno in comune le risorse produttive, know-how e conoscenze tecnologiche ovvero la comunione di competenze frutto dell'attività già svolta potendo in tale modo sfruttare le conseguenti sinergie.

Sarà necessario effettuare una valutazione delle aziende appartenenti al settore merceologico in cui operano, eliminare quelle non soddisfacenti e identificare le capacità della migliore per riconoscere le fonti di collegamento.

³⁶ Cfr., M. Snichelotto A. Pegoraro, *“Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”*, rivista n. 3 Febbraio 2009, Università di Verona, pag. 22

Le competenze comuni sono la leva su cui agire per sviluppare nuove attività attraverso la diversificazione, per penetrare in nuovi mercati con alti tassi di sviluppo futuro.

Ultimata la fase di valutazione strategica, si deve affrontare la fase della valutazione economica che indicheremo con *due diligence*, ovvero il calcolo del valore economico ascrivibile all'azienda individuata. Si devono, infine, rinvenire le informazioni sulla conciliabilità strategica e sulla convenienza economico-finanziaria dell'operazione.

Sotto l'aspetto finanziario non è da sottovalutare che un eccessivo indebitamento può avere la conseguenza di aumentare il rischio di una minore remunerazione del capitale di rischio a causa dell'incremento del costo del capitale di credito.

Terminata la fase di *negoziazione*, inizia a questo punto la fase di *integrazione* dovendo definire sia le modalità attuative che il processo di armonizzazione. Si deve tenere conto delle differenti culture manageriali, delle barriere e dei punti di forza e di debolezza delle aziende interessate dall'operazione. Durante questa fase è fondamentale che si creino piani operativi la cui riuscita implica necessariamente una fattiva collaborazione con scambio di esperienze e competenze acquisite per un sicuro e proficuo successo dell'operazione.

2.3 Il mercato delle operazioni di M&A

Fino a questo punto abbiamo discusso delle operazioni di fusione e di acquisizione solo sotto il profilo teorico e metodologico e ne abbiamo posto in rilievo i principali vantaggi e i rischi. Ora vogliamo confrontare gli aspetti teorici con i dati del mercato delle stesse operazioni. Per questo scopo facciamo riferimento ai dati più significativi disponibili e raccolti nella pubblicazione della KPMG, un network globale di società di servizi professionali attivo nella revisione e nella organizzazione contabile, nella consulenza manageriale, fiscale e legale. La pubblicazione “*Rapporto Merger & Acquisitions*” attiene all’indagine statistica dell’anno 2014 ed è pubblicata sul sito istituzionale³⁷ con il sottotitolo “*La ripresa si consolida, ma l’Italia è sempre più preda*”. Dalla lettura del rapporto del 2014 si evince che è in atto una ripresa delle operazioni di M&A soprattutto in ambito dell’economia statunitense. Ma procediamo per gradi. Dopo aver brevemente commentato i dati riportati nel rapporto dell’anno 2012, affrontiamo l’analisi del mercato, prima internazionale, e poi italiano richiamando l’attenzione sulle più importanti operazioni avvenute nel corso dello scorso anno.

2.3.1 Il trend del mercato M&A del 2012 a livello globale e italiano

L’attività globale di M&A ha registrato nel corso del 2012³⁸ una fase di rallentamento segnato da un tasso di contrazione del 13% rispetto all’anno precedente essendo strettamente legata alla ciclicità del mercato finanziario.

³⁷ Cfr., www.kpmg.com/it

³⁸ Cfr., 2013 KPMG Advisory S.p.A., Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Italy

La diminuzione delle operazioni di M&A ha riguardato soprattutto l'attività di *cross border*³⁹ nelle aree geografiche del Pacifico, Asia ed Europa. In lieve crescita invece le operazioni di *Private Equity*⁴⁰ con un incremento del 7% rispetto al precedente risultato del 2001.

Avuto riguardo all'Italia il mercato M&A ha registrato una contrazione del 8% rispetto all'anno 2011 a motivo dello scenario recessivo e le tensioni sul debito pubblico con i conseguenti effetti depressivi sulle stesse operazioni. Solo alla fine del 2012 si registrava un lieve ripresa. In particolare, sotto l'aspetto quantitativo del volume del controvalore⁴¹, alla sostanziale stabilità delle operazioni di acquisizione Italia su Estero, alla crescita del 18% delle acquisizioni Italia su Italia, fa eco la riduzione del 17% delle operazioni Estero su Italia come a giustificare la diffidenza degli investitori stranieri nei confronti dell'economia italiana.

39 Un'operazione cross border è una transazione che implica l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari negoziati in mercati non domestici oppure la partecipazione di controparti residenti in Paesi diversi. Negli ultimi anni, si è assistito ad un aumento sia del numero che del volume delle transazioni cross border. Tra i diversi fattori che hanno contribuito a questa crescita, è possibile citare il progresso tecnologico e l'aumento della dimensione dei mercati finanziari dovuto, da un lato, alla liberalizzazione dei movimenti internazionali dei capitali e, dall'altro, alla deregolamentazione che ha portato ad un ampliamento della gamma di prodotti e servizi finanziari offerti.

40 Con il termine Private Equity si identifica l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio delle imprese: comprende le operazioni di investimento realizzate in fasi del ciclo di vita delle aziende successiva a quella iniziale.

41 Indica il valore in euro del totale delle operazioni di acquisto/vendita effettuata su uno strumento ed è calcolato come il prodotto di quantità * prezzo acquisto/vendita in euro.

2.3.2. Il trend del mercato delle M&A del 2014 a livello globale e italiano

2.3.2.1 La situazione del 2014 a livello globale

Ora andiamo a vedere i dati statistici del 2014 contenuti nel rapporto KPMG⁴². Dopo cinque anni caratterizzati da andamenti altalenanti, i dati dello scorso anno descrivono che il mercato globale M&A ha registrato un andamento in ripresa con il 9% in più rispetto all'anno 2013.

La ripresa dell'M&A globale si deve al mercato statunitense: quasi 10 mila operazioni concluse per 1.300 miliardi di Dollari. In pratica, un terzo dei volumi del mercato e oltre la metà del controvalore complessivo del mercato M&A globale, passa dagli Stati Uniti.

In Europa, invece, si censisce ancora un periodo di stallo soprattutto in termini di controvalori, giustificato dalla situazione macroeconomica ancora contrassegnata da andamenti deflattivi e problematicità nell'accesso al credito; inoltre hanno pesato negativamente anche le tensioni geopolitiche, dalla crisi finanziaria greca al blocco economico alla Federazione Russa.

Gli effetti della globalizzazione hanno prodotto che l'attività *cross border*, infatti, è cresciuta del 44% in termini di controvalori rispetto all'anno precedente. Segno evidente che, attraverso la lente dell'M&A, si può leggere in filigrana la riconfigurazione in corso dei grandi rapporti di forza economici tra le grandi macro aree geografiche: Americhe, Asia ed Europa.

42 Cfr., 2015 KPMG Advisory S.p.A., Italian limited liability share capital company and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Italy

Tra i protagonisti di questa dinamica ci sono certo gli Stati Uniti che fanno acquisizioni all'estero, grazie alla forza delle loro *corporation* e dei grandi *Private Equity*, ma sullo sfondo emerge sempre di più la Cina come investitore globale a caccia sia di opportunità d'investimento nel settore manifatturiero, ma anche nei servizi. Non a caso il 2014 segna il record delle acquisizioni cinesi all'estero: 173 *deal* per 38 miliardi di Dollari di controvalore. Di queste, 16 operazioni per quasi 6 miliardi di Euro di controvalore, hanno interessato l'Italia.

2.3.2.2 La situazione italiana nel 2014

In questo scenario, il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni fornisce qualche spunto positivo che però va letto con attenzione. Il 2014 si chiude infatti con un aumento nel controvalore totale che si attesta a 49,9 miliardi di Euro rispetto ai 30,9 miliardi del 2013 (+60%). In forte crescita anche i volumi, con 543 operazioni rispetto alle 381 dello scorso anno.

Sul controvalore complessivo pesano però in modo rilevante alcune operazioni di riassetto societario, tra cui in particolare Enel su Enersis (8,3 miliardi), British Sky Broadcasting su Sky Italia (2,9 miliardi), il passaggio del 13% di Ciments Française a Italcementi (500 milioni di Euro). Nel complesso quasi 15 miliardi di Euro di controvalore. Se depurato dai riassetti societari, il controvalore del mercato italiano in termini di operazioni di puro M&A industriale, farebbe registrare un incremento più contenuto rispetto all'anno precedente (+16%).

Dopo la pausa legata alla crisi dei debiti sovrani, è tornato l'interesse degli investitori esteri per gli *asset* italiani: 201 operazioni realizzate (quasi il doppio di quelle dell'anno precedente) per un controvalore di 26,6 miliardi di Euro (circa 40% del totale, *trend* in linea con il 43% del 2013). Tra le prime 10 operazioni, 7 sono state messe a segno da operatori esteri su

imprese italiane. Tra queste si possono segnalare le acquisizioni di Rottapharm da parte della svedese Meda AB per 2,3 miliardi di Euro e il passaggio del 100% del capitale di Indesit Company agli americani di Whirlpool Corporation Inc per 1,1 miliardi di Euro. In evidenza, come già accennato anche gli investimenti cinesi con il passaggio del 35% di CDP Reti a State Grid Corporation of China per 2,1 miliardi di Euro e l'ingresso di People's Bank of China in Eni, Enel, Telecom, FCA Fiat Chrysler, Mediobanca e Saipem sempre con investimenti intorno al 2 % del capitale.

Le operazioni Italia su Italia, sono state 249 per un controvalore di circa 10 miliardi di Euro. Nonostante l'incremento dei volumi, rispetto al 2013, il controvalore risulta in contrazione del 24%. In generale si continua a registrare un ritardo nei processi di consolidamento tra aziende italiane, soprattutto nel settore dei servizi. Prevalgono operazioni di piccola taglia, scarsamente significative sotto il profilo industriale. Evidentemente prevale ancora un atteggiamento attendista da parte di molte aziende che invece avrebbero l'opportunità di guidare processi di concentrazione in alcune filiere strategiche del nostro Made in Italy. Il tema del passaggio generazionale, in questa prospettiva, rimane una questione centrale, che rischia di rallentare il processo di crescita dimensionale di molte imprese italiane ad elevato potenziale.

Il 2014 è stato anche l'anno dell'M&A assicurativo. Si sono registrate una serie di operazioni di aggregazione tra primari operatori assicurativi italiani che hanno modificato in modo sostanziale lo scenario di *business* del settore tra cui: il perfezionamento della fusione tra Fondiaria Sai e Unipol Assicurazioni, Premafin Finanziaria e Compagnia di Assicurazione di Milano per un controvalore di 2,7 miliardi di Euro, l'acquisizione del ramo d'azienda assicurativo di UnipolSai Assicurazioni facente parte della ex Milano Assicurazioni da parte di Allianz per 440 milioni di Euro e Fata Assicurazioni Danni acquisita da Società Cattolica di Assicurazione per 179 milioni di Euro.

Infine, un tema importante che ha caratterizzato il mercato M&A italiano è quello del ritorno delle IPO. Nel corso del 2014 si sono registrate 26 operazioni

che hanno raccolto complessivamente più di 2,9 miliardi di Euro. Tra queste si segnalano le quotazioni del 55% del capitale di Anima Holding nel segmento MTA di Borsa Italiana che ha raccolto 693 milioni di Euro, il 30% di FincoBank per 673 milioni di Euro, del 38,2% di Fincantieri per 549 milioni e del 30,5% di Raiway per 245 milioni di Euro. Il 2015 dovrebbe confermare il trend positivo della seconda parte del 2014. Entro il primo trimestre del nuovo anno infatti è atteso il closing di operazioni rilevanti tra cui il completamento dell'acquisizione di International Gaming Technology da parte di Gtech per 3,5 miliardi di Euro.

A queste operazioni si devono aggiungere inoltre le privatizzazioni già annunciate dal Governo: il 40% di Poste e di Ferrovie, le quote di Sace ed Enav, più una ulteriore tranche di Enel. Operazioni che, mercati permettendo, potrebbero portare nelle casse dello Stato circa 10 miliardi di Euro. Inoltre, anche il settore bancario sarà interessato da una nuova stagione di aggregazioni.

Un anno di svolta, durante il quale il consolidamento dei segnali di ripresa dell'economia ha consentito al mercato M&A di avviare una decisa ripartenza. In aumento l'attività *cross border*, risalita al 45% del controvalore complessivo, e il peso dei *mega deal*, affiancati da un ritorno di operazioni nel *middle market*.

Dopo un quinquennio caratterizzato da andamenti altalenanti e lo stallo dell'anno precedente, nel 2014 il mercato mondiale M&A ha registrato una svolta: le 29.758 operazioni completate (+9%) hanno generato un controvalore di USD 2.468 miliardi, in crescita del 21% rispetto al 2013 (*M&A completed, target*). Si tratta del valore più alto raggiunto da cinque anni a questa parte e non lontano dal dato rilevato nel 2008 all'avvio della crisi.

Avanza l'attività M&A in Asia Pacifico (+34% in valore, includendo l'arretramento del 14% del mercato giapponese) e nelle Americhe, trascinate dalla ripartenza degli Stati Uniti (+32% in valore, +11% in volume), che fanno registrare la loro miglior *performance* dall'avvio della crisi.

L'Europa, invece, resta sostanzialmente ferma, nonostante volumi in aumento (+11%).

Dopo un avvio d'anno in linea con i risultati rilevati nell'ultimo trimestre del 2013 (USD 592 miliardi e 7.106 operazioni) e un secondo trimestre caratterizzato da controvalori in lieve calo (-12%), nella seconda parte del 2014 si è osservata una progressiva crescita dell'attività M&A mondiale: sia nel terzo che nel quarto trimestre i valori sono aumentati di circa il 20% rispetto ai tre mesi precedenti.

TERZO CAPITOLO

Il caso FIAT-ALFA ROMEO

3.1 L'acquisizione della Alfa Romeo

Il settore automobilistico è stato caratterizzato da fusioni, acquisizioni, alleanze e separazioni.

E' cronaca recente la fusione di Fiat con Chrysler che ha dato vita ad uno dei più grandi colossi internazionali dell'automobile (2014).

In questo capitolo conclusivo vogliamo occuparci dell'operazione messa a segno dalla Fiat che ha portato la società torinese ad acquisire la Alfa Romeo, mettendone in rilievo gli antefatti e le conseguenze.

Agli inizi del secolo scorso la società si è subito distinta per due importanti acquisizioni: la prima ha avuto ad oggetto l'acquisto della Ceirano nel 1900, la seconda ha coinvolto la Simca (1934).

Dopo una pausa forzata dovuta agli eventi bellici del secondo conflitto mondiale, la società ha proseguito nel processo di sviluppo mettendo a segno altre due acquisizioni: la Lancia e la Alfa Romeo.

3.1.1 Alfa Romeo: il genio italiano diventa impresa

All'atto della sua fondazione, nel 1910, la Alfa, acronimo di "Anonima Lombarda Fabbrica Automobili", aveva sede a Milano ed era nata dalle "ceneri" della società francese di Alexandre Darraq, che fallita viene appunto acquisita dalla Alfa. Successivamente nel 1915 entra nel capitale l'ingegnere Romeo Nicola, a sua volta titolare della Ing. Nicola Romeo & C. Snc, che nel 1918 cambia denominazione in Alfa Romeo.

Uscito dalla società l'ingegnere Romeo, nel 1933 l'azienda viene statalizzata ed entra a far parte dell'Iri (Istituto per la Ricostruzione Industriale); dopo la seconda guerra mondiale conquista il 10% del mercato automobilistico nazionale. Sebbene non ricoprisse ancora una posizione leader nel mercato, la società era conosciuta in tutto il mondo per la produzione di automobili che si

contraddistinguevano per un alto grado tecnologico, per prender parte ai campionati mondiali di Formula 1 e Gran Turismo.

Un punto di svolta nella gestione operativa della società avviene nei primi anni settanta quando, per favorire la ripresa economica del mezzogiorno, anche attraverso aiuti statali, viene avviato un nuovo stabilimento produttivo a Pomigliano d'Arco.

Le delusioni non si fecero attendere.

I dati relativi alle vendite delle autovetture prodotte nel nuovo sito industriale furono di molto inferiori rispetto alle aspettative.

Inoltre, la produzione giornaliera non eguagliava neppure quella potenziale a motivo dell'elevata percentuale di assenteismo e sciopero.

Sebbene le intenzioni dello Stato fossero chiare: utilizzare l'attività industriale come strumento di crescita del sud, motivo di ripresa economica del mezzogiorno, le rilevanti perdite non erano più sostenibili, specie dopo il fallimento del tentativo fatto nel 1980, di stringere un'alleanza con la società nipponica "Nissan" per la messa in produzione dell'"Arna", rilevatasi una dei più clamorosi "flop" dell'industria automobilistica.

Il progetto fu pensato per produrre oltre 100.000 vetture l'anno, che sapessero coniugare bellezza, estetica proprie delle auto giapponesi, con motori performanti marcati "Alfa Romeo", metà delle quali destinate a saturare il mercato estero e per la rimanente parte destinate al mercato interno.

All'estero non si vendette neppure un'autovettura, le vendite in Italia avevano rasentato per oltre due esercizi consecutivi i 20.000 pezzi l'anno.

Oramai erano pronte le premesse per una decisione radicale. L'Iri optava per la vendita dell'Alfa Romeo, allora società partecipata del gruppo Finmeccanica.

3.1.2 La Fiat acquista la Alfa Romeo

Inizialmente il presidente dell'Iri, Romano Prodi prese contatti con la Ford, la quale avrebbe progressivamente acquisito la maggioranza del capitale. Per impedire l'operazione la Fiat propose di fare investimenti maggiori nell'avvenire rispetto a quelli prospettati dalla società americana. Così il 07 novembre 1986 l'Alfa Romeo veniva venduta alla Fiat: nasceva la società Alfa- Lancia Industriale.

3.2 I motivi di base all'accordo strategico

Con l'approfondimento alla presente, ci accingiamo a mettere in rilievo le motivazioni di carattere strategico sottese alla vendita del gruppo Alfa da parte di Finmeccanica (Gruppo Iri) a Fiat e, allo stesso modo, le ragioni che spinsero un'icona italiana, quale Fiat, ad optare per l'acquisto. Ecco un'interessante panoramica su quanto è accaduto in quei giorni. La società americana, Ford, tentava una penetrazione nel mercato italiano attraverso l'acquisizione di un marchio di una casa famosa e su questo avrebbe costituito un intervento di gran disturbo per la Fiat.

In quel periodo al vertice dell'esecutivo vi era Bettino Craxi e come sottosegretario alla presidenza del consiglio la presenza di Giuliano Amato, anche eletto deputato nella circoscrizione Piemontese.

Quasi in contemporanea, Valerio Zanone, anch'egli deputato liberale di Torino e Ministro dell'industria, annunciava alla stampa che oltre all'offerta della società statunitense sarebbe stata ben accolta un'alternativa.

Sembrava quasi vi fosse una comunione di intenti, una prospettiva condivisa sia a destra che a sinistra, ispirata ad un comune visione strategica, in relazione a quelle che sarebbero dovute essere le sorti dell'Alfa Romeo.

Il gruppo torinese presentò la sua proposta il 25 ottobre del 1986: 8.000 miliardi di lire complessivi, tra il prezzo di acquisto, l'accollo dei debiti e gli investimenti da effettuare per il piano industriale.

Il governo ritenne l'offerta della Fiat più vantaggiosa, ma secondo il presidente di Finmeccanica Franco Viezzoli la comparazione tra le due proposte difficilmente poteva effettuarsi se non per i margini di certezza e i tempi di realizzazione che, nel caso della opzione della Fiat, risultavano migliori.

L'offerta finale della Fiat fu formalizzata solo nel novembre dello stesso anno.

Poiché la Ford aveva chiesto esplicitamente alla Finmeccanica che la sua offerta non fosse resa pubblica in caso di esclusione, il consiglio dell'Iri non fu informato: tutto passò sopra la sua testa nonostante l'ente pubblico detenesse il 15% delle partecipazioni in Alfa.

La decisione di vendere a Fiat, con conseguente esclusione della proposta avanzata da colosso americano poté dirsi, dunque, ispirata alle seguenti motivazioni di ordine eminentemente strategico.

Una simile decisione fu presa per salvaguardare l'occupazione e favorire gli investimenti per il rilancio: i marchi Alfa, Lancia e Autobianchi sarebbero stati riuniti sotto un'unica società, primo produttore e leader europeo nel settore automobilistico, nella produzione di autovetture di qualità.

La Fiat avrebbe garantito il mantenimento dell'identità aziendale, difeso la struttura produttiva facente perno sui due stabilimenti di Arese, al nord, Pomigliano d'Arco, al sud.

L'acquisizione dell'Alfa Romeo fu dunque l'espressione tangibile, la conseguenza dell'implementazione degli "schemi" una strategia già perfettamente delineata, nitida nella mente di chi fu chiamato ad assumere in concreto la decisione, mirante a restituire al gruppo torinese maggiori, migliori e nuove opportunità di creazione del valore, facendo leva sulle capacità tecnico-progettuali del gruppo oggetto d'acquisizione: la Alfa Romeo sarebbe dovuta diventare nell'arco di un decennio il fiore all'occhiello del gruppo Fiat, la giusta soluzione di

mediazione, quel sapiente “compromesso” tra l’offerta Fiat-Lancia e l’offerta di marchi noti come Audi e BMW.

Gli effettivi benefici derivanti dall’acquisizione si poterono apprezzare solo a posteriori. Dopo un decennio dalla vendita della Alfa Romeo, la privatizzazione della casa automobilistica aveva disegnato un nuovo assetto organizzativo dell’industria dell’auto in Italia, conclusosi con la concentrazione dei principali concorrenti sotto l’ombrello della Fiat e che faceva della società piemontese il primo gruppo in Italia e in Europa.

Nel 1995, a quasi dieci anni dalla conclusione dell’accordo, permangono però, le promesse non mantenute di Cesare Romiti (ex presidente e amministratore delegato del gruppo): la Fiat avrebbe pagato 1750 miliardi meno 700 miliardi di passività finanziari che si accollava; ad ottobre di quello stesso anno permanevano ancora da regolare 470 miliardi di lire mentre la Finmeccanica, che aveva inoculato 615 miliardi di lire tra il 1985/1986 nell’Alfa Romeo, non aveva ricavato alcun vantaggio finanziario dalla vendita poiché la rateazione del prezzo avvenne senza il pagamento degli interessi. Unico vantaggio per la Finmeccanica fu quello di aver posto fine alle pesantissime perdite fino a quel momento sostenute.

3.3 La decisione della Commissione Europea

La vendita a Fiat diviene motivo di intervento della Commissione europea che sospetta vi sia stato un aiuto da parte del Governo italiano, aiuto contrario alle regole contenute nel trattato europeo.

La commissione aveva chiesto alle autorità italiane (01.10.1986) notizie riguardanti l’aiuto sotto forma di conferimento di capitale per 209 miliardi di lire. La risposta, pronta, del governo (21.11.1986) precisava che il conferimento era stato effettuato per 206,2 miliardi e con il favore dell’assemblea degli azionisti di Finmeccanica e Iri .

La Commissione Europea richiedeva ulteriori informazioni e il governo italiano precisava che la decisione di vendere l'Alfa Romeo era stata presa tenuto conto della perizia effettuata da una società di consulenza indipendente cui era stato chiesto di valutare entrambe le offerte, provenienti sia da Fiat che da Ford. I periti, precisa il governo italiano, ritennero entrambe le proposte convenienti, ma la proposta di Fiat fu sicuramente da preferire poichè avrebbe portato al rinnovo della gamma dei prodotti Alfa Romeo, includeva le società partecipate italiane della stessa ed evitava le perdite di Finmeccanica, salvaguardando, tra l'altro anche, i posti di lavoro.

Nonostante la Commissione Europea chiedesse ripetutamente particolareggiate informazioni sulla vendita, senza esito positivo, ha proceduto d'ufficio ad aprire un'inchiesta di infrazione ai sensi dell'art. 93 paragrafo 2 del trattato (29.07.1987).

La ragione in sostanza atteneva alla concessione di aiuti di stato in ragione di un minore prezzo di vendita della Alfa Romeo (oscillante in un'intorno del proprio Valore Economico, nei termini suddetti) rispetto all'offerta della Ford e, con ciò, infrangendo le regole sulla concorrenza.

La Commissione Europea, sulla base dei documenti forniti dal Governo italiano, accertava che la Alfa Romeo nel 1986 aveva ricevuto 408,9 miliardi a titolo di conferimento in conto capitale, che vennero utilizzati per ripianare l'indebitamento finanziario.

Va sottolineato come il conferimento in conto capitale, autorizzato da Finmeccanica, sia avvenuto durante lo svolgimento delle trattative iniziate con Ford nel maggio del 1986 e terminate nel novembre dello stesso anno. Con ciò la Commissione Europea allargava la procedura di infrazione anche al conferimento dei 408,9 miliardi.

La posizione del Governo rispetto alla decisione della Commissione si basava sul fatto che il conferimento di capitale di 206,2 miliardi, considerato come aiuto di stato, in realtà non era tale poiché non destinato alla copertura delle perdite pregresse, ma a futuri investimenti.

Il governo italiano considerava, inoltre, l'operazione del tutto in linea con la propria politica di privatizzazione dei settori nei quali la partecipazione statale non rivestiva un'importanza strategica. In riferimento al conferimento di capitale di 408,9 miliardi, il governo precisava che esso fu effettuato quando erano in corso i negoziati con la Ford e ciò costituiva la prova evidente che non avrebbe favorito la conclusione della vendita in favore della Fiat.

Nel ribadire come la valutazione comparativa delle due offerte fosse stata rimessa ad una società di consulenza indipendente, l'esecutivo sottolineava come l'opzione Fiat fosse risultata più vantaggiosa per una serie di motivi.

In primis, sollevava la Finmeccanica dall'obbligo di far fronte alle perdite della Alfa Romeo dal 1° gennaio del 1987, favoriva la ristrutturazione finanziaria e l'eliminazione delle cause delle perdite stesse; implicava un più rapido rinnovo della gamma dei prodotti offerti dalla società, tale da restituire alla stessa un più ampio seguito in termini di consolidamento di una posizione di vantaggio competitivo sul mercato europeo in tempi brevi e contingentati; presumeva, inoltre, l'inclusione nell'operazione di tutte le sue società operative; garantiva un impegno profuso ai fini del raggiungimento degli obiettivi occupazionali.

Per tutte queste serie di considerazioni, il consiglio di amministrazione di Finmeccanica prima, l'esecutivo successivamente, (solo il 7 novembre 1986) decidevano per la vendita a Fiat.

Non dello stesso parere era la Commissione Europea che riteneva che i contributi pubblici di 206,2 miliardi di lire nel 1985 e di 408,9 miliardi di lire nel 1986 costituissero aiuti statali ai sensi dell'art. 92, paragrafo 1 del trattato.

Secondo la convinzione dell'istituzione europea, dal raffronto dei valori di vendita della Fiat e della Ford, l'offerta della Ford era leggermente superiore sotto l'aspetto finanziario, ma implicava maggiori rischi commerciali per Finmeccanica. Invece l'offerta proveniente dalla Fiat poteva dirsi priva di rischi e per questa ragione si optò per questa soluzione.

La valutazione fatta dalla Commissione Europea del prezzo di acquisto della Fiat, calcolato in termini di valore scontato al 01.01.1987, era di 389,9 miliardi di

lire, valore paragonabile a quello proposto dalla Ford. Di conseguenza si ritenne che non si era verificato alcun aiuto di stato in favore della Fiat e che il prezzo versato fosse da ritenere più basso del valore netto contabilizzato delle attività acquisite pure considerando la previsione delle perdite future.

Accertato questo fatto, la Commissione Europea pose in rilievo che i contributi oggetto di infrazione avrebbero dovuto essere notificati alla stessa ai sensi dell'art. 93, paragrafo 3 del trattato, cosa che non era invece avvenuta. Con la conseguenza che essa non si era potuta esprimere prima che fossero concessi.

Inoltre, la Fiat non aveva acquisito integralmente tutte le attività di Alfa Romeo e aveva limitato la propria responsabilità in riferimento ai debiti netti e non al di sopra di 700 miliardi di lire.

Conseguentemente la Fiat non doveva restituire l'aiuto, avendo oltretutto pagato un giusto prezzo, ma la restituzione era di competenza della società responsabile dei debiti del gruppo Alfa Romeo, cioè Finmeccanica.

Con la decisione⁴³ del 31.05.1989 la Commissione Europea intimava all'esecutivo di obbligare la Finmeccanica a restituire le somme ricevute in conto capitale.

43 Cfr., 89/661/CEE: Decisione della Commissione, del 31 maggio 1989, relativa agli aiuti concessi dal governo italiano all'impresa Alfa Romeo (settore automobilistico) (Il testo in lingua italiana è il solo facente fede) Gazzetta ufficiale n. L 394 del 30/12/1989 pag. 0009 - 0018

CONCLUSIONI

Dopo aver presentato le caratteristiche delle operazioni strategiche di fusione e acquisizione, abbiamo capito che lo sviluppo della competitività e la crescita di un'impresa devono passare attraverso la diversificazione del prodotto nonché l'unione delle forze per affrontare la globalizzazione del mercato.

Ci preme, in queste conclusioni, raccogliere alcune riflessioni a posteriori sulle vicende accadute alla Alfa Romeo dopo l'acquisizione della Fiat. A più di quindici anni di distanza, quindi siamo agli inizi del nuovo millennio, la Alfa Romeo rischiava di chiudere per sempre.

Facciamo un passo indietro iniziando dai primi anni successivi al 1987 anno della sua acquisizione. Con l'operazione la Fiat si era accollata 700 miliardi di lire di debiti e aveva versato altri 1050 miliardi di lire in cinque anni. La concentrazione del mercato conseguente era immensa: oltre al 55% del mercato nazionale dell'auto con Alfa Romeo si aggiungeva il 6% arrivando a oltre il 60%. Allora ci si doveva interrogare sul perché agli inizi del nuovo millennio, la Fiat si trovò al 30%, cosa era successo alle aspettative di crescita e sviluppo attese dall'acquisizione della Alfa Romeo?

Cerchiamo di dare una risposta plausibile. L'amministratore delegato della Fiat all'epoca della privatizzazione dell'industria automobilistica di Stato, era Vittorio Ghidella il quale aveva delle idee positive sulla Alfa Romeo ritenendo che si potesse sviluppare un polo industriale con vetture di alta gamma e fare concorrenza alla Bmw.

Intanto lo stesso Ghidella da lì a poco fu sostituito da Cesare Romiti.

A distanza di un anno di gestione, la Fiat aveva riportato la società di Arese in utile, ma furono risultati positivi molto brevi. Nello stesso periodo la Alfa Lancia fu incorporata nella Fiat e iniziarono i primi problemi e ciò dimostrava che c'era qualcosa che non tornava nella gestione strategica della Fiat.

A piccoli passi lo stabilimento di Arese sarebbe stato destinato allo smantellamento, sebbene Cesare Romiti avesse dichiarato che la Fiat aveva acquisito l'Alfa Romeo per offrire la garanzia dei posti di lavoro. Promesse ben presto contraddette dai numeri in controtendenza rispetto ai piani di produzione.

Infatti, l'Alfa Romeo avrebbe dovuto produrre circa seicento mila vettura all'anno ma in media non superò le centocinquanta mila unità. Dal 1987 al 1990 il management operò sullo stabilimento di Arese una serie di tagli attraverso la chiusura dei reparti di forgiatura e fonderia, o con il ridimensionamento del reparto di meccanica e stampaggio.

Se nel 1985 Arese dava lavoro a 14.800 dipendenti, nel 1996 ne occupava 4.000 di cui 2.000 in cassa integrazione. Nel 2002 sono addirittura scesi a meno di mille (1.000).

Dobbiamo anche segnalare che la Fiat era da sempre oggetto di conflitti di potere anche a livello politico. D'altra parte era sempre un grande marchio che rappresentava l'Italian style nel mondo e dava sostentamento a migliaia di famiglie.

Ricordiamo che l'importanza di un centro operaio come quello della Fiat aveva interessato anche le brigate rosse che avevano provocato non pochi danni e lutti al suo interno.

Le cronache del tempo narrano che la sinistra italiana era ostile a una apertura del mercato italiano a un produttore straniero.

Infatti non andò a buon fine l'affare con la giapponese Nissan ne tantomeno con la Ford e la General Motors.

Anche il progetto della produzione dell'auto ecologica era destinato al fallimento dati gli elevati costi di produzione.

Il tempo ha dato i suoi verdetti, la Fiat nel 2014 chiude l'accordo con la Chrysler e nasce Fiat Chrysler Automobiles (FCA), azienda italo-statunitense di diritto olandese, il settimo gruppo automobilistico mondiale.

L'internazionalizzazione viene scelta come chiave di sviluppo e contrasto alla concorrenza dei colossi mondiali dell'industria automobilistica della nuova era di gestione Fiat con Sergio Marchionne, attuale amministratore delegato della FCA.

Bibliografia

Potito L., *“Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese”*, Ed. Giapichelli, 2013 Torino

Zanda G.. Lacchini M. Onesti T. *“La valutazione delle aziende”*, ed. V Giapichelli Torino 2005

Pozza L., *“La misurazione della performance d’impresa”*, Ed. Egea, 2000 Milano

F.M. Scherer, *“Industrial market structure and economic performance”*, Ed. Rand McNally, Chicago, 1980

M. Rossi, *“Fusioni e Acquisizioni. Teorie, metodi, esperienze”*, Cap. Primo, Ed. Franco Angeli, 2009 Benevento

M. Snichelotto A. Pegoraro, *“Le operazioni di M&A come strumento di vantaggio competitivo”*, rivista n. 3 Febbraio 2009, Università di Verona

89/661/CEE: *Decisione della Commissione, del 31 maggio 1989, relativa agli aiuti concessi dal governo italiano all’impresa Alfa Romeo (settore automobilistico)* (Il testo in lingua italiana è il solo facente fede) Gazzetta ufficiale n. L 394 del 30/12/1989

Sitografia

[https://books.google.it/books?hl=it&lr=lang_it&id=Nz2L0ZRVUwC&oi=fnd&pg=PA5&dq=bower+2001+merger+and+acquisition&ots=Qy](https://books.google.it/books?hl=it&lr=lang_it&id=Nz2L0ZRVUwC&oi=fnd&pg=PA5&dq=bower+2001+merger+and+acquisition&ots=QyZfwWyh6&sig=GwsNZT00Tlbn4i01cHK7cY4Zr8s#v=onepage&q=bower%202001%20merger%20and%20acquisition&f=false)

[ZfwWyh6&sig=GwsNZT00Tlbn4i01cHK7cY4Zr8s#v=onepage&q=bower%202001%20merger%20and%20acquisition&f=false](https://books.google.it/books?hl=it&lr=lang_it&id=Nz2L0ZRVUwC&oi=fnd&pg=PA5&dq=bower+2001+merger+and+acquisition&ots=QyZfwWyh6&sig=GwsNZT00Tlbn4i01cHK7cY4Zr8s#v=onepage&q=bower%202001%20merger%20and%20acquisition&f=false) www.kpmg.com/it

<https://books.google.it/books?id=wfdtRMPzNyUC&pg=PA78&lpg=PA78&dq=fiat+acquisisce+alfa+romeo&source=bl&ots=1ghmT-NdA4&sig=ZJhr17hNmd-PLfbdnb6uWVhKalk&hl=it&sa=X&ved=0CDwQ6AEwDTgKahUKEwiPgjAwe jH AhXIcRQKHcKgAu4>

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:31989D0661>

<https://boxer33mo.wordpress.com/2006/11/.../lacquisizione-dellalfa-romeo>