

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

L'impatto della Crisi da COVID-19 sulle operazioni di M&A: analisi del caso Stellantis

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Alberto Incollingo

CORRELATORE

Daniele Rizzo

Matr. 709471

CANDIDATO

Anno Accademico 2019/2020

Sommario

Capitolo I - Le operazioni di M&A con focus sul settore Automotive	3
1.1 Introduzione alle operazioni di M&A: Motivazioni e finalità	6
1.2 Le fusioni.....	10
1.3 Le acquisizioni	13
1.4 La valutazione d'azienda	17
1.4.1 I metodi di valutazione diretti	19
1.4.2 I metodi di valutazione indiretti	22
1.5 Le operazioni di M&A nel settore automotive	28
Capitolo II - Il mercato M&A e l'impatto della crisi da Covid-19.....	32
2.1 Analisi del mercato M&A e recenti sviluppi	32
2.2 Crisi da Covid-19: lo scenario macroeconomico internazionale	38
2.3 Impatto della crisi sulle operazioni di M&A e confronto con le recessioni precedenti	42
2.4 Le prospettive future del mercato M&A	50
Capitolo III - Il caso Stellantis	53
3.1 Il settore automotive	53
3.1.1 Lo scenario negli anni precedenti alla crisi e le prospettive future del settore	58
3.1.2 L'arrivo della pandemia e la crisi del settore	60
3.2 Gli attori dell'operazione	64
3.2.1 FCA	64
3.2.2 PSA.....	69
3.3 Obiettivi e tipologia dell'operazione.....	72
3.4 Valutazione finanziaria	78
3.5 Le ripercussioni della crisi sull'operazione	79
CONCLUSIONI.....	81

Introduzione

Il contesto economico, sociale e sanitario incredibilmente complesso che stiamo vivendo oggi ha avuto un impatto mai registrato sulla vita delle imprese. Queste, infatti, si sono ritrovate ad affrontare sfide del tutto diverse da quelle a cui erano abituate e che hanno portato all'adozione di strategie e procedure spesso drastiche, con la speranza che queste potessero permettere loro di uscire dalla crisi e rilanciarsi nel mercato.

Le operazioni di M&A hanno sempre rappresentato un importante strumento per la crescita aziendale, ma possono essere più che mai utili anche nelle situazioni macroeconomiche complesse come quella che stiamo affrontando.

L'obiettivo dell'elaborato è, dunque, quello di analizzare l'effettivo impatto della pandemia da COVID-19 sul mercato M&A a livello globale, cercando di comprenderne sia l'influenza a livello di volume di operazioni effettuate ma anche l'effetto a livello strategico relativamente agli obiettivi che si vogliono conseguire dal compimento di operazioni di fusione e acquisizione.

Nel primo capitolo verrà introdotto l'argomento delle operazioni di M&A, analizzandone le caratteristiche principali e le motivazioni che ne sono alla base. Dopo essersi focalizzati sugli aspetti strategici e valutativi si passerà ad analizzare nel dettaglio le transazioni strategiche effettuate nel solo settore *automotive* cercando di individuarne l'andamento storico, l'impatto della crisi odierna e le nuove strategie e i nuovi obiettivi che portano gli operatori del settore a compiere questo tipo di operazioni.

Nel secondo capitolo si passa ad un'analisi di quello che è stato l'impatto della diffusione del virus sia a livello macroeconomico che a livello del mercato M&A. Per perseguire al meglio questo obiettivo sarà utilizzato un approccio storico con l'analisi delle precedenti crisi e l'impatto che queste hanno avuto sul mercato delle operazioni di fusione e acquisizione, cercando di trovare punti di contatto e divergenze che possano essere utili per provare a fare una previsione di quella che sarà la ripresa del settore, sia in termini di velocità che in termini di nuovi *trend* che caratterizzeranno i prossimi anni di attività.

Nel terzo capitolo si è scelto di approfondire una delle principali operazioni avvenute in questo periodo storico; la fusione fra FCA e PSA che ha portato alla nascita di Stellantis. Nel dettaglio, si analizzeranno quelle che sono le caratteristiche dell'operazione appena conclusa nonché quelle che sono le motivazioni e gli obiettivi che hanno portato al compimento della fusione. Inoltre, sarà compiuta un'analisi su quelli che sono i numeri del nascente gruppo in termini di redditività, liquidità ed equilibrio finanziario contestualizzandoli con i risultati degli altri leader del settore per comprendere come Stellantis si posizionerà in un contesto fortemente competitivo come quello del settore *automotive*. Infine, trattandosi di un'operazione nata e progredita all'interno del complesso

contesto economico e operativo causato dalla pandemia, si andranno a ricercare eventuali implicazioni o rallentamenti che hanno impattato sull'operazione stessa.

Capitolo I - Le operazioni di M&A con focus sul settore Automotive

1.1 Introduzione alle operazioni di M&A: Motivazioni e finalità

Le operazioni di M&A (Mergers and Acquisitions) costituiscono delle operazioni straordinarie che portano ad un radicale cambiamento della natura, del controllo e, spesso, della direzione strategica di un'impresa.

Anche se è comune parlare di M&A come concetto unico, i due termini hanno un significato leggermente diverso ed è importante distinguerli.

La fusione rappresenta una combinazione di due o più società in cui le attività e le passività di una o più imprese sono assorbite da un'altra già esistente o da una di nuova costituzione. Mentre un'acquisizione costituisce un'operazione attraverso cui un'impresa ne acquisisce un'altra per intero oppure una sua divisione o ramo d'attività.¹

Indipendentemente dalla differenza nel significato e nelle caratteristiche delle due operazioni, nella continuazione di questo lavoro il termine "M&A" rimarrà usato come avviene comunemente nella letteratura sull'argomento. Infatti, anche se le caratteristiche delle due operazioni sono diverse, vi è un fine comune rappresentato dalla ricerca della creazione di valore e quindi dal fatto che le due o più entità partecipanti avranno insieme un valore più alto rispetto a quello che avevano precedentemente all'operazione, prese singolarmente.

Le aziende, nel loro ciclo di vita, effettuano diversi tipi di transazioni, concludendo accordi con fornitori, finanziatori e autorità di regolamentazione. Queste rappresentano però delle operazioni ordinarie che avvengono con cadenza giornaliera, se non oraria, e non vanno ad impattare sulla natura stessa dell'azienda.

Le operazioni di M&A, al pari di quelle di Private Equity o di Venture Capital, sono invece dei veri e propri eventi sismici che cambiano la natura delle aziende². A seguito di queste, ad esempio, una società privata può essere resa pubblica o una società indipendente può essere integrata ad un'altra. Tuttavia, tutte queste operazioni strategiche hanno alcuni aspetti in comune. Tutte implicano un sostanziale o totale passaggio del controllo societario, da un lato, e un conseguente trasferimento di denaro (o altra forma di pagamento), dall'altro. Tutte quindi coinvolgono un compratore, che vorrà acquisire tutte le informazioni necessarie ad una comprensione approfondita del business della società bersaglio, e un venditore, che cercherà di massimizzare il valore della sua attività avendo anche cura degli interessi degli stakeholder, come i dipendenti.

¹ SHERMAN A., *Mergers and Acquisitions from A to Z*, Amacom, 2018

² FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

La decisione di effettuare un'acquisizione o di vendere una società è una delle decisioni più importanti e di impatto che si possano prendere. Tuttavia, mentre la decisione di vendere può risultare come l'ultima e definitiva scelta di una gestione aziendale, la decisione di acquistare può avere importanti ripercussioni future, andando ad impattare fortemente sul business con conseguenze spesso irreversibili.

Ciò che quindi è rilevante è il processo di analisi antecedente all'operazione. La decisione di comprare o vendere non è infatti una decisione unica e semplice, piuttosto la somma e il risultato di una grande quantità di analisi e valutazioni.

Per quanto concerne, dunque, le motivazioni e le finalità delle operazioni di M&A è giusto fare una prima distinzione fra le ragioni per cui comprare e le ragioni per cui vendere.

Le prime possono avere diverse nature. Il management potrebbe scegliere di procedere con un'operazione di acquisizione per motivi puramente strategici ed economici. L'acquisizione di un competitor diretto, o la fusione con lo stesso, potrebbe essere coerente con l'obiettivo di migliorare la propria posizione competitiva a seguito dell'aumento della propria quota di mercato. Ciò consentirebbe anche di conseguire economie di scala, di apprendimento e di scopo con un conseguente aumento della produttività. Le acquisizioni, come le fusioni, possono inoltre consentire l'accesso a nuovi settori o mercati, permettendo quindi di aumentare la diversificazione e diminuire il rischio d'impresa.³

Le ragioni alla base delle operazioni di M&A possono anche avere una natura finanziaria. L'aumento dimensionale post operazione può portare infatti ad un più facile e meno dispendioso accesso al credito, consentendo quindi la progettazione e realizzazione di investimenti precedentemente fuori portata.

Dietro le operazioni di fusione e acquisizione, possono esserci, inoltre, importanti ragioni fiscali. Ci si riferisce ad esempio alla possibilità, da parte della società acquirente, di ridurre il proprio onere tributario usufruendo di eventuali perdite pregresse della società incorporata. Altro aspetto importante dal punto di vista delle motivazioni fiscali proviene dalla sopracitata possibilità di aumentare la propria capacità di indebitamento a seguito dell'operazione di acquisizione o fusione. Il maggiore indebitamento potrà portare, infatti, ad un maggiore ammontare di interessi passivi deducibili dal reddito imponibile.⁴

Altro aspetto cardine, alla base di quasi tutte le decisioni di acquisizione, è la “*build versus buy analysis*”. Ci sono alcune rare eccezioni a questa regola, ovvero quando è teoricamente impossibile replicare il valore associato all'acquisizione. È il caso tipico di un'azienda che possiede un brevetto

³ BRAGG S., *Mergers and Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley, 2009

⁴ FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

su una determinata tecnologia o su un determinato prodotto, in questo caso l'acquisizione risulta essere l'unica opzione percorribile.

Tuttavia, quando possibile, prima di scegliere di procedere con un'acquisizione il management dovrebbe sempre valutare l'opzione *build*. Questa offre il vantaggio di risultare spesso meno onerosa e soprattutto maggiormente flessibile e quindi più facilmente integrabile con la strategia e il business dell'impresa. Gli svantaggi principali sono invece riscontrabili nella mancanza di know-how e un conseguente allungamento delle tempistiche di produzione dell'output. La scelta di procedere con un'acquisizione risulta spesso la più rapida in termini di tempo, ma anche la più esosa in termini economici. Permetterebbe sicuramente di superare le eventuali mancanze di know-how ed expertise, tuttavia, potrebbe creare difficoltà in termini di integrazione, squilibri culturali e implementazione dei nuovi processi.

Queste opzioni risultano essere, quindi, significativamente diverse l'una dall'altra in termini di rischi, benefici, vantaggi e svantaggi che queste possono apportare all'azienda. La scelta potrà essere compiuta valutando in particolare quattro variabili: adattamento strategico, velocità di implementazione, costi di implementazione e sinergie attese;⁵

- Adattamento strategico: La scelta deve consentire di conseguire l'obiettivo strategico dell'azienda. In genere, lo sviluppo interno offre maggiori margini di controllo e personalizzazione, garantendo quindi un migliore adattamento strategico a differenza delle acquisizioni, le quali portano spesso ad un adattamento approssimativo. Tuttavia, come già anticipato, alcuni asset sono unici e non riproducibili e di conseguenza l'unica opzione percorribile è quella di acquisirli.
- Velocità di implementazione: Uno dei principali fattori che vanno considerati quando si prende una decisione di investimento è la velocità con cui questo può portare alla realizzazione dell'obiettivo strategico prefissato. Se si guardasse soltanto alla velocità, l'acquisizione risulterebbe probabilmente l'alternativa più attraente, in particolare quando l'obiettivo è l'espansione nel mercato o l'ingresso in uno nuovo. Lo sviluppo interno, se da un lato, può fornire un adattamento più preciso, dall'altro, risulta molto lento e l'opportunità di mercato può essere passata nell'attesa che l'iniziativa interna venga interamente attuata e implementata.
- Costi di implementazione: Il costo risulta essere chiaramente un driver fondamentale nella scelta. L'acquisizione risulta essere, generalmente, l'opzione più costosa in quanto, a differenza dello sviluppo interno, include spesso il pagamento di un premio per l'acquisizione del controllo della società bersaglio.

⁵ GOLE W., MORRIS J., *Mergers and Acquisitions: Business Strategies for Accountants*, Wiley, 2007

- *Sinergie attese*: Quando l'acquisizione o l'alleanza strategica è l'opzione esercitata, si presume generalmente che, combinando le attività e/o le capacità, si possano realizzare benefici superiori a quelli che ci si aspetterebbe se le due società operassero in modo indipendente.

Con riferimento alla scelta di vendere, questa rappresenta invece la decisione conclusiva, e per questo forse una delle più cruciali, dell'attività di gestione dell'impresa. Come tale, la decisione è di solito a lungo combattuta in quanto soggetta ad una ingente quantità di analisi e valutazioni. È raro, infatti, che ci sia un momento specifico in cui è chiaramente ottimale vendere un'azienda e quindi, di solito, è necessario esprimere un giudizio sui probabili eventi futuri, compresi i risultati dell'azienda, dei suoi concorrenti e dell'industria nel suo complesso.

Tale decisione si basa sull'idea che l'azienda ha probabilmente raggiunto un picco in termini di valore e che l'utilità per gli azionisti può essere massimizzata vendendo piuttosto che continuando a gestire l'attività. In teoria, il calcolo che dovrebbe essere fatto in questo caso è quello di confrontare la crescita del valore per gli azionisti che può essere raggiunta dall'azienda con il rendimento atteso di investimenti alternativi con lo stesso ammontare di rischio. Compiendo tale analisi si potrà comprendere quando una società raggiunge quel punto in cui non rappresenta più l'investimento migliore.

La decisione di vendere può essere legata anche all'andamento del mercato o del settore in cui un'impresa opera. Il management, o gli stessi soci-imprenditori, dovranno essere capaci di comprendere e prevedere gli sviluppi successivi del mercato, o del settore, ed eventualmente valutare l'opportunità di uscirne prima che questi entrino in crisi. Inoltre, è possibile per un'azienda trovarsi in una situazione di raggiungimento di plateau, ovvero trovarsi in quel punto in cui si è raggiunto il massimo livello di performance, in termini di ricavi, efficienza o quota di mercato, oltre il quale risulta difficile, o addirittura impossibile, spingersi con le proprie risorse. Anche quest'ultima fattispecie risulta essere spesso alla base di operazioni di fusione e acquisizione, in quanto vendere a un acquirente più grande e in possesso di ingenti somme di capitale da impiegare può essere il modo migliore per massimizzare il valore dell'azienda e gli interessi degli azionisti.

Tuttavia, la decisione di vendita viene spesso presa per motivi che non hanno nulla a che fare con il successo e il funzionamento dell'azienda, o del settore in cui essa opera. Queste motivazioni provengono da fattori esclusivamente esterni che possono influenzare le decisioni di soggetti chiave. Un ultimo aspetto rilevante nella ricerca delle motivazioni che possono portare ad una vendita riguarda, infatti, il tipo di investitore. Queste, infatti, possono variare a seconda che si tratti di un imprenditore-fondatore, di un investitore professionale o di un investitore pubblico.⁶ Il fondatore,

⁶ FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

rispetto agli altri due soggetti in questione, potrebbe essere guidato, nella scelta di vendere o meno la propria impresa, da aspetti soggettivi e quindi agire in modo non razionale. A differenza dei fondatori, gli investitori professionali hanno di solito un approccio puramente logico e finanziario alla questione della vendita. Gli investitori professionali si concentrano sulla performance del loro investimento e le confrontano con le opzioni di investimento alternative che hanno a disposizione, avendo anche riguardo a come lo stesso si colloca nel contesto del loro portafoglio complessivo. Se ritiene che il rendimento futuro proveniente dall'investimento fatto in un'impresa sia sceso al di sotto della soglia, delineata dal rendimento di titoli alternativi, può cercare una vendita. Infine, per ciò che concerne gli investitori pubblici, questi tendono a detenere in una società quote molto piccole e ad assumere un ruolo minimo o nullo nella governance di una società. Che si tratti di investitori individuali o istituzionali, essi tendono a considerare la loro proprietà di una società come un puro investimento finanziario. Alla luce di ciò, è probabile che considerino una vendita nei termini più puri. Nella maggior parte dei casi, qualsiasi offerta di acquisto della società ad un prezzo materialmente superiore alla sua attuale valutazione di mercato sarà accolta.

1.2 Le fusioni

La fusione rappresenta un'operazione di riorganizzazione aziendale che porta all'unificazione di più società e del loro patrimonio. Essa può avvenire tramite la costituzione di una nuova società (Fusione per unione) ovvero mediante l'incorporazione in una società di una o più altre (Fusione per incorporazione).⁷

Il primo caso porta all'estinzione delle società partecipanti all'operazione e alla nascita di una nuova entità, le cui azioni vengono ripartite ai soci sulla base di un dato rapporto di cambio determinato dalla situazione patrimoniale delle società estinte, viene attuata genericamente in presenza di un'uguaglianza di fatto, sul piano economico e tecnico, tra le società partecipanti. Nella seconda ipotesi una società (Incorporante) permane e ingloba le altre partecipanti all'operazione (Incorporate) e i soci di queste ultime riceveranno, sempre secondo il rapporto di cambio stabilito, le azioni della incorporante. Quest'ultima forma è quella maggiormente utilizzata in quanto risulta essere la più semplice nonché la meno onerosa e anche poiché in genere vi è quasi sempre una delle due partecipanti che per motivi patrimoniali, per immagine o per la propria collocazione nel mercato, risulta detenere una posizione di rilievo all'interno dell'operazione, assumendone quindi l'iniziativa. Analizzando le operazioni di fusione, non si può non fare una, seppur breve, menzione alla particolare fattispecie della *Merger Leverage buy-out*. Il termine viene solitamente utilizzato per descrivere una transazione in cui una società creata appositamente per compiere l'operazione (*NewCo*) acquisisce

⁷ ABRIANI N., CALVOSA L., *Diritto delle società*, Giuffrè Editore, 2012

una società target, utilizzando un significativo ammontare di capitale di debito per finanziare il prezzo di acquisto, e successivamente la incorpora al suo interno. Poiché la società di comodo ha una scarsa capacità di indebitamento, il ripianamento del debito si baserà in gran parte sul valore delle attività e sui flussi di cassa futuri attesi dell'attività acquisita.⁸

Avviene spesso che la fusione rappresenti lo step successivo ad un'operazione di acquisizione. A seguito dell'ottenimento del controllo parziale o totale di una società si può successivamente procedere alla sua incorporazione nell'intento di ottenere una forte e stabile integrazione, finalità principale di ogni operazione di fusione.

Come già accennato nei precedenti paragrafi le fusioni possono essere compiute con il fine di attuare strategie di sviluppo; a seconda della strategia da perseguire, possiamo distinguere tra fusioni orizzontali, fusioni verticali e fusioni conglomerate.

Le *fusioni orizzontali*, perseguendo strategie di integrazione orizzontale, sono quelle tra aziende che operano in diretta concorrenza tra loro in termini di linee di prodotti e mercati. Il vantaggio di questo tipo di fusione è che diminuisce la concorrenza, portando all'aumento della quota di mercato, dei ricavi e dei profitti. Inoltre, offre anche economie di scala dovute all'aumento delle dimensioni come calo dei costi medi dovuto all'aumento del volume di produzione. Questo tipo di fusioni favorisce anche l'efficienza dei costi, poiché le attività ridondanti e dispendiose vengono eliminate dalle operazioni, ovvero dai vari dipartimenti amministrativi.

L'integrazione verticale può essere perseguita attraverso una *fusione verticale*, ovvero quel tipo di operazione che avviene fra aziende che si trovano nella stessa catena del valore di produzione dello stesso bene o dello stesso servizio, con l'unica differenza rappresentata dalla fase di produzione in cui operano. Questo tipo di fusione viene di solito intrapresa per garantire la fornitura di beni essenziali ed evitare interruzioni di fornitura. Si fa anche per limitare la concorrenza ottenendo quindi una maggiore quota di mercato, ricavi e profitti. Le fusioni verticali offrono anche un risparmio sui costi e un margine di profitto più elevati, conseguenza dell'internalizzazione di più stadi del processo produttivo e quindi dell'ottenimento del controllo sulle forniture o sul collocamento sul mercato dei prodotti.⁹

Le *fusioni conglomerate* mirano al perseguimento di strategie di diversificazione; appartengono a questa categoria, infatti, le operazioni compiute tra aziende che non possono considerarsi competitori e che non si trovano nella stessa filiera.¹⁰

⁸ ABRIANI N., CALVOSA L., *Diritto delle società*, Giuffrè Editore, 2012

⁹ POLITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, 2016

¹⁰ GAUGHAN P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2008

Con particolare riguardo all'ordinamento italiano, le operazioni di fusione sono il risultato di un complesso e articolato processo che ha origine dalla volontà degli organi amministrativi delle società partecipanti, ai quali spetta il compito di redigere il cosiddetto progetto di fusione.

Si tratta di un documento che raffigura tutte le informazioni relative all'operazione e che quindi svolge un'importante funzione informativa nei confronti dei soci, dei creditori e di altri soggetti interessati. Il Codice Civile italiano, nell'articolo 2501-*ter*, indica gli elementi obbligatori che devono essere contenuti all'interno del progetto: tipologia, ragione sociale e sedi delle società partecipanti; il nuovo atto costitutivo della società incorporante o della società risultante dalla fusione; rapporto di cambio e, se presente, conguaglio in denaro; modalità di assegnazione delle azioni; decorrenza degli effetti della fusione; trattamento riservato ad altre categorie di soci, ai portatori di titoli diversi dalle azioni e agli amministratori.

Uno degli aspetti maggiormente cruciali, trattati all'interno del progetto di fusione, è proprio la determinazione del rapporto di cambio. Con esso vengono stabiliti i quozienti di sostituzione delle azioni delle società destinate ad estinguersi con le azioni della società risultante dalla fusione o della incorporante, le quali verranno attribuite ai soci proporzionalmente alle partecipazioni originariamente detenute. Non si vuole determinare quindi il valore delle partecipanti in sé, piuttosto il valore di ciascuna di queste in rapporto all'altra. La determinazione si effettua tenendo conto del valore effettivo del patrimonio netto delle società e non soltanto facendo riferimento ai rispettivi valori contabili. Di conseguenza, il rapporto di cambio verrà determinato solo a seguito di trattative e successive intese fra i soci e gli amministratori delle società partecipanti.¹¹

Il rapporto di cambio sarà funzione dei singoli valori delle aziende partecipanti e del numero di azioni che compongono i rispettivi capitali sociali. Prendendo ad esempio una fusione per incorporazione, con la società A che incorpora la società B, il rapporto di cambio sarà calcolato nel seguente modo¹²:

$$RC = \frac{\text{Valore } B}{\text{Valore } A} \times \frac{n^{\circ} \text{ azioni } A}{n^{\circ} \text{ azioni } B}$$

In genere, nel caso di una fusione per acquisizione verrà determinato un singolo rapporto di cambio valevole per tutte le società partecipanti all'operazione, mentre nel caso di una fusione per unione verranno determinati diversi rapporti di cambio per ogni singola società.

Oltre alla stesura del progetto di fusione, sono richiesti ulteriori documenti: la situazione patrimoniale (art. 2501-*quater*), la relazione dell'organo amministrativo (art. 2501-*quinquies*), la relazione degli esperti (art. 2501-*sexies*).¹³

¹¹ ABRIANI N., CALVOSA L., *Diritto delle società*, Giuffrè Editore, 2012

¹² POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016

¹³ MORERA U., OLIVIERI G., *Il diritto delle società*, Il Mulino, 2012

Con riferimento al primo documento richiesto, l'organo amministrativo di ciascuna società coinvolta nell'operazione dovrà redigere una situazione patrimoniale aggiornata (c.d. bilancio di fusione) con l'osservanza delle norme in materia di bilancio d'esercizio.

L'art. 2501 – *quinquies* dispone a carico degli amministratori delle società partecipanti il compito di redigere una relazione, unica per tutte le società, che mostri le motivazioni, economiche e giuridiche, del progetto di fusione e della determinazione del rapporto di cambio.

Inoltre, il Codice Civile, all'art. 2501 -*sexies* richiede, per ciascuna società partecipante, una relazione sulla congruità del rapporto di cambio redatta da uno o più esperti. Questi ultimi sono tenuti, all'interno della relazione, ad esprimere un parere sull'adeguatezza della metodologia utilizzata dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio.

Questi documenti risultano essere strumenti informativi estremamente importanti per la tutela di soci e creditori, conferendo soprattutto ai primi tutte le conoscenze necessarie ai fini di una decisione consapevole riguardo l'approvazione del progetto di fusione, e dovranno restare depositati presso le sedi delle società interessate per i trenta giorni antecedenti l'assemblea.

Una volta redatti il progetto di fusione e le relazioni richieste a supporto, le assemblee di ciascuna società dovranno quindi provvedere all'approvazione del progetto. Qualora questo venisse approvato allora si passerà all'ultima fase dell'iter procedurale richiesto dal nostro ordinamento per la fusione; la stipula dell'atto di fusione. Il procedimento di fusione si conclude, infatti, con la stipula per atto pubblico dell'atto di fusione, il quale dovrà essere depositato presso il registro delle imprese dei luoghi in cui hanno sede le società partecipanti. Dall'ultima iscrizione nel registro decorrono gli effetti della fusione.

1.3 Le acquisizioni

Un'impresa, per considerarsi di successo e assicurarsi la sopravvivenza e la continuità nel lungo periodo, deve porsi come costante obiettivo quello di crescere, sia in senso qualitativo che dimensionale. Questi obiettivi possono essere perseguiti sia per via interne, sia tramite le acquisizioni. Con l'espressione "Acquisizione d'azienda" ci si riferisce a quelle operazioni attraverso le quali si ottiene il controllo di un'azienda.

Una prima distinzione in merito alle operazioni di acquisizione può essere fatta guardando al loro processo di negoziazione.

Nel dettaglio, una transazione può essere negoziata privatamente tra le due società o attraverso i mercati finanziari. In particolare, nel secondo caso, l'acquirente che decide di condurre la transazione attraverso il mercato finanziario può scegliere tra due opzioni. La prima consiste nell'avviare una trattativa di negoziazione con gli attuali azionisti di maggioranza della società in modo tale da

ottenerne direttamente il controllo; la seconda soluzione è invece rappresentata dal lancio di un'offerta pubblica di acquisto diretta a tutti gli azionisti della società target.

L'offerta pubblica di acquisto presenta alcuni vantaggi, come la riduzione dei costi di transazione derivanti dalla disponibilità di informazioni delle società quotate, e quindi un processo di due diligence più semplice.

Per quanto riguarda l'offerta pubblica di acquisto, si può procedere ad un'ulteriore classificazione delle operazioni di M&A in base all'atteggiamento del management della società target nei confronti dell'offerente. Quando esiste un accordo tra le parti in merito alle condizioni dell'operazione si parla di "acquisizione amichevole". Le acquisizioni amichevoli presentano molti vantaggi riscontrabili nel fatto che il supporto del consiglio di amministrazione può ridurre la probabilità di una contro-offerta e potrà essere condotto un processo di due diligence più approfondito; di solito sono caratterizzate da tempi di offerta più brevi e sono tradizionalmente associate a un premio più basso pagato dall'acquirente.

In uno scenario opposto, quando il management della target non approva le condizioni di offerta, ma l'acquirente prosegue comunque con le sue intenzioni, si parla di "acquisizione ostile". Gli attriti in questo scenario sono spesso riconducibili al management della target, che teme il rischio di essere sostituito dopo la chiusura dell'affare. Le acquisizioni ostili sono molto meno comuni rispetto a quelle amichevoli, anche a causa degli svantaggi che comportano: possibili danni alla reputazione dell'offerente; rischio e incertezza più elevati; due diligence più complicate; costi maggiori; premi solitamente più elevati pagati dagli acquirenti; target incentivato a cercare soluzioni alternative.

Nel Grafico 1 sono rappresentati i valori complessivi delle operazioni di acquisizione ostile effettuate con successo negli ultimi venti anni. È possibile riscontrare come solo nel 2004 il rapporto fra le transazioni ostili e il totale delle operazioni di M&A ha superato il 5%, con una media dell'intervallo di tempo analizzato che si attesta sul 2%. Un valore, dunque, esiguo sia in termini percentuali che assoluti e che testimonia come le transazioni ostili rappresentino una piccola percentuale del totale delle operazioni di M&A, in quanto poco efficienti per le motivazioni sopra elencate.

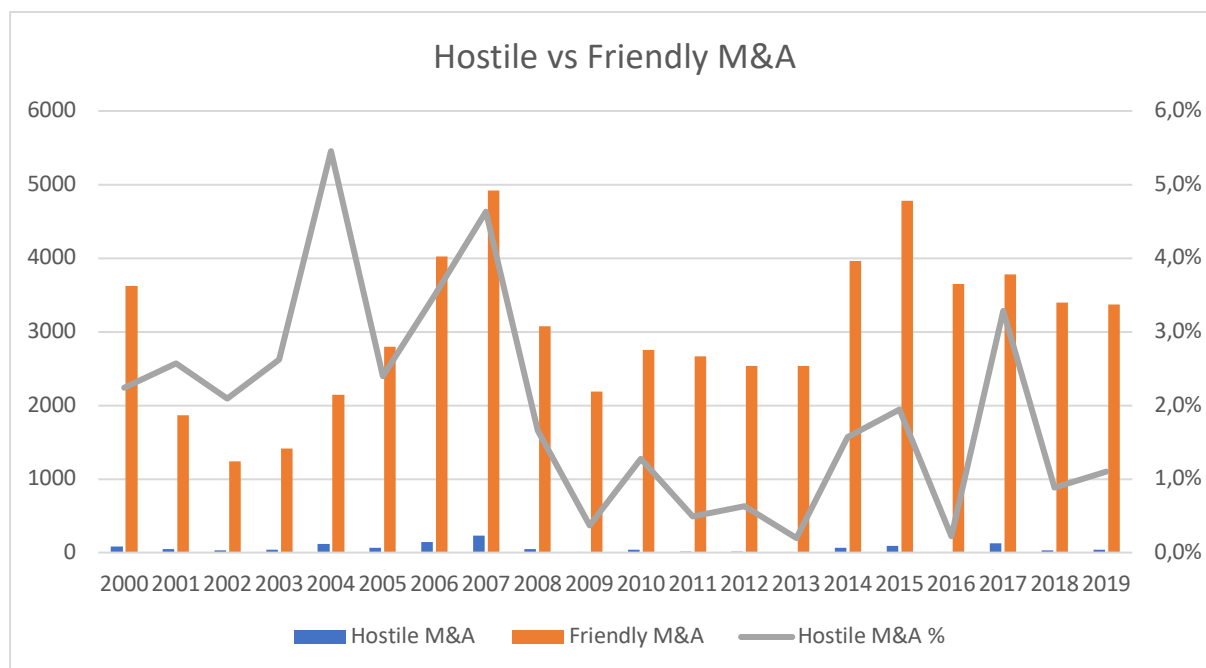


Grafico 1: Hostile M&A (Fonte: IMAA)

Di fronte ad un'acquisizione ostile, la società bersaglio, e in particolare il suo management, può adottare tattiche difensive per contrastarla o comunque aumentare il suo potere nella negoziazione.

Le tattiche difensive sono impiegate dal management per costringere gli offerenti a negoziare con il Consiglio di Amministrazione, invece di rivolgersi direttamente agli azionisti.

Negli anni si sono susseguite opinioni in contrasto con le misure anti-acquisizione, le quali rafforzerebbero il management a scapito degli interessi degli azionisti. A favore delle misure anti-acquisizione, invece, si sostiene che queste tattiche impediscono le azioni di acquirenti ostili che, con fini prettamente speculativi, cercano un guadagno a breve termine a scapito di strategie a lungo termine.

Queste strategie difensive possono essere suddivise in due categorie: preventive e reattive. Le tattiche preventive sono progettate per scoraggiare il lancio di offerte ostili o comunque per ridurre le probabilità di successo, mentre le misure reattive sono impiegate dopo che un'offerta ostile è già stata presentata.

Tra le più ricorrenti strategie difensive preventive troviamo le *"Poison Pills"*, le *"Poison Puts"* e i *"Golden Parachutes"*;

- *Poison Pills*: rappresentano titoli la cui emissione rende costoso e difficile ottenere il controllo della società target. Normalmente sono rappresentate da azioni privilegiate o da diritti di opzione particolarmente vantaggiosi che consentono agli azionisti di contrastare la scalata.

- Poison Puts: rientrano nella categoria delle *poison pills* e costituiscono strategie difensive che prevedono l'emissione di obbligazioni con una particolare clausola che consenta ai possessori di richiedere il rimborso prima della data di scadenza in caso di acquisizione ostile.
- Golden Parachutes: All'interno dei piani per la remunerazione del management possono essere introdotte delle clausole che prevedano l'attivazione di ulteriori pagamenti nei confronti degli amministratori in caso di acquisizione ostile. Il fine è quello di rendere l'acquisizione maggiormente onerosa.¹⁴

Per quanto riguarda le tattiche reattive, di seguito sono riportati alcuni esempi:

- White Knight: in contrapposizione al *Dark Knight*, che rappresenta l'attribuzione data all'acquirente ostile, il cavaliere bianco è un offerente amichevole che il consiglio d'amministrazione della società bersaglio usa per contrastare l'acquisizione ostile e che offrirà condizioni più favorevoli. Può essere spontaneo o addirittura può essere ricercato dalla stessa società target.
- White squire: simile alla strategia *White Knight*, ma in questo caso l'azienda target cerca di preservare la propria indipendenza. Questa tattica, infatti, prevede la presenza di una società amica che acquista un blocco di azioni, senza ottenerne il controllo ma impedendo comunque la riuscita dell'acquisizione ostile.
- Pac man defense: come suggerisce il nome, questa tattica consiste nel tentativo del bersaglio di invertire la situazione attraverso il lancio di una controfferta sul raider ostile.
- Crown Jewels defense: Attraverso questa strategia l'azienda target di un'acquisizione ostile deciderà di alienare i suoi beni più preziosi per ridurre la sua attrattiva per l'offerente. Si tratta di una difesa di ultima istanza, poiché in sostanza l'azienda deciderà di distruggere intenzionalmente parte del suo valore, con la speranza che l'acquirente rinunci alla sua offerta ostile.

In tema di OPA, non si può non menzionare l'ormai presente tendenza da parte dei legislatori comunitari all'introduzione di regole che favoriscano lo sviluppo di quello che è il mercato del

¹⁴ BRAGG S., *Mergers and Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley, 2009

controllo societario e quindi aumentino la contendibilità delle società quotate. Tale tendenza è testimoniata dalla presenza in molti ordinamenti dell'istituto della *passivity rule*, il quale limita l'adozione di strategie difensive in grado di contrastare un'OPA da parte degli amministratori, a meno che queste non siano autorizzate dall'assemblea dei soci. Inoltre, all'interno del nostro ordinamento, è presente anche la cosiddetta *breakthrough rule*, la quale annulla, per l'intera durata dell'offerta, gli effetti di misure preventive di contrasto ad eventuali offerte previste all'interno di patti parasociali o clausole statutarie. In particolare, renderà inefficace ogni clausola statutaria inerente sia a limitazioni alla circolazione di azioni sia a particolari restrizioni al diritto di voto. Simili limitazioni saranno inoltre estese alla prima assemblea successiva all'offerta, convocata per effettuare modifiche all'organo amministrativo o allo statuto, qualora l'offerente avesse raggiunto una partecipazione del settantacinque per cento della società.¹⁵

Alle acquisizioni si giunge a seguito di un'articolata fase preparatoria caratterizzata da valutazioni strategiche che portino all'individuazione degli obiettivi da raggiungere e all'identificazione dell'acquisizione più coerente con essi. Una delle tappe chiave, della fase preparatoria, dell'ormai grande maggioranza di operazioni di acquisizione, è rappresentata dal processo di *due diligence*. Si parla in questo caso di un vero e proprio processo di analisi sulla società target, volto a definire i rischi e le opportunità dell'operazione nonché la sua effettiva convenienza.

L'incarico di norma è affidato a collaudate società di consulenza e racchiude:

- Attività d'analisi storica dei risultati economici dell'impresa nonché dell'ambiente in cui questi sono stati conseguiti
- Analisi delle risorse umane dell'impresa allo scopo di individuarne le figure chiave
- Analisi del mercato in cui opera l'impresa
- Analisi sull'attendibilità e la regolarità della documentazione contabile, fiscale e di ogni rapporto contrattuale in corso

Si tratta quindi di un'indagine svolta al fine di mettere l'acquirente nelle migliori condizioni per valutare la solidità, le prospettive future e l'affidabilità della controparte e i cui risultati potranno sia portare all'inserimento di particolari clausole di garanzia sia influenzare il prezzo dell'operazione.¹⁶

1.4 La valutazione d'azienda

¹⁵ CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, 2017

¹⁶ POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016

La valutazione d'azienda rappresenta uno degli aspetti maggiormente critici delle operazioni di M&A. Essa può essere definita come il processo di individuazione del valore del capitale economico dell'impresa che dipende, oltre che dalle risorse di cui questa è già in possesso, anche dalla sua capacità di generarne di nuove. Difatti i differenti metodi che possono essere utilizzati al fine di compiere la valutazione si basano sulla stima sia delle componenti patrimoniali sia dei flussi reddituali e finanziari.

Anche se la valutazione può non essere una scienza esatta, si possono usare diversi strumenti per cercare di approssimare almeno un valore che possa essere considerato affidabile e rappresentativo della realtà aziendale che si sta analizzando. Ognuno di questi strumenti ha punti di forza e di debolezza e risulta più o meno efficace a seconda del tipo di valutazione da compiere e del tipo di contesto in cui opera l'azienda. L'approccio maggiormente utilizzato è quello del combinato uso di diversi metodi, il che può essere utile ad eliminare parte dell'incertezza e ottenere il valore più corretto possibile.

Un aspetto che va considerato nella valutazione d'azienda è il cosiddetto premio per il controllo. Molto spesso i metodi di valutazione consentono di ottenere una stima del valore di mercato di una singola azione e non tengono conto del fatto che gran parte delle operazioni di M&A portano l'acquirente ad entrare in possesso di un numero di azioni tale da metterlo in condizione di controllare la società acquisita. Questo aspetto non può non essere considerato ai fini della valutazione e, dunque, quando ci si trova nella fattispecie di un'operazione che comporti il trasferimento del controllo di un'impresa, al valore di mercato di questa andrà aggiunto un premio per l'ottenimento del suo controllo.¹⁷ Anche se non esiste una regola o una misura chiara di questo valore, alcuni studi possono fornire una guida sulle tendenze del suo ammontare, il quale è comunque influenzato sia dal settore in cui opera l'impresa, sia dall'andamento macroeconomico.

Nella Grafico 2 sono riportati parzialmente i dati di uno studio compiuto dall'IMAA (Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances) sull'ammontare medio del premio per il controllo pagato nelle operazioni di M&A in alcune delle principali economie mondiali nel 2017.

¹⁷ FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

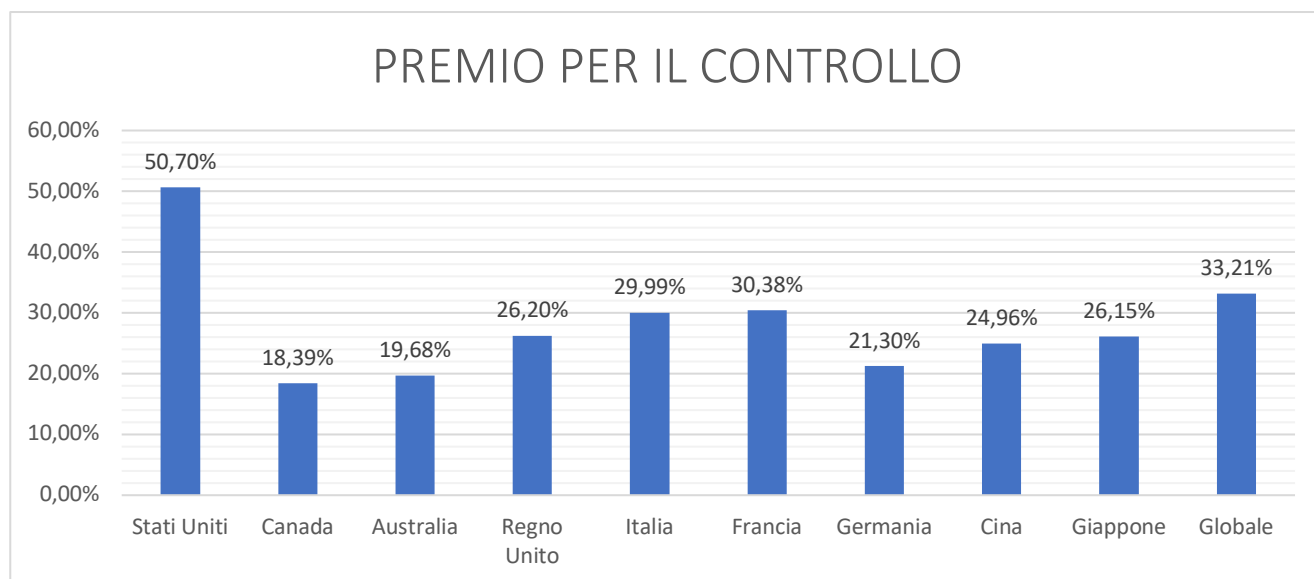


Grafico 2: Premio per il controllo (Fonte: IMAA)

Dallo studio è possibile evincere come il valore del premio pagato per il controllo superi il 50% negli Stati Uniti, mentre si attesta intorno al 25-30% nei mercati del vecchio continente. Il valore medio a livello globale risulta essere del 33,21%.

In genere, i metodi di valutazione d'azienda sono classificati in due categorie, i metodi diretti e i metodi indiretti.

1.4.1 I metodi di valutazione diretti

I metodi diretti, anche detti relativi, sono definiti tali in quanto permettono di dedurre direttamente il valore basandosi su dati di mercato.

L'approccio maggiormente utilizzato in tema di metodi di valutazione diretti è quello dei multipli, i quali permettono di stimare il valore dell'azienda osservando indici e dati di imprese ad essa comparabili. Per l'ottenimento di un risultato più attendibile e veritiero possibile è fondamentale una scelta oculata sia sui multipli da osservare, sia delle comparabili che andranno a costituire il campione d'analisi.

Il primo passo consiste nel determinare quali aziende siano comparabili. Molte variabili devono guidare questa analisi e, inevitabilmente, devono essere effettuate delle valutazioni. Le aziende possono essere comparabili in base ai prodotti che producono, ai clienti a cui vendono o anche al luogo in cui operano. Riconoscere queste differenze è importante e può influenzare la rilevanza di un'azienda come comparabile.

Quando si scelgono società comparabili, è importante avere riguardo, oltre che a variabili strettamente strategiche e operative, anche a quelle riguardanti la loro performance finanziaria e i loro indici. È quindi importante avere una comprensione dei modelli di business sottostanti e delle tendenze del settore che guidano le aziende che vengono utilizzate come comparabili. Poiché nessuna azienda sarà esattamente comparabile, è anche necessario riconoscere tali differenze e tenerne conto nell'analisi. È in questo caso che l'uso di molte variabili finanziarie può aiutare ad effettuare un aggiustamento per tali differenze.

Una volta scelto un insieme di aziende comparabili, va deciso come confrontarle con l'azienda che si sta valutando. Si deve cioè scegliere l'indice finanziario sul quale compiere la valutazione. Le società possono essere confrontate sulla base di voci di conto economico come ricavi, utili prima degli interessi, imposte, ammortamenti e svalutazioni (EBITDA), o dell'utile netto, o sulla base di voci di stato patrimoniale come il patrimonio netto contabile.¹⁸

In tale ottica i multipli si dividono in due categorie, quelli *equity side* e quelli *asset side*.

I multipli *equity side* avranno al numeratore il prezzo della singola azione dell'impresa o il valore complessivo della sua capitalizzazione. Al denominatore troveremo, invece, valori che ingloberanno gli effetti degli interessi passivi come ad esempio l'utile netto, i dividendi o anche il book value.

Tra i vari multipli di questa categoria, quelli utilizzati più frequentemente sono:

- Price/Earnings ratio (P/E): Indica il rapporto fra il prezzo di un'azione e l'utile che la stessa azione ha conferito al termine dell'ultimo esercizio. Rapportando dunque il valore di mercato di un titolo rispetto al guadagno dell'azienda consente di comprendere se l'azione sia al momento della valutazione sovrastimata o sottostimata dal mercato. Questo multiplo risulta essere probabilmente quello di maggior utilizzo, soprattutto per via della sua semplice determinazione. Tuttavia, al pari di tutti i multipli *equity side*, è sensibile alla scelta di leva finanziaria dell'azienda ed è quindi un criterio poco efficace quando si confrontano aziende con *leverage* nettamente diversi.¹⁹
- Price/Cash flow ratio (P/CF): Questo multiplo mette in rapporto il valore di mercato di un'azienda con i suoi cash flow operativi. È un ottimo strumento per la valutazione di quelle aziende caratterizzate da ingenti *non-cash expenses*, ovvero costi ai quali non corrispondono uscite di cassa. I cash flow per il computo del denominatore saranno ottenuti da un'approssimazione sommando gli utili, gli ammortamenti e gli accantonamenti.

¹⁸ FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

¹⁹ BERK J., DEMARZO P., *Corporate Finance*, Pearson, 2017

- Price/Book Value ratio (P/BV): Indica il rapporto fra il prezzo e il valore netto contabile. Tendenzialmente, quando tale rapporto è inferiore ad 1 saremo davanti ad un titolo sottoprezzato.

Per quanto concerne i multipli *asset side*, questi si baseranno su di un valore che terrà conto della posizione finanziaria netta dell'impresa. Al numeratore avremo infatti l'*Enterprise Value*. Invece, al denominatore troveremo valori che non tengano conto degli interessi passivi come le vendite, l'EBIT e l'EBITDA.

Esempi di questa seconda categoria di multipli sono:

- Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA): Esprime il rapporto tra l'enterprise value e il margine operativo lordo dell'impresa. Consente di basare la valutazione sulla capacità di creare valore attraverso l'attività caratteristica, essendo l'EBITDA, una grandezza poco intaccata da aspetti fiscali e contabili.
- Enterprise Value/EBIT (EV/EBIT): Pone l'enterprise value in rapporto al margine operativo. Rispetto all' EV/EBITDA, questo multiplo tiene in considerazione le svalutazioni e gli ammortamenti e risulta meno neutrale in quanto influenzato dall'applicazione di regole contabili. Tuttavia, rappresenta un'ottima opzione di valutazione per quelle società con ingente presenza di immobilizzazioni materiali nel proprio attivo.
- Enterprise Value/Sales (EV/Sales): Multiplo che rappresenta il rapporto tra il valore della società e il suo fatturato. Viene spesso utilizzato per la valutazione di start-up mentre per le società con business consolidati si preferisce l'utilizzo di altri multipli. Il principale limite è dato dalla mancata coincidenza temporale fra numeratore e denominatore, il primo infatti rappresenta un dato di mercato attuale mentre il secondo rappresenta un dato contabile che fa riferimento al termine dell'ultimo esercizio precedente la data della valutazione.

All'approccio appena descritto, che si basa sulla valutazione di società comparabili, se ne affianca un ulteriore che si fonda invece sulle transazioni comparabili. Attraverso questa metodologia non si farà riferimento ai prezzi di mercato ma a quelli pagati all'interno di transazioni strategiche, come appunto le operazioni di M&A. Ai *trade multiples* utilizzati in tema di società comparabili, quelli utilizzati in questo approccio sono definiti *deal multiples*.

Questo metodo valutativo risulta però il più delle volte poco agevole in quanto è molto complesso trovare un campione sufficiente di analisi. Il numero di transazioni comparabili si manifesta, il più delle volte, molto esiguo e comunque il problema non si limita soltanto alla loro ricerca. Una volta

identificate una o più transazioni, comunque andranno ottenute tutte le informazioni rilevanti e necessarie per poter effettuare la valutazione e l'identificazione di queste risulta essere molto complesso in quanto le transazioni strategiche sono di solito riportate in modo molto meno dettagliato.

1.4.2 I metodi di valutazione indiretti

Anche definiti assoluti, i metodi di valutazione indiretti si basano su dati oggettivi.

Assumeranno, quindi, alle basi della stima flussi reddituali, finanziari e componenti patrimoniali.

Uno degli approcci dei metodi indiretti è quello *reddituale*, il quale permette di computare il valore del capitale aziendale come funzione dei flussi reddituali futuri che l'azienda è capace di produrre.

Questo approccio, nella sua versione più semplice, parte da due fondamentali ipotesi:

- 1) fissare un reddito medio atteso;
- 2) supporre che tale reddito resti immutato per un tempo indefinito.

Le due ipotesi appena mostrate permettono di stimare il valore aziendale come attualizzazione di una rendita perpetua:

$$W = \frac{R}{i}$$

Qualora si volesse considerare una prospettiva temporale limitata, mantenendo il reddito medio fisso, si potrebbe prendere a riferimento il valore attuale di una rendita posticipata, ovvero:

$$W = R \cdot a_{n-i}$$

Tuttavia, quest'ultima formula può portare a risultati particolarmente distorti e quindi nella prassi si predilige l'applicazione di una rendita perpetua, a meno che non si abbia la sicurezza di fattori che possano limitare la durata aziendale²⁰.

Per quanto concerne la scelta del valore del reddito da inserire nel calcolo, questo dovrebbe essere rappresentativo della capacità dell'impresa di generare redditi sia nell'immediato che nel breve-medio termine. Tramite il supporto di piani strategici dell'azienda si dovrebbe quindi avere un approccio prospettico, generalmente riferito ai 3/5 esercizi successivi alla data di valutazione.

²⁰ POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016

In alternativa all'assunzione di valori reddituali futuri potenziali, molto spesso, si preferisce partire dal reddito attuale dell'impresa, dato di cui si ha certezza, presumendone una crescita costante ad un tasso fisso g .

In tale prospettiva la formula per il calcolo del valore aziendale (W) sarebbe:

$$W = \frac{R(1 + g)}{i - g}$$

È evidente come la determinazione del tasso di crescita possa essere critica per il raggiungimento di un risultato attendibile, andando quest'ultimo ad intaccare sia il numeratore della frazione, permettendoci di ottenere il reddito all'anno successivo alla valutazione, sia il denominatore, in cui si pone a riduzione del tasso di interesse. Gli approcci per la sua determinazione utilizzati sono due: col primo si andrà a fissare un tasso che riprenda i valori storici di crescita reddituale dell'impresa, col secondo si farà riferimento ai tassi di inflazione.

Maggiori difficoltà, anche rispetto a quelle per i flussi reddituali e il tasso di crescita g , si riscontrano per la determinazione del tasso di capitalizzazione i . Questo dovrebbe riflettere il rendimento atteso del capitale investito e il profilo di rischio di aziende simili a quella oggetto di valutazione. Pertanto, saranno due le componenti del tasso di capitalizzazione:

- Risk free rate (rf): Saggio rappresentativo dell'interesse che un investitore si aspetterebbe da un investimento privo di rischio.
- Risk Premium (rp): rappresenta il rendimento aggiuntivo che gli investitori si attendono di ottenere per compensare l'investimento in un'attività non priva di rischio.

Mentre il *risk free rate* viene generalmente identificato col rendimento di titoli di stato a 10 anni al netto del tasso di inflazione, maggiori criticità si riscontrano nel computo del *risk premium*.

La più appropriata e ricorrente metodologia di determinazione per l'*rp* è quella contenuta nel *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Secondo questo modello il *risk premium* di un titolo è ottenuto moltiplicando il premio per il rischio di un portafoglio di mercato con un coefficiente identificativo del rischio sistematico del titolo oggetto di valutazione (β):²¹

$$rp = \beta \cdot (E[R_{mkt}] - rf)$$

²¹ BERK J., DEMARZO P., *Corporate Finance*, Pearson, 2017

In via definitiva, possiamo quindi esprimere il tasso di capitalizzazione nel seguente modo:

$$i = rf + \beta \cdot (E[R_{mkt}] - rf)$$

Il secondo approccio da seguire, con riferimento ai metodi indiretti, è quello *finanziario*, attraverso il quale la valutazione dell'azienda viene effettuata in funzione della sua capacità di generare flussi di cassa. Nella sostanza, tale metodo, valuta l'impresa con la stessa metodologia adottabile per una comune proposta di investimento. Il modello al quale si fa riferimento è il *Discounted Cash Flow Method*. Si tratta di un metodo particolarmente efficace per valutare le aziende più mature con flussi di cassa stabili e prevedibili.²²

Tuttavia, fra la valutazione di un'azienda e quella di un investimento vi è una sostanziale e non trascurabile differenza, rappresentata dalla durata stessa dell'iniziativa che nel primo caso, rispetto al secondo, è di norma indeterminabile. Per porre rimedio a tale problematica sono necessari degli adattamenti. La soluzione di norma attuata è quella di dividere la vita futura dell'impresa in due segmenti. Il primo di questi sarà costituito da un ammontare limitato di anni, futuri alla data di valutazione, nei quali verranno proiettati i flussi di cassa e al termine di questo verrà computato un *terminal value (TV)*.²³

I punti critici di questo metodo da affrontare sono dunque la determinazione dei flussi, la loro estensione nel tempo e la determinazione del *terminal value*.

In merito alla determinazione dei flussi si può procedere attraverso un approccio *asset side* e uno *equity side*.

Con riferimento al primo si procederà con l'attualizzazione dei *cash flow* operativi, che non terranno conto delle modalità di finanziamento del capitale investito, e si arriverà a determinare l'*Enterprise value* dell'impresa dal quale, successivamente, andrà dedotta la posizione finanziaria netta e aggiunto il *terminal value* (di cui si parlerà in seguito) ai fini dell'ottenimento del valore dell'azienda oggetto di valutazione.

$$W = \sum FCFO_v - PFN + TV$$

La formula per la stima dei flussi di cassa operativi è la seguente²⁴:

²² FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

²³ POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016

²⁴ BERK J., DEMARZO P., *Corporate Finance*, Pearson, 2017

$$FCFO = EBIT \cdot (1 - T) + \text{Ammortamenti} - \text{Investimenti operativi} - \text{Incrementi in CCN}$$

Per calcolare il valore dei *Free Cash Flow* sarà dunque necessario partire dal risultato operativo al netto delle imposte, al quale dovrà essere aggiunto il valore degli ammortamenti. Dal valore ottenuto dovrà poi essere dedotto l'incremento (o addizionato il decremento) in *capitale circolante netto* (CCN) nonché dedotto il valore degli investimenti effettuati.

Per quanto concerne l'approccio *equity side*, o *Levered DCF Method*, questo permette, attraverso l'utilizzo dei flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*), di ottenere l'*equity value* dell'impresa.

I *FCFE* rappresentano i free cash flow rimanenti dopo il rimborso del debito e il pagamento degli interessi e possono essere calcolati seguendo la formula:

$$FCFE = FCF - (1 - T) \cdot \text{oneri finanziari} + \text{Indebitamento netto}$$

Una volta calcolati i *FCFE* sarà possibile concludere la valutazione aggiungendo, al valore attuale di tali flussi, il *terminal value*:

$$W = \sum FCFE_v + TV$$

Gli approcci *equity side* e *asset side* sono inoltre caratterizzati da una differenza riguardante il tasso di attualizzazione utilizzato. Mentre nel primo caso si utilizzerà un tasso, al pari di quello utilizzato nei metodi *reddituali*, che esprima il rendimento del solo capitale di rischio, il secondo dovrà tenere conto sia del costo del capitale di rischio che del capitale di debito, ponderandone anche l'incidenza sull'ammontare del patrimonio. Ci si riferisce quindi al *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*:

$$WACC = K_e \cdot \frac{E}{D + E} + K_d(1 - T) \cdot \frac{D}{D + E}$$

Dalla formula si evince come sia il costo del capitale di rischio (K_e) sia il costo del capitale di debito al netto delle imposte ($K_d(1-T)$) siano ponderati in base al peso con cui le due diverse fonti di finanziamento incidono sulla struttura finanziaria dell'azienda.

Gli ultimi due aspetti critici del *DCF*, come già anticipato in precedenza, sono l'estensione temporale del modello e la determinazione del *terminal value*. Questi due aspetti, in realtà, sono strettamente

correlati. Con riferimento al primo, non vi è di certo una soluzione univoca sul quanto estendere la durata della stima dei *DCF*. Secondo alcuni autori (Brugger, Massari) l'estensione nel tempo andrebbe scelta in base ad alcune caratteristiche del business dell'impresa come il ciclo di vita dei prodotti, la durata degli impianti o al tempo necessario per ottenere flussi di cassa stabili. La scelta può però essere orientata anche basandosi su aspetti del mercato di appartenenza dell'impresa e la fase economica che esso attraversa. Ciò da cui non si può prescindere è la necessaria coerenza della scelta con quanto ricavabile dai piani strategici e business plan aziendali, ovvero l'estensione temporale della stima dovrà tener conto di quella adottata per tali documenti e quindi dovrà, in quest'ottica, attestarsi sui 5/6 anni. Tuttavia, a testimonianza delle diverse opinioni in merito all'argomento, sono spesso adottati anche orizzonti temporali che superano i dieci anni.

Il calcolo del *terminal value* rappresenta la parte maggiormente incerta del *DCF Method*. Una volta scelto l'orizzonte temporale della stima andrà infatti aggiunto un valore rappresentativo di tutti i flussi di cassa futuri oltre tale orizzonte, questo sarà per l'appunto il *terminal value*. Tale valore andrà considerato nel computo del cash flow dell'ultimo anno della stima e andrà quindi ad impattare sulla valutazione dell'azienda e si calcolerà nel seguente modo²⁵:

$$TV = \frac{FCF_{t+1}}{r - g}$$

In alternativa a tale formula è possibile moltiplicare il risultato dell'ultimo anno per un moltiplicatore, ad esempio, il P/E per i flussi *levered* o l'EV/EBITDA per i flussi *unlevered*. Tuttavia, trattandosi di un valore abbastanza approssimativo, qualora il suo utilizzo impattasse ingentemente sul risultato ottenuto della valutazione, questa potrebbe risultare poco affidabile. Ciò avviene nei casi di aziende in fase iniziale o ad alta crescita, per le quali i *CF* annuali sono di esiguo valore, se non addirittura negativo, e gran parte del valore della valutazione proverrà dal *terminal value*²⁶.

L'ulteriore metodo di valutazione assoluto, che si andrà ad analizzare, è quello *patrimoniale*.

Seguendo tale metodologia, si andranno a determinare i valori di tutte le componenti del patrimonio aziendale, rettificandoli e riesprimendoli a valori correnti. Se da un lato tale approccio consente di pervenire ad una valutazione maggiormente certa ed obiettiva, dall'altro rischia di fornire una visione statica dell'impresa basandosi sui beni di cui essa gode al momento della stima e non della sua attitudine alla generazione di risorse future²⁷.

²⁵ BERK J., DEMARZO P., *Corporate Finance*, Pearson, 2017

²⁶ FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017

²⁷ GUATRI L., UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, EGEA, 2011

Secondo alcuni autori (Guatri), il metodo patrimoniale, può essere definito tale solo quando la valutazione si effettua su aziende *holding*, immobiliari o comunque qualsiasi tipo di ente il cui valore è costituito in gran parte dai beni che compongono l'attivo. Negli altri casi, invece, più che riferirsi ad un vero e proprio "metodo", va considerato come un mero procedimento d'indagine approfondito sui valori patrimoniali.²⁸

Questo modello presenta due varianti, la prima dei quali tiene in considerazione soltanto gli elementi materiali dell'attivo e prende il nome di *metodo patrimoniale semplice*. Esiste anche un *metodo patrimoniale complesso* che tiene conto anche degli elementi immateriali (*intangibles*).

Per la valutazione delle immobilizzazioni si farà riferimento al loro costo di riproduzione ma trattandosi spesso di beni come fabbricati, impianti o macchine ad alto contenuto tecnologico si farà ricorso a perizie di tecnici esperti.

Il magazzino sarà valutato al costo d'acquisto per quanto riguarda le materie prime mentre per i prodotti finiti si dovrà fare riferimento al minore fra il costo di produzione e il prezzo di vendita.

Le partecipazioni andranno valutate con differenti approcci a seconda che queste conferiscano o meno il controllo. In quelle di controllo andrà aggiunto nella valutazione un "premio di maggioranza". Per le partecipazioni che non conferiscono il controllo si potrà optare per una valutazione al costo storico d'acquisto o del patrimonio netto contabile.

Per quanto riguarda i crediti, la loro valutazione dovrà tenere conto del rischio di mancata esigibilità. Quelli fruttiferi, in particolare, richiederanno un'analisi sulla coerenza del tasso con i tassi d'interesse di mercato e qualora non risultassero in linea si dovrà fare una rettifica in diminuzione o in aumento, a seconda che il tasso di essi risulti inferiore o maggiore a quello di mercato.

Alle volte è però necessario prendere in considerazione anche elementi *intangibles*, ai quali, non di rado, è legato gran parte del valore dell'azienda costituendo anche i fattori principali alla base della decisione di acquisto. I *metodi patrimoniali complessi* tengono conto di questi elementi che possono essere costituiti, tra gli altri, da brevetti, marchi, *know-how*, software o risorse umane. Alcuni di questi beni potrebbero anche essere iscritti in bilancio, tuttavia di rado presentano valori adeguati.

I criteri valutativi che possono essere adottati per la stima del valore degli *intangibles* sono²⁹:

- Costo storico: Andrà considerato il costo sostenuto nel tempo per creare e consolidare il bene intangibile. Tale costo dovrà essere valutato anche tenendo in considerazione la "vita utile" del bene e quindi della possibile fruibilità futura.
- Costo di riproduzione: Rappresenta il costo che andrebbe sostenuto, al tempo della valutazione, per disporre dello stesso bene o comunque di uno simile con equivalente utilità.

²⁸ GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2009

²⁹ POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016

- Flussi di risultato attesi: Costituisce un criterio di valutazione con alla base il valore attuale dei margini ottenibili direttamente dal bene intangibile. Questi flussi potrebbero essere ricavati cercando di isolare i ricavi e i costi collegabili al bene oggetto di stima oppure utilizzando un approccio di tipo differenziale, ovvero attualizzando il beneficio differenziale (riscontrabile in maggiori ricavi o minori costi) che si ha grazie al possesso del bene, rispetto a quanto si otterrebbe senza disporne.
- Parametri e moltiplicatori: Il valore degli *intangibles* può infine essere ricavato attraverso l'utilizzo di parametri e moltiplicatori di mercato. Risulta critica, al fine di ottenere una valutazione attendibile, la scelta di aziende comparabili.

Risulta dunque evidente, a conclusione dell'analisi dei metodi patrimoniali, come questi non possano essere del tutto isolati da una valutazione reddituale dell'impresa. Infatti, i valori patrimoniali vanno sempre valutati in funzione alla capacità dell'impresa di produrre flussi in entrata (*Verifica reddituale*). Se a seguito di tale verifica vi sarà un'esuberanza di flussi d'entrata, in rapporto ai singoli valori patrimoniali, allora andrà computato un ulteriore *intangible* aziendale; l'avviamento (*goodwill*).³⁰

1.5 Le operazioni di M&A nel settore automotive

Il settore automobilistico muove i primi passi nella seconda metà dell' '800, anni in cui rappresentava un settore di nicchia i cui prodotti erano scarsamente reperibili nel mercato nonché particolarmente costosi. Fu all'inizio del '900 che il settore conobbe una forte espansione, dovuta soprattutto alla nascita del primo modello di automobile prodotta in serie (Ford Model T) da parte dell'azienda americana Ford Motor Company.

Gli anni '50 e '60 rappresentarono un'epoca d'oro per l'automobile, con un mercato guidato da tre colossi americani Ford, General Motors e Chrysler. Proprio in questo periodo sono riscontrabili le prime operazioni di M&A degne di nota, si pensi ad esempio alle acquisizioni di American Motors e Simca da parte di Chrysler (1963), la quale poi fu incorporata, insieme ad altre aziende europee acquisite, nella sussidiaria Chrysler Europe.

In questi anni, e per i successivi decenni, le principali motivazioni alla base delle operazioni di M&A nel settore erano riscontrabili nella volontà di crescita, di ampliamento della gamma di prodotti e nella ricerca di economie di scala.

Un decennio caratterizzato da importanti operazioni strategiche fu quello degli anni '90, periodo in cui l'industria automobilistica è stata contraddistinta da problemi di sovrapproduzione. In questa fase

³⁰ GUATRI L., UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, EGEA, 2011

presero luogo due importanti operazioni, la fusione Daimler-Chrysler (1998) e l'alleanza Nissan-Renault (1999), che ebbero un notevole impatto sul settore, modificandone gli equilibri.

Le alleanze appena citate, erano testimonianza di una crescente attenzione alle collaborazioni funzionali e agli accordi di condivisione di tecnologie e piattaforme, allo scopo di ridurre i tempi e i costi di sviluppo dei prodotti. La tendenza era rappresentata dal fatto che le aziende automobilistiche stavano investendo in accordi strategici per ampliarsi sia in senso geografico che dal punto di vista tecnologico.

Negli ultimi due decenni, infatti, le operazioni di M&A hanno raffigurato uno degli strumenti principali per consentire l'espansione delle aziende automobilistiche nei paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa), che è risultata di fondamentale importanza sia per la diffusione dei loro prodotti a livello globale (e quindi per l'aumento dei ricavi), ma anche per attuare strategie di integrazione verticale che consentissero di diminuire i costi di produzione delocalizzando in mercati emergenti.

Tale tendenza è riscontrabile, oltre che nei luoghi sopracitati e in paesi dell'America Latina e del Sud-est asiatico, anche nel vecchio continente, dove molte aziende stanno investendo nella parte centro-orientale dell'Europa dove possono ottenere vantaggi sia in termini fiscali che in termini di costo della mano d'opera.

In senso opposto, anche alcuni costruttori provenienti da Cina e India si stanno concentrando su acquisizioni di aziende europee o statunitensi per poter accedere a tecnologie chiave nei settori della propulsione, della sicurezza, dell'elettronica avanzata e dei materiali, si pensi ad esempio all'acquisizione di Land Rover e Jaguar da parte del colosso indiano Tata Motors.

Basandosi su quanto riportato sopra, i driver strategici per le operazioni di M&A nel settore *automotive* muovono dalla ricerca di vantaggi strategici, come l'espansione geografica e la ricerca di economie di scala al fine di accrescere la propria quota di mercato. Questi driver sono stati affiancati, col passare degli anni e lo sviluppo di un settore sempre più competitivo, dalla ricerca di sinergie che potessero aumentare le competenze tecnologiche dell'impresa.³¹

Le motivazioni appena elencate hanno portato ad un forte incremento di operazioni strategiche all'interno del settore. Tale crescita è riscontrabile dal Grafico 3 in cui sono rappresentati i volumi, sia in termini di numero assoluto di transazioni sia in termini di valore complessivo delle stesse, delle operazioni di M&A avvenute dal 1985 ad oggi nel settore *automotive*.

In entrambi i dati analizzati è possibile notare un trend di crescita, che risulta maggiormente costante per quanto riguarda il numero delle transazioni. Questo dato mostra, infatti, in maniera più efficace l'interesse che le aziende del settore hanno nel compiere transazioni strategiche, a differenza

³¹ RAJESH KUMAR B., *Mega Mergers and Acquisitions*, Palgrave Macmillan, 2016

dell'analisi sul valore complessivo di tali operazioni il cui andamento della curva può essere influenzato dall'effettuazione in un determinato anno di fusioni o acquisizioni in cui i soggetti coinvolti siano leader consolidati con alte capitalizzazioni.

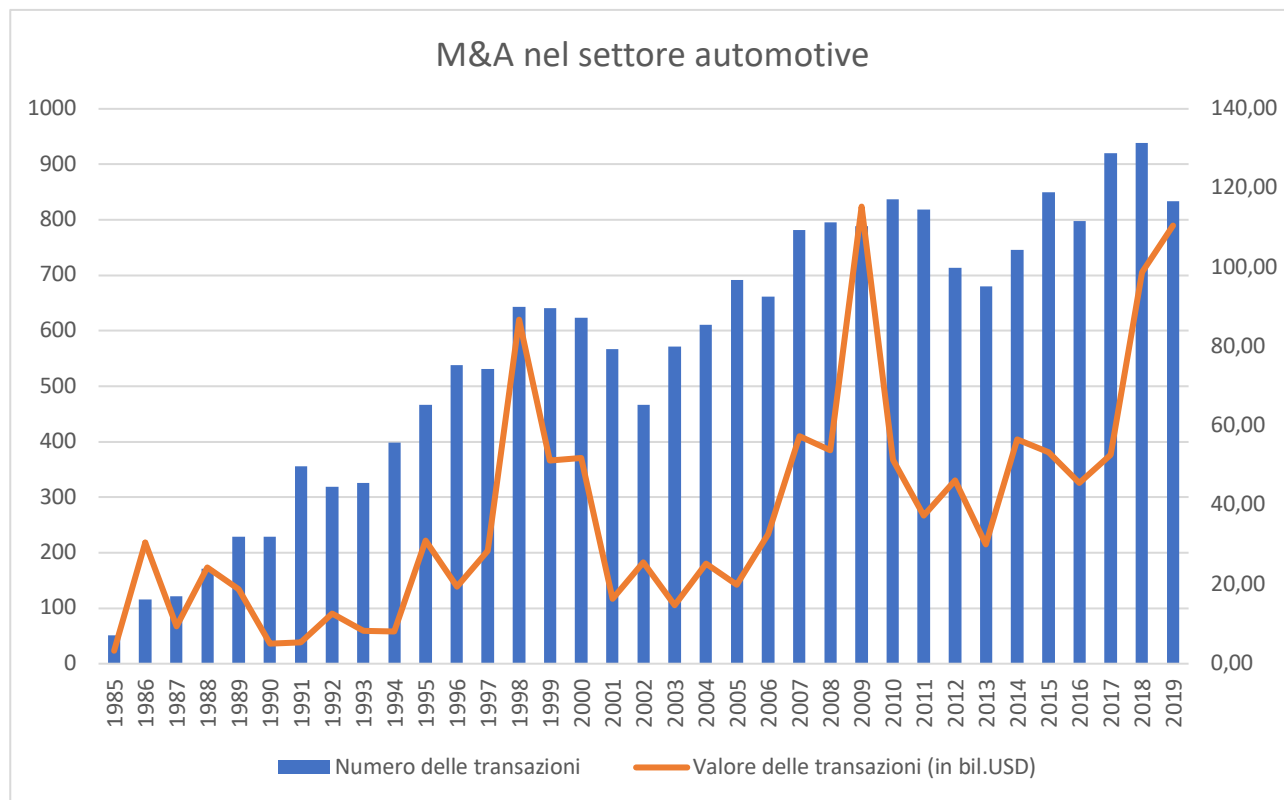


Grafico 3: Operazioni di M&A nel settore Automotive (Fonte: IMAA)

Con particolare riguardo all'ultimo anno di attività, il settore automobilistico è stato uno di quelli maggiormente colpiti dalla crisi da Covid-19, e ciò ha ovviamente avuto delle ripercussioni anche sulle operazioni di M&A. La pandemia ha avuto un impatto sulle transazioni dei primi due trimestri del 2020 in una misura non riscontrabile dai tempi della Grande Recessione. Tuttavia, vi è stato un importante, e per molti inaspettato, rialzo nel terzo trimestre dell'anno seguito, però, da una regressione nel quarto trimestre, dovuta al timore di una "seconda ondata". L'andamento nel corso del 2020 è riportato nel Grafico 4.

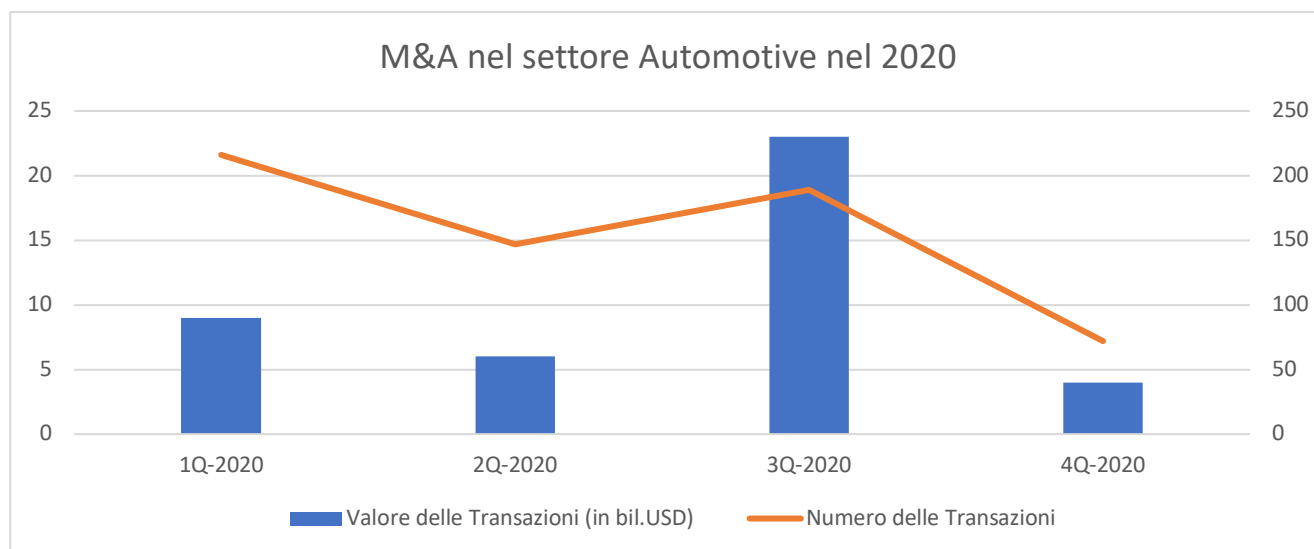


Grafico 4: M&A nel settore Automotive nel 2020 (Fonte: PWC)

La crescita del terzo trimestre è stata soprattutto caratterizzata da operazioni che potessero garantire l'accesso alle cosiddette tecnologie *CASE* (*Connected car*, *Autonomous vehicle*, *Sharing*, *Electrification*). Gli investimenti in *CASE* rappresentano, infatti, il *driver* principale del settore negli ultimi anni e secondo le stime³² lo saranno anche nel 2021 e negli anni successivi, in cui è prevista una ripresa dell'attività di M&A. A testimonianza di tale tendenza, fra le dieci più importanti operazioni avvenute nel corso dell'anno, sette di queste hanno avuto ad oggetto proprio le *EV* (*Electric Vehicle*) e tecnologie autonome.

In ultima analisi, la crescita nel 2021, si prevede possa essere correlata anche all'aumento di operazioni di *distressed M&A* mirate all'acquisizione di quei fornitori, posti alla base della catena, che convivono con gravi problemi di liquidità a causa della crisi.

³² PWC, *Automotive deals Insights: 2021 outlook*

Capitolo II - Il mercato M&A e l'impatto della crisi da Covid-19

2.1 *Analisi del mercato M&A e recenti sviluppi*

Le operazioni di M&A non rappresentano un concetto nuovo nel mondo degli affari. Si ha traccia delle prime transazioni già nell'ultima parte dell'800, e da quel momento il loro utilizzo è diventato sempre più diffuso con l'avvento di mercati internazionali sempre più competitivi.

L'attività di M&A nel corso dell'ultimo secolo evidenzia un andamento ciclico. Si parla, per l'appunto, di un modello definito “*Wave Pattern*” contraddistinto da vere e proprie ondate (*waves*), che descrivono bene l'alternanza di periodi di forte attività con periodi con scarso ammontare di operazioni effettuate e che hanno contraddistinto l'evoluzione di queste operazioni dalla loro nascita fino ai giorni nostri. In letteratura, di solito, ci si riferisce a sei o sette ondate a partire dal 1890. L'inizio e la lunghezza di ogni onda non sono ben definiti, e ogni studio effettuato mostra spesso date di inizio e fine differenti, ma la fine di ciascuna di esse è tendenzialmente caratterizzata da un grande evento storico, come l'inizio di una recessione/crisi o anche di una grande guerra.

Ciò che scatena queste ondate e il motivo per cui si attenuano non sono pienamente compresi, anche se sono state proposte teorie alternative di ondate di fusioni e sono stati identificati diversi possibili fattori esplicativi contestuali. Una di queste teorie sostiene che le ondate di fusione si verificano quando le aziende di un determinato settore reagiscono a "shock" nel loro ambiente operativo, i quali possono essere causati da fattori come la deregolamentazione, lo sviluppo di nuove tecnologie, canali di distribuzione o prodotti sostitutivi, o un aumento dei prezzi delle materie prime. Un altro fattore che deve necessariamente essere presente è la disponibilità del capitale. Gli shock da soli, infatti, senza una liquidità sufficiente a finanziare le transazioni, non possono dare il via ad una nuova ondata di operazioni. Inoltre, la presenza di capitale a basso costo, facilmente disponibile, può causare di per sé una impennata nell'attività di M&A anche se gli shock industriali sono assenti, e ciò è particolarmente riscontrabile nelle ondate più recenti.³³

La prima e la seconda ondata fanno riferimento al solo mercato statunitense, mentre le successive tendono ad assumere una dimensione geografica più ampia. Tra queste, la quinta ondata è la prima ad avere una valenza a livello globale, in quanto, oltre a Stati Uniti, Regno Unito ed Europa continentale, anche l'Asia aveva notevolmente incrementato, in quegli anni, la propria attività nel mercato M&A. Di seguito verranno descritte le sette *waves* che hanno contraddistinto l'andamento delle operazioni di fusione e acquisizione fino ad oggi:

³³ DEPAMPHILIS D., *Merger and Acquisitions basics: Negotiation and Deal Structuring*, Elsevier, 2011

- First Wave (1897-1904): La prima ondata di M&A si è presentata a seguito della depressione del 1883, raggiungendo il suo apice tra il 1898 e il 1902, concludendosi nel 1904. I settori interessati principalmente, in questa prima ondata, sono quelli minerari e manifatturieri. Infatti, i due terzi delle operazioni strategiche effettuate hanno avuto come partecipanti aziende appartenenti a questi settori. Le transazioni effettuate in questo periodo sono per la maggior parte fusioni orizzontali che hanno permesso la creazione dei primi "giganti" nell'industria mineraria, siderurgica, ferroviaria e petrolifera e la nascita, quindi, dei primi monopoli.³⁴ Molti dei giganti del mondo aziendale statunitense, come General Electric, Eastman Kodak, e DuPont, si sono formati proprio durante questa prima ondata grazie a tali consolidamenti orizzontali.³⁵

Nonostante nel 1890 fosse stato approvato lo *Sherman Antitrust Act*, la prima legge antitrust volta a contrastare la nascita di cartelli e monopoli, i suoi effetti non furono efficaci fin da subito e quindi non riuscì a placare questa tendenza al consolidamento orizzontale nei suoi primi anni.

Come ogni ondata, ha avuto inizio in un periodo di espansione economica. Mentre le cause che hanno portato alla fine della stessa sono molteplici e possono essere riscontrate, tra le altre, nel crollo del mercato azionario nel 1905 o nella minaccia dell'avvento della Prima guerra mondiale.

Second Wave (1919-1929): Il suo inizio va collocato a seguito della fine della Prima guerra mondiale.

Si è trattato di un'ondata molto più piccola della prima in termini di impatto. In totale ha coinvolto meno del 10% degli *asset* dell'economia statunitense rispetto all'oltre 15% della prima ondata, tuttavia, anche in questo periodo nacquero importanti gruppi che tutt'ora sono leader nei propri settori. Tra questi, vanno citati General Motors e IBM.

George Stigler, premio Nobel per l'economia, definì questa seconda ondata "*Merging for oligopoly*" contrapponendola alla prima che fu definita "*Merging for monopoly*". L'ingente ammontare di operazioni effettuate in questo periodo portarono, piuttosto che alla formazione di monopoli, al conseguimento di una struttura industriale oligopolistica, pur dando seguito al modello di consolidamento affermatosi nella fase precedente. Questa nuova tendenza fu dovuta al fatto che la regolamentazione antitrust degli anni '20 era più rigorosa di quella della prima ondata di fusioni. Fin dal 1910, infatti, il Congresso si preoccupò degli abusi di mercato

³⁴ GAUGHAN P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2008

³⁵ SUDARSAMAN S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson, 2010

e del potere esercitato dai monopoli. Diventò chiaro che lo *Sherman Act* non era un efficace deterrente al monopolio. Di conseguenza, nel 1914 il Congresso approvò il *Clayton Act*, una legge che rafforzava le disposizioni antimonopolistiche dello *Sherman Act*.

Il boom economico del primo dopoguerra contribuì fortemente all'attuazione di transazioni strategiche fra le imprese contribuendo allo sviluppo dell'economia americana e fornendo ingenti capitali di investimento per il mercato mobiliare. Questa cospicua disponibilità, alimentata dalle favorevoli condizioni economiche, pose però le basi per il crollo del mercato azionario del 1929, evento considerato come conclusivo di questa seconda ondata.³⁶

- *Third wave (1965-1974)*: A causa della Grande Depressione e dello scoppio della Seconda Guerra Mondiale, la crescita dell'attività M&A rallentò significativamente dopo la fine della seconda ondata. Nel 1950 il Congresso approvò degli emendamenti al *Clayton Act* del 1914 per inasprire il regime anti-monopoli e questo portò l'integrazione orizzontale e verticale a non essere più considerate dalle aziende uno strumento utile per crescere ed espandersi. Questo è il motivo per cui le società hanno rivolto la loro attenzione alle fusioni e alle acquisizioni conglomerali. Infatti, se i principali motori delle prime due ondate furono rispettivamente l'integrazione orizzontale e verticale, questo periodo fu caratterizzato principalmente dalla diversificazione.

La terza ondata ottenne quindi la definizione di "*merging for growth*". La sua fine coincise con la grande dislocazione causata dalla crisi petrolifera indotta dall'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) nel 1973 e la successiva spirale inflazionistica e il rallentamento economico, tuttavia, già dall'inizio degli anni '70, le operazioni di M&A effettuate hanno subito un forte rallentamento.

- *Fourth Wave (1984-1989)*: Alla fine degli anni '70 si assistette ad una piccola ripresa dell'attività di acquisizione, che però non durò a lungo, a causa della seconda crisi petrolifera del 1979 e della profonda recessione dei primi anni Ottanta. A metà degli anni Ottanta si è assistito a una nuova ondata di attività di acquisizione che ha portato alla quarta ondata di fusioni ed acquisizioni. Una caratteristica unica di questa ondata è il ruolo significativo delle fusioni ostili e sebbene il numero assoluto di acquisizioni ostili rispetto al numero totale di acquisizioni non sia elevato, lo è, invece, la percentuale relativa al valore totale delle acquisizioni. Il quarto periodo di fusione può anche essere distinto dalle altre tre ondate per le dimensioni e la preminenza degli obiettivi di M&A. Alcune delle più grandi imprese della

³⁶ GAUGHAN P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2008

nazione sono diventate oggetto di acquisizione nel corso degli anni '80. Anche per tale motivazione la quarta ondata è definita “*the wave of the megamerger*”. Prendendo a riferimento il numero di transazioni da oltre 100 milioni di dollari, queste sono di oltre 23 volte dal 1974 al 1986 e ciò rappresenta una differenza importante rispetto all'era conglomerale degli anni '60, in cui predominava l'acquisizione di piccole e medie imprese. Inoltre, si registra, in questo periodo, un importante interesse da parte delle società europee nell'acquisizione di aziende statunitensi. Per la prima volta, le acquisizioni di società americane da parte di imprese straniere hanno superato il numero delle acquisizioni da parte di imprese americane di società in Europa, Canada e nell'area del Pacifico. Le motivazioni di questa tendenza sono riscontrabili nelle dimensioni del mercato, nelle limitate restrizioni sulle acquisizioni, nella sofisticazione della tecnologia statunitense e nella debolezza del dollaro rispetto alle principali valute estere.³⁷

Un ulteriore aspetto distintivo di questo periodo è stato il gran numero di cessioni, le quali hanno costituito il 20-30% dell'attività di M&A durante gli anni di questa ondata. Molte società statunitensi non solo hanno effettuato numerose acquisizioni, ma hanno anche ceduto alcuni dei loro rami, con l'obiettivo focalizzarsi su quelle attività in cui si ritenevano dotate di una maggior *knowhow* e di un vantaggio competitivo. In questo senso, queste imprese invertirono la tendenza alla diversificazione che contraddistinse la terza ondata negli anni '60.³⁸

La fine di questa ondata coincise con la fine degli anni '80, quando al crollo del mercato azionario, avvenuto nel 1987, seguì, nel 1990, la crisi del mercato petrolifero dovuta all'invasione del Kuwait da parte dell'Iraq. Entrambi gli shock portarono ad alti tassi di inflazione che costrinsero le banche ad alzare i tassi di interesse rendendo così difficile per le imprese l'accesso ai finanziamenti.

- *Fifth wave (1992-2000)*: Durante gli anni '90, l'economia statunitense è entrata nella sua più lunga espansione del dopoguerra e le aziende hanno reagito all'aumento della domanda aggregata perseguendo operazioni di fusione e acquisizione, che rappresentavano un'opportunità di crescita più rapida rispetto alla crescita interna. Questa ondata è considerata come una delle principali mai avvenute, essendo stata la prima ad assumere dimensioni globali. Al suo culmine nel 1998, il valore delle operazioni M&A è stato di 1,6 miliardi di dollari rispetto al precedente picco di 343 miliardi di dollari nel 1988. Gli anni '90 hanno visto l'emergere di nuove tecnologie come Internet, la televisione via cavo e le comunicazioni

³⁷ DEPAMPHILIS D., *Merger and Acquisitions basics: Negotiation and Deal Structuring*, Elsevier, 2011

³⁸ SUDARSAMAN S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson, 2010

satellitari, che hanno dato vita a nuove industrie dando una spinta decisiva alle operazioni di M&A. Anche questo periodo è stato caratterizzato da grandi operazioni, ma ci sono state meno operazioni ostili e si sono verificate fusioni con maggiore oculatezza strategica. A differenza delle operazioni degli anni '80, infatti, le operazioni degli anni '90 hanno avuto come driver quello della strategia più che la ricerca di rapidi guadagni finanziari. Sono diminuite, infatti, le operazioni finanziate dal debito (LBO) che hanno caratterizzato la quarta ondata di fusione. Per il compimento di tali operazioni, in questa fase, si è preferito un maggiore utilizzo del capitale proprio, che ha portato a combinazioni con minore utilizzo della leva finanziaria. Ciò ha portato ad una minore pressione a vendere rapidamente le attività per ripagare il debito contratto, portando quindi ad una meno frenetica esigenza di ricorrere alle cessioni, nonostante queste abbiano comunque continuato a crescere anche nel corso di questa ondata.³⁹ Il numero di transazioni ha continuato a segnare una forte crescita fino alla fine degli anni '90, per poi contrarsi drasticamente allo scoppio della bolla di Internet e la successiva recessione negli Stati Uniti nel 2001 con l'indebolimento dell'economia mondiale.

- *Sixth Wave (2003-2008)*: La crisi scoppiata alla fine degli anni '90 non ha smorzato a lungo la crescita del mercato delle acquisizioni. Ben presto l'attività di M&A ha iniziato la sua ascesa verso l'alto portando ad una sesta ondata che ha raggiunto il suo apice nel 2007. Questa ondata è stata molto più piccola di quella degli anni Novanta, ma più grande di quella degli anni Ottanta. Gli *Hedge Fund* e i fondi di *Private Equity* hanno giocato un ruolo da protagonisti in questa fase, favoriti da un ambito macroeconomico favorevole, dalla forte presenza di liquidità e da bassi tassi interesse che hanno favorito l'avvio di numerose operazioni di *Leveraged buyout*. Durante questo periodo vi fu anche un radicale cambiamento di atteggiamento da parte di tali investitori istituzionali che iniziarono ad essere azionisti attivi, influenzando le decisioni strategiche e spesso lanciando attacchi altamente pubblicizzati contro i dirigenti aziendali per non aver seguito strategie che aumentassero il valore per gli azionisti. Una forte spinta venne data dalla globalizzazione, già emersa nella quinta ondata, che ha continuato ad essere un punto chiave nelle fusioni e nelle acquisizioni, e sempre più aziende si sono concentrate sull'espansione dei loro interessi nei mercati internazionali. Tuttavia, nel 2007, con l'esplosione della crisi dei mutui *subprime*, che ha portato alla recessione dell'economia americana, si conclude questa sesta ondata.

³⁹ GAUGHAN P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2008

- Seventh wave (2012-2020): Dopo la fine della sesta ondata, in coincidenza con lo scoppio della crisi dei mutui subprime, l'attività di M&A ha subito un rallentamento. La settima ondata è sostenuta principalmente da Paesi come Brasile, Cina, India, Russia e Sudafrica. Questi paesi, infatti, denominati BRICS, oltre a rappresentare tra i cinque paesi più popolosi al mondo, costituiscono le cinque principali economie emergenti e sono stati i protagonisti di questa settima ondata.

Tuttavia, nonostante l'intervallo di tempo successivo al 2008 caratterizzato dalla recessione economica, l'attività di M&A è tornata ai livelli pre-crisi e il 2015, ha costituito un'annata record per le operazioni di fusione e acquisizione. Avendo riguardo degli ultimi anni di attività, dopo un forte 2018, il mercato globale delle fusioni e acquisizioni ha subito un rallentamento nel 2019. In particolare, nel Nord America l'M&A sono aumentati del 10%, in controtendenza rispetto ai risultati globali, mentre i volumi sono diminuiti in tutta l'area EMEA e Asia (rispettivamente del 13% e del 6% rispetto al 2018). L'aumento del volume in Nord America è dettato dalla crescita del numero di *megadeal* (operazioni dal valore superiore a 10 miliardi), che sono stati effettuati soprattutto nel settore dei pagamenti, del gas e petrolio e anche in quello tecnologico per perseguire economie di scala e ottenere un miglior posizionamento nel mercato globale. Altro tema caratterizzante gli ultimi anni di questa ondata è quello delle cosiddette “*Mergers of equal*” (MOE), ovvero quelle operazioni compiute fra aziende che svolgono attività simili che preferiscono questa via all'espansione in diversi settori. Questa tendenza è stata favorita dall'incertezza nei confronti delle prospettive macroeconomiche globali. Le MOE sono, infatti, cresciute in modo significativo nel 2019, il loro volume ha raggiunto livelli record ed è aumentato del 68% a livello globale e addirittura del 180% se si fa riferimento al solo Nord America. Inoltre, è da notare come le politiche protezionistiche adottate da alcuni paesi, in particolare gli Stati Uniti d'America, hanno portato ad una diminuzione delle cosiddette operazioni di M&A *Crossborder*, ovvero transfrontaliere, portando le aziende a concentrarsi maggiormente su operazioni su scala nazionale. Il contesto normativo è divenuto maggiormente complesso negli ultimi decenni, con un costante aumento del numero di operazioni bloccate in tutto o in parte dalle autorità antitrust dei vari paesi. Dal 2000, la media globale delle transazioni bloccate è stata del 4% annuo ma se si fa riferimento agli anni di questa settima ondata questo valore è salito al 8%.⁴⁰

La fine di questa ultima ondata coincide con l'inizio del 2020 e la diffusione del Virus SARS-CoV-2, che ha portato ad una crisi economica a livello globale, oltre che ad una sostanziale interruzione dell'attività di M&A.

⁴⁰ JP MORGAN, 2020 *Global M&A Outlook, 2020*

2.2 Crisi da Covid-19: lo scenario macroeconomico internazionale

La diffusione del virus ha avuto un impatto devastante a livello globale, portando a conseguenze drastiche non soltanto sul piano delle operazioni di fusione e acquisizione ma soprattutto sul piano macroeconomico, sanitario e sociale.

Il virus iniziò a circolare nella fine del 2019 nella Cina centro-orientale, precisamente nella provincia dell'Hubei, per poi diffondersi rapidamente nel resto del mondo. La Cina è stato il primo Paese a sperimentare la forza della malattia, con oltre 60.000 casi attivi confermati nella prima metà di febbraio. Paesi europei come Italia, Spagna e Francia sono stati successivamente gravemente colpiti dall'epidemia, seguiti dagli Stati Uniti, e dalle economie in via di sviluppo. Già nel Gennaio 2020, l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) ha dichiarato quella da COVID-19 un'emergenza sanitaria mondiale dopo che ha avuto un forte impatto sulla Cina e sulla Corea del Sud e successivamente, nel mese di marzo, la stessa OMS ha dichiarato la presenza di una pandemia da COVID-19.

La pandemia ha spinto il mondo in una recessione. Quella del 2020, infatti, rappresenta una crisi ancora peggiore della crisi finanziaria del 2008. I danni economici sono riscontrabili in tutti i Paesi, a causa del costante aumento delle nuove infezioni e delle misure di contenimento messe in atto dai singoli governi.

Il grande shock macroeconomico derivante dalla pandemia del coronavirus ha avuto un forte impatto sia sulla domanda che sull'offerta. Le misure imposte dai governi per contenere la diffusione del virus sono un esempio unico di gravi restrizioni temporanee sul lato dell'offerta.

Le analisi empiriche, basate su dati limitati, rilevano che sia la domanda che l'offerta sono diminuite dopo lo shock COVID-19. Nel primo trimestre del 2020 la domanda negativa ha avuto un ruolo maggiore nel calo dell'attività, ma nel secondo trimestre la riduzione dell'offerta ha avuto un ruolo più significativo. Gli effetti negativi delle restrizioni sul lato dell'offerta sono stati inferiori in settori in grado di mantenere e adattare la produzione. La produzione è stata mantenuta in settori considerati essenziali, mentre, almeno in alcuni paesi e regioni, la produzione è stata ridotta in settori non essenziali. Altro fattore rilevante sulla diminuzione dell'offerta in determinati settori è la misura in cui il lavoro poteva essere svolto a distanza e questo ha influenzato il declino dell'attività.

L'effetto dello shock COVID-19 sul lato dell'offerta è stato più forte nei settori in cui meno lavoratori sono stati in grado di svolgere i loro compiti a distanza, portando anche per le imprese operanti in tali settori maggiormente danneggiati ad altre esternalità negative.⁴¹

⁴¹ EUROPEAN CENTRAL BANK, *The impact of COVID-19 on potential output*, 2020

Rispetto a crisi precedenti di natura endogena al sistema economico-finanziario, risulta difficile determinare e prevederne gli sviluppi in ragione dell'incertezza sulla dinamica della pandemia.

Per studiare e cercare di comprendere l'impatto che la crisi da Covid-19 avrà sul nostro sistema può essere utile richiamare alcuni lavori scientifici⁴² che hanno indagato gli effetti economici di una pandemia in Inghilterra. Tuttavia, questi studi si basano su assunzioni per cui l'emergenza sia circoscritta in un breve periodo e che vi sia certezza circa i tempi di riavvio dell'attività produttiva. Inoltre, le ipotesi che ci sia completa informazione sulle cause e sulla durata e che i suoi effetti svaniscano al risolversi dell'emergenza sanitaria appaiono molto forti e non valgono nel caso della crisi da Covid-19: in questo caso la ripresa economica è rapida e segue un percorso a V (cosiddetta *V-shaped recovery*). Allo stato attuale delle cose, è ancora difficile stimare la durata della pandemia e in aggiunta a questo, si suppone che lo *shock* sulla domanda sia riassorbito al termine della pandemia, grazie all'immediata ripresa dei consumi. Un altro studio⁴³ arriva così alla conclusione che l'evoluzione della crisi potrebbe seguire un percorso a L (cosiddetto *L-shaped*), ovvero sfociando in una stagnazione. In questo scenario, la pandemia deprimerebbe la domanda globale amplificando lo *shock* iniziale sull'offerta portando ad un equilibrio caratterizzato da bassa crescita ed alta disoccupazione.

I parametri fondamentali per la stima della durata e della gravità degli effetti economici dipendono da variabili come: il tasso di morbosità; il tasso di mortalità; il numero di giorni lavorativi persi per malattia e le misure di distanziamento sociale adottate. L'incertezza sul valore di questi parametri ha reso difficile la possibilità di determinare gli impatti economico-sociali della pandemia nel futuro, come ha reso anche difficile la possibilità di "definire" che tipologia di crisi questa sia. Tuttavia, nel medio periodo, giocherà un ruolo fondamentale la permanenza dello shock dal lato dell'offerta: il fallimento delle imprese, l'aumento della disoccupazione ed il calo del reddito delle famiglie innescherebbero dei circoli viziosi che dovranno essere mitigati con le giuste politiche economiche. Tuttavia, allo stato attuale delle cose, l'impatto della pandemia ha generato ripercussioni eterogenee sui diversi settori produttivi. Infatti, vi sono settori come quello farmaceutico, delle telecomunicazioni o dell'*high-tech* che non hanno particolarmente risentito degli effetti della pandemia, come anche quello alimentare, se non per eventuali difficoltà di approvvigionamento delle materie prime. Per meglio comprendere le prospettive macroeconomiche a seguito della pandemia, un forte supporto è dato dal rapporto annuale sulle prospettive future dell'economia stilato dal Fondo Monetario Internazionale.

⁴² KEOUGH-BROWN, *The possible macroeconomic impact on the UK of an influenza pandemic*, 2010

⁴³ FORNARO L., WOLF M., *Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy*, 2020

Secondo tale studio se le recenti approvazioni di vaccini hanno alimentato le speranze di un'inversione di tendenza nella pandemia nel corso di quest'anno, vi sono comunque delle nuove ondate e nuove varianti del virus che destano preoccupazioni per le prospettive.

Nel mezzo di tale eccezionale incertezza, l'economia globale dovrebbe crescere del 5,5% nel 2021 e del 4,2% nel 2022. La previsione per il 2021 è stata rivista al rialzo di 0,3 punti percentuali rispetto alle previsioni precedenti, riflettendo le aspettative di un rafforzamento dell'attività alimentato dal vaccino nel corso dell'anno dal forte sostegno politico in alcune grandi economie.

La ripresa della crescita prevista per quest'anno segue un grave crollo nel 2020 che ha avuto un forte impatto negativo, causando gravi danni economici e sociali e colpendo soprattutto quei settori ad alta intensità di contatto. La contrazione della crescita globale per il 2020 è stimata al -3,5%, proiezione tuttavia migliore, anche in questo caso, di 0,9 punti percentuali in più rispetto alle previsioni precedenti e che riflette uno slancio più forte del previsto nella seconda metà del 2020.

Si prevede che la forza della ripresa varierà significativamente tra i paesi, a seconda dell'accesso agli interventi medici, dell'efficacia del sostegno politico, dell'esposizione alle ripercussioni tra paesi e delle caratteristiche strutturali all'ingresso della crisi. Nel seguente Grafico 4 sono riportate le stime del Fondo Monetario Internazionale che mostra l'andamento delle economie di Cina, dei paesi con economia avanzata (AE) e dei paesi con economie emergenti (EMDE) indicizzandolo al dato del quarto trimestre del 2019 a cui è dato un valore di riferimento pari a 100. Il grafico confronta inoltre gli andamenti futuri stimati nel 2020 con gli andamenti previsti in tempi pre-crisi, nel 2019.

Dal grafico è possibile riscontrare come l'economia cinese è stata la prima ad essere colpita dalla crisi. Tuttavia, questa sarà l'unica ad essere in grado di riprendere a crescere ai livelli incredibilmente importanti, superando quasi le prospettive di crescita prospettate dal World Economic Outlook 2020 del Fondo Monetario Internazionale, compilato quindi prima dell'avvento della pandemia.

L'impatto sia sulle economie avanzate sia su quelle in via di sviluppo è stato maggiore rispetto a quello sulla Cina, dal grafico infatti è possibile evincere una discesa più profonda. Allo stesso tempo, sempre confrontandola con la Cina, la ripresa sarà molto più lenta e non si raggiungeranno i livelli prospettati prima della crisi.

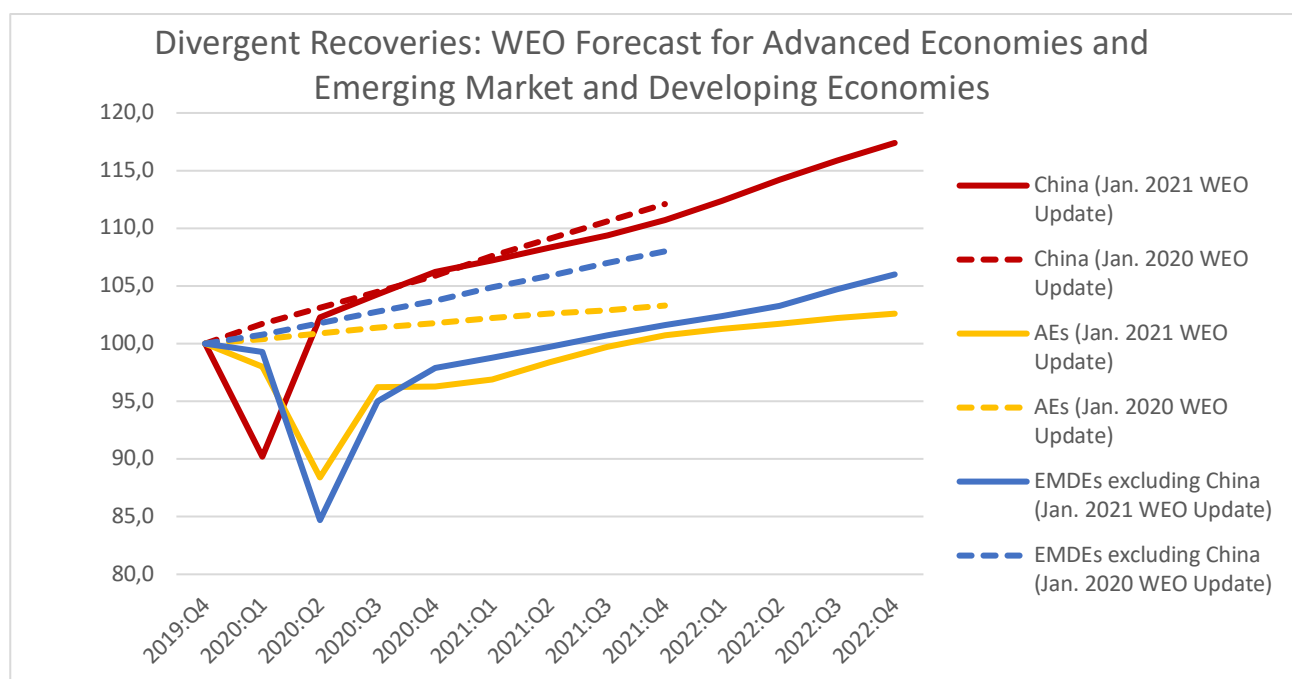


GRAFICO 4: Divergent Recoveries: WEO Forecast for Advanced Economies and Emerging Market and Developing Economies (Fonte:FMI)

In particolare, nelle economie maggiormente deboli e più fortemente colpite dalla pandemia, le azioni politiche dovranno garantire un sostegno efficace fino a quando la ripresa non sarà saldamente avviata, con la prospettiva chiave di aumentare la produzione potenziale, assicurare una crescita che coinvolga tutte le classi sociali, e accelerare la transizione verso una minore dipendenza dai combustibili fossili con un maggiore sfruttamento delle energie rinnovabili. Infatti, una spinta agli investimenti verdi accoppiata a prezzi del carbonio inizialmente moderati ma in costante aumento porterebbe a delle riduzioni nelle emissioni, portando benefici ambientali e sostenendo al contempo la ripresa dalla recessione pandemica.

Una forte cooperazione multilaterale è necessaria per portare la pandemia sotto controllo ovunque. Tali sforzi includono il rafforzamento del finanziamento della struttura COVAX per accelerare l'accesso ai vaccini per tutti i paesi, assicurandone la distribuzione universale e facilitandone l'accesso a prezzi accessibili. Molti paesi, in particolare le economie in via di sviluppo a basso reddito, sono entrati nella crisi con un debito elevato che è destinato ad aumentare ulteriormente durante la pandemia. La comunità globale dovrà continuare a lavorare a stretto contatto per assicurare un accesso adeguato alla liquidità internazionale per questi paesi. Dove il debito sovrano è insostenibile, i paesi avranno il compito di lavorare per ristrutturare tale debito secondo il quadro comune concordato dal G20.⁴⁴

⁴⁴ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World economic outlook, 2021*

2.3 Impatto della crisi sulle operazioni di M&A e confronto con le recessioni precedenti

Mentre le operazioni di M&A rallentano ed entrano nel loro primo ciclo negativo in dieci anni, può essere utile rivedere quanto accaduto nelle crisi precedenti per provare a dedurre le analogie e le differenze con la crisi attuale.

Prima di quest'ultima recessione, infatti, se ne sono presentate altre tre negli ultimi tre decenni che hanno fortemente impattato sul mercato delle fusioni e delle acquisizioni, la crisi del 1990-1991, quella del 2001-2002 e l'ultima, in ordine temporale, del 2008-2009. Queste tre crisi hanno però natura diversa l'una dall'altra.

Le crisi possono essere distinte in tre categorie, quelle *Event-driven*, quelle strutturali e quelle cicliche⁴⁵:

- Crisi Event-Driven: sono quelle innescate da uno "shock" una tantum, come una guerra, uno shock del prezzo del petrolio, o, per l'appunto, una pandemia.
- Crisi strutturali: rappresentano quella tipologia di crisi che viene spesso innescata da squilibri strutturali e scoppio di bolle finanziarie. Molto spesso sono seguite da uno shock "di prezzo" come la deflazione.
- Crisi cicliche: tipicamente sono una funzione dell'andamento del ciclo economico e hanno alla base l'aumento dei tassi d'interesse, o un calo dei profitti.

Le crisi guidate da eventi sono emerse storicamente con un'inflazione abbastanza modesta. Quando c'è stata deflazione, questa ha presentato comunque livelli minimi. In una certa misura è questo ambiente monetario più stabile che ha impedito che l'evento causasse gli stress che avrebbero reso la crisi più duratura. Infatti, la differenza principale fra una crisi *event-driven* e quelle strutturali e cicliche non è da riscontrare tanto nell'impatto della caduta che queste provocano, ma nella velocità con cui questa avviene e nella velocità di recupero. Tali velocità, tendono infatti ad essere maggiori nelle crisi *event-driven*.

Ogni crisi, per quanto classificabile in una determinata categoria, presenta delle caratteristiche del tutto uniche. Tuttavia, è possibile trovare dei punti in comune nel comportamento delle M&A all'interno di ogni flessione. In particolare, si riscontrano tipicamente, tre fasi ben distinte:

- Fase 1 "Involuntary M&A": Quando il mercato cala rapidamente, la prima fase di attività è spesso composta da situazioni in cui le aziende hanno opzioni limitate e sono spesso costrette

⁴⁵ GOLDMAN SACHS, *Bear Essentials: a guide to navigating a bear market*, 2020

a compiere transazioni. Questo include transazioni di società finanziariamente in difficoltà, vendite fallimentari, vendite forzate di asset per generare liquidità per scadenze pressanti, o qualsiasi situazione in cui i consigli di amministrazione hanno alternative limitate. Mentre le "M&A involontarie" includono anche transazioni ostili in cui gli acquirenti intensificano la pressione e portano la decisione direttamente agli azionisti, questa ondata è ancora prevalentemente rappresentata da transazioni negoziate dal consiglio di amministrazione.

- Fase 2 "Near-In M&A": Con la stabilizzazione dei mercati, i team di gestione e i consigli di amministrazione spesso si guardano intorno per una potenziale operazione strategica, in particolare in situazioni le relazioni esistenti possano facilitare l'esecuzione della transazione e diminuire il rischio. Si tratta dunque di operazioni con una forma in cui le aziende cercano di acquisire o compiere Joint Ventures con aziende con cui già hanno relazioni commerciali, o acquisire la parte restante di capitale sociale di aziende/divisioni di cui già sono azioniste. Un'altra forma tipica di queste operazioni è quella delle fusioni compiute da aziende che sono concorrenti vicini e i cui i team di gestione presentano una forte relazione. Inoltre, le sinergie in queste situazioni tendono a portare a percentuali più alte di guadagni, sostenendo così l'attività.
- Fase 3 "Voluntary/growth M&A": Uscendo dalla depressione del mercato, i volumi delle transazioni tendono a spostarsi di nuovo verso un maggiore orientamento alla crescita. Questo include acquisizioni più lontane dal core business, un maggiore uso del corrispettivo in contanti, una tendenza alla diversificazione industriale e geografica e un universo più ampio di acquirenti.

La crisi del 1990-1991, come si è già visto, ha portato alla fine della quarta ondata di M&A e può essere considerata appartenente alla prima categoria, ovvero a quella delle crisi *event-driven*. Alla base di questa recessione, vi è infatti un evento ben determinato, ovvero lo shock petrolifero del 1990 causato dall'invasione dello stato del Kuwait da parte dell'Iraq guidato da Saddam Hussein.

La crisi dei primi anni duemila rappresenta una via di mezzo fra una crisi strutturale e una *event-driven*.

Questa vede alla propria base, infatti, lo scoppio della cosiddetta bolla *dot-com*, avvenuto nel marzo del 2000, ovvero il crollo dei titoli di quelle imprese operanti nel settore informatico che erano state oggetto di notevoli, e forse ingiustificati, rialzi verso la fine degli anni '90. Allo scoppio di questa bolla, che, come è stato detto, si classifica come un fattore che contraddistingue una crisi strutturale, si sono aggiunti gli attentati dell'11 settembre del 2001, che hanno avuto, anche essi, un forte impatto

sull'economia di quegli anni e per tale motivo questa dei primi anni duemila presenta anche le caratteristiche di una crisi *event-driven*.

La crisi del 2008-2009 risulta essere la più vicina in ordine di tempo ed è scaturita, anche questa, dallo scoppio di una bolla, quella dei mutui *subprime*. Essendoci anche qui alla base lo scoppio di una bolla speculativa anche questa crisi può essere classificata come strutturale, tuttavia, a differenza di quella precedente, presenta anche le caratteristiche delle crisi cicliche avendo avuto un forte impatto sull'economia reale e non essendo originata da eventi esterni, come accade per le crisi *event-driven*.

Dal Grafico 5 è possibile vedere l'andamento del mercato M&A durante le tre diverse fasi appena descritte ed è possibile riscontrare già ad un primo sguardo sia delle analogie sia delle differenze fra le tre crisi.

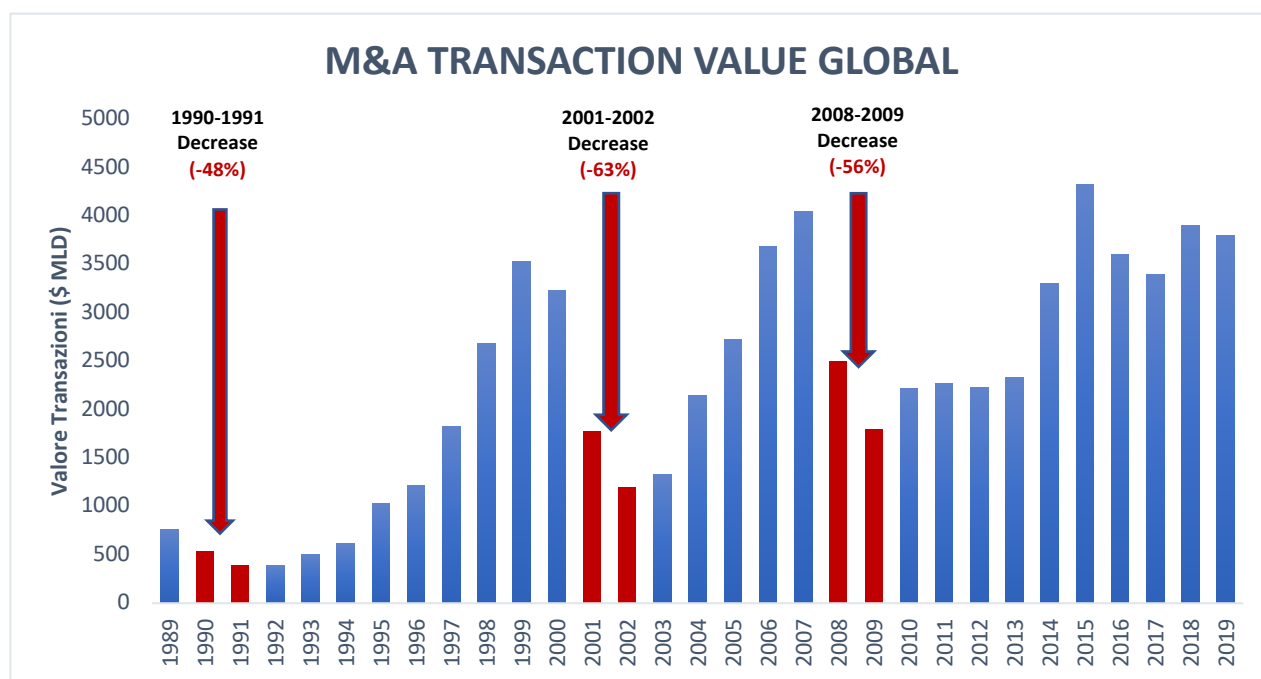


GRAFICO 5: M&A Transaction Value Global⁴⁶

Partendo dalle analogie, innanzitutto, colpisce come ognuna delle tre abbia provocato un ribasso nell'ammontare delle operazioni effettuate a livello annuale per i due anni successivi all'inizio della crisi. In tutti i tre casi analizzati, infatti, dal terzo anno dall'inizio della crisi si registra una crescita, seppur a valori percentuali differenti.

Questi ribassi hanno però un ammontare differente. Mentre, infatti, nell'arco dei due anni i risultati sono tendenzialmente simili, con una decrescita che varia tra circa il 50% e il 60%, l'impatto nel solo

⁴⁶ Grafico di elaborazione personale con dati acquisiti da Bloomberg

primo anno varia maggiormente. Nella crisi strutturale del 2001-2002 si può notare un netto calo nell'attività durante il primo anno pari ad oltre il 45%, risultato di gran lunga maggiore rispetto alle crisi del 1990-1991 e del 2008-2009 che vedono un calo rispettivamente del 30% e del 38%, sempre con riferimento al primo dei due anni di decrescita.

La discesa nei secondi anni successivi agli inizi delle rispettive crisi è maggiormente costante con valori che oscillano tra il 27% e il 33%. Il valore massimo, in questo caso, va individuato nella seconda crisi oggetto d'analisi ed è, per l'appunto, di poco superiore al 33%.

Volendo considerare un valore medio di decrescita del mercato M&A, nelle tre diverse crisi analizzate, si denota un valore maggiormente negativo nel primo anno successivo agli scoppi della crisi, con un valore medio del 37%. Il valore medio dell'impatto registrato nel secondo anno è inferiore e si attesta sul 29%.

Per ciò che concerne il tempo di recupero, e quindi il tempo necessario al ritorno a valori antecedenti le crisi, questo è risultato variabile tra i quattro e i sei anni dall'anno in cui è stato registrato il valore più basso nel corso della crisi, che come detto viene raggiunto, in tutti e tre i casi, nel corso del secondo. La crisi del 2008-2009, e quindi quella strutturale-ciclica, con un tempo di 6 anni, è stata quella a registrare un tempo necessario maggiore per il ritorno ai livelli precedenti allo scoppio della stessa.

Si denota quindi, a prescindere dalla tipologia di recessione, un forte impatto sulle operazioni di M&A. Infatti, mediamente la decrescita registrata nei tre casi analizzati è stata del 56% e analizzando ognuno dei sei anni che hanno registrato una decrescita, questa è sempre risultata superiore al 25%. Per una migliore esposizione dei dati appena descritti, gli stessi sono riportati nella tabella che segue.

<i>Durata della decrescita a seguito dello scoppio della crisi</i>	2 anni
<i>Decrescita media nelle tre crisi analizzate</i>	56%
<i>Decrescita media nel primo anno</i>	37%
<i>Decrescita media nel secondo anno</i>	29%
<i>Decrescita registrata in ciascuno dei 6 anni</i>	> 25%
<i>Tempistica di ritorno al picco pre-crisi dal minimo registrato</i>	4-6 anni

Dall'analisi appena compiuta è possibile quindi notare come una crisi *event-driven* presenta degli impatti inferiori nel mercato delle fusioni e delle acquisizioni, sotto più punti di vista. La crisi strutturali risultano invece essere quelle maggiormente persistenti ed impattanti.

Questo dato, qui basato su un campione di sole tre osservazioni, risulta essere tuttavia confermato da uno studio compiuto dalla banca d'affari statunitense Goldman Sachs, che analizza tutte le crisi avvenute dal 1800 e giunge a risultati del tutto coerenti con quanto riscontrato in questo elaborato. Lo studio analizza l'impatto delle crisi sull'andamento dell'indice S&P 500 e rivela come le crisi strutturali portino in media a cali del 57% e siano caratterizzate da una durata media di 42 mesi, con un tempo necessario di 111 mesi per un ritorno ai livelli pre-crisi. Le crisi cicliche portano ad un ribasso del 31% e con una durata di 27 mesi e un tempo necessario per il rientro a valori precedenti alla crisi di 50 mesi. Le *event-driven*, risultano essere anche quelle meno forti sia dal punto di vista dell'impatto, con una decrescita media del 29%, sia dal punto di vista della durata, che è di 9 mesi con un tempo necessario per il rientro a valori pre-crisi di 15 mesi.⁴⁷

Una volta analizzate le tre crisi del mercato M&A avvenute negli ultimi trenta anni è possibile fare una prima valutazione su quella odierna, cercando eventuali analogie e differenze con le precedenti. Quella attuale può essere considerata del tutto una crisi *event-driven*, in quanto nata da un evento "shock" costituito dalla diffusione di un virus che ha portato successivamente al sorgere di una pandemia.

La collocazione di questa crisi in tale categoria ha portato gli studi di inizio anno a compiere previsioni fortemente negative sulle conseguenze della pandemia relativamente alle operazioni di M&A nell'arco del 2020. Questi studi erano anche fortemente supportati da quelli che erano i risultati a livello globale dell'attività di M&A nei primi trimestri e tutto ciò faceva presagire una rapida e veloce discesa in tutto il 2020.

Inoltre, questa crisi *event-driven* presenta delle caratteristiche del tutto peculiari rispetto alle precedenti dello stesso tipo:

- Nessuno degli esempi precedenti era in periodi in cui il punto di partenza dei tassi è stato così basso (e in alcuni casi negativo). Questo potrebbe suscitare la preoccupazione nei mercati che ci sia meno spazio per una risposta di politica economica efficace.
- Nessuno degli esempi di crisi *event-driven* avvenuti nella storia è stato innescato da un virus o da un'altra malattia. Hanno avuto origini sempre diverse, ma tipicamente le cause sono riscontrabili in shock provenienti dal mercato (crisi sovrane, default di LTCM, crollo del trading di programmi ecc.) e quindi una risposta monetaria è stata spesso più efficace, mentre questa volta non è chiaro se possa essere sufficiente. Questo è dovuto al fatto che i tagli dei tassi d'interesse potrebbero non essere molto efficaci in un ambiente di paura dove i consumatori sono costretti, o solo inclini, a rimanere a casa.

⁴⁷ GOLDMAN SACHS, *Bear essentials: a guide to navigating a bear market*, 2020

- Nei periodi precedenti in cui ci sono stati shock virali, come la SARS, i mercati azionari tendevano a rimbalzare quando il tasso delle infezioni iniziava a migliorare. Mentre questo può essere vero in Cina, non è chiaramente vero in molte altre parti del mondo; quindi il fattore di paura intorno allo shock economico da misure preventive può spingere i mercati ancora più in basso nel tempo.⁴⁸

Considerate tali premesse, si andranno adesso a valutare gli effetti della crisi sul mercato M&A nel 2020, facendo riferimento sia ai risultati ottenuti sul territorio nazionale italiano sia a quelli ottenuti a livello globale.

Il mercato delle M&A è entrato nel 2020 dopo un decennio di crescita, durante il quale ha raggiunto numeri mai ottenuti prima.

Avendo riguardo del panorama italiano, nel Grafico 6 è possibile riscontrare l'andamento negli ultimi anni delle operazioni di fusione e acquisizione. Andamento che descrive una crescita a livello di numero di operazioni concluse e comunque un considerevole progresso anche sotto l'aspetto del valore. La pandemia ha portato ad una contrazione delle operazioni, sia in termini di numero complessivo che di controvalore. Le transazioni portate a termine nel 2020 sono state infatti 826 contro le 1.085 dell'anno precedente, determinando quindi una diminuzione in termini percentuali di circa il 25%. L'impatto sul valore complessivo delle operazioni è stato addirittura maggiore, avendo questo un valore di 34,5 miliardi di euro contro gli oltre 52 del 2019, con un calo del 35%. Tale risultato negativo è dovuto soprattutto ai minori investimenti effettuati da società estere sul territorio nazionale; nel corso dell'anno, infatti, sono state registrate soltanto 200 operazioni con un ammontare complessivo di circa 6 miliardi contro i 18 dell'anno precedente. Al contrario, una crescita è stata registrata nelle operazioni domestiche, che sono aumentate di circa il 18% raggiungendo un controvalore complessivo di 16 miliardi.

⁴⁸ GOLDMAN SACHS, *Bear essentials: a guide to navigating a bear market*, 2020

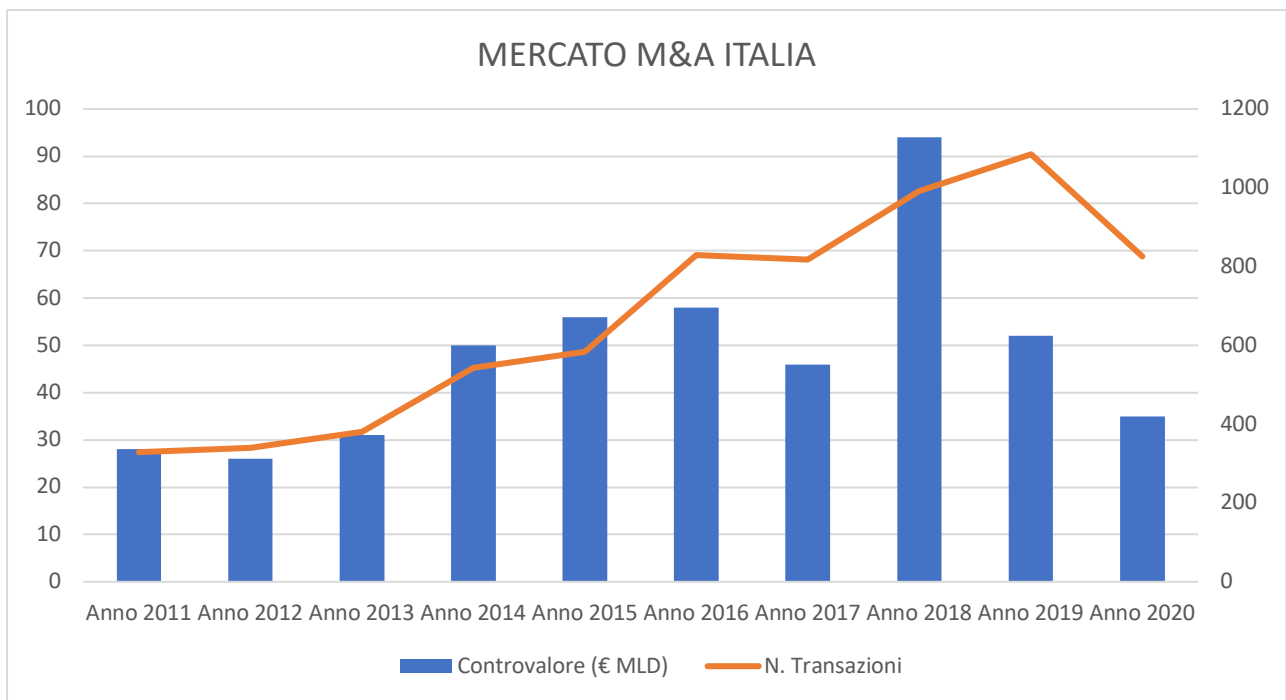


GRAFICO 6: Mercato M&A in Italia (Fonte: KPMG)⁴⁹

A livello globale, invece, l’impatto della crisi sulle M&A è stato di minor rilievo e circoscrivibile ai soli primi due trimestri. Nel Grafico 7 è descritto l’andamento del mercato M&A globale negli ultimi due anni.

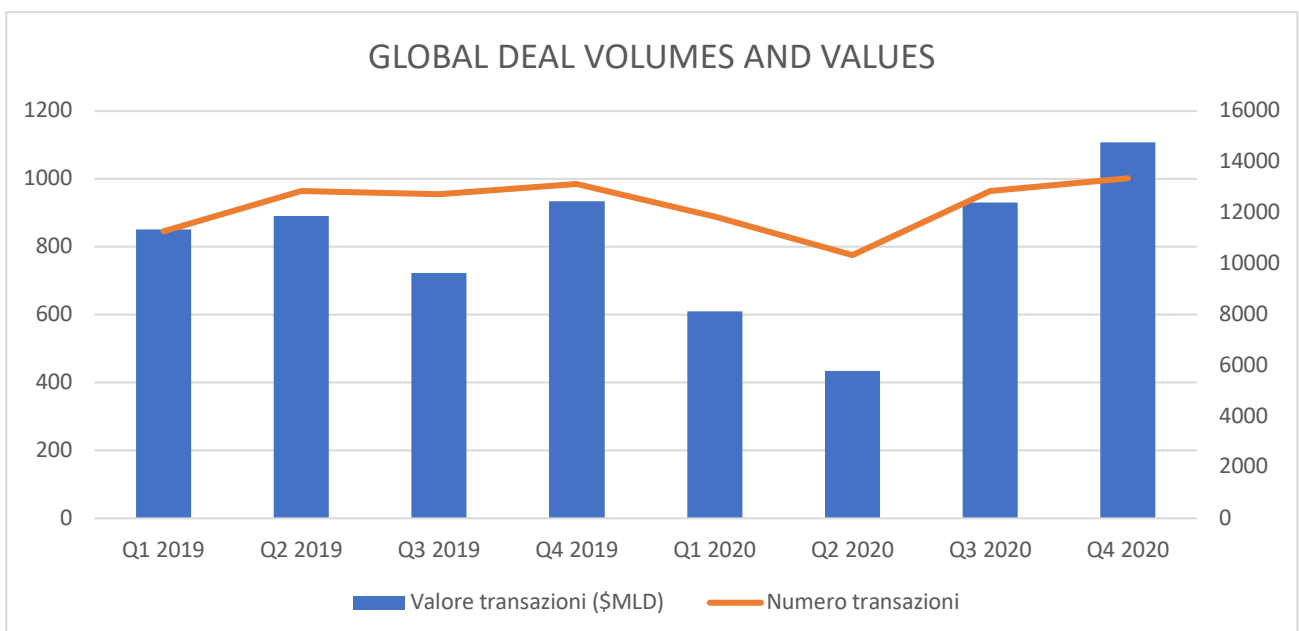


GRAFICO 7: Global Deal Volumes and Values (Fonte: PWC)

⁴⁹ KPMG, *Mercato M&A in Italia nel 2020: il rapporto KPMG, 2021*

È possibile notare come la pandemia ha avuto un forte impatto soprattutto nei primi due trimestri, in cui il controvalore delle operazioni ha subito un calo di oltre il 40% rispetto al dato dell'anno precedente. Sono risultate incisive e determinanti, in questo periodo, le politiche di contrasto al virus attuate dai governi, che in quasi tutti i paesi hanno portato ad un lockdown generale. I trimestri successivi, in particolare il terzo, hanno visto, invece, un alleggerimento delle misure adottate in forma più stringente nei mesi precedenti e questo ha portato nuovo vigore al mercato M&A e all'economia nel suo complesso. Dal grafico è infatti riscontrabile una forte crescita, con ritorno a valori pre-crisi sia in termini di numero di transazioni che di controvalore. Complessivamente, il valore complessivo annuale delle transazioni è diminuito del solo 10% rispetto al 2019, ancora meno ripida è stata la discesa in termini di numero complessivo delle operazioni concluse, la quale è di poco inferiore al 4%. Questo risultato è in controtendenza con le aspettative degli operatori del mercato, i quali si aspettavano ad inizio pandemia dei risultati maggiormente negativi, considerate le precedenti esperienze con shock globali dell'economia che avevano storicamente portato a valutazioni più basse delle transazioni.

Storicamente, durante le crisi le aziende, soprattutto le più grandi, venivano tradizionalmente scambiate a prezzi più bassi.

Invece, le valutazioni sono addirittura impennate, grazie al rimbalzo dei mercati azionari globali, all'abbondanza di capitale disponibile e al gran numero di investitori. Il COVID-19 ha amplificato la recente tendenza delle aziende più grandi ad acquisire anche a premio pur di conseguire un aumento della propria quota di mercato. Questa tendenza sembra valere per la maggior parte dei settori e il lancio del vaccino sta ripristinando la fiducia nell'economia e creando aspettative di aumento dei tassi di crescita e dei margini, aggiungendo a sua volta ulteriore spinta all'attuazione di operazioni strategiche. Le valutazioni più alte portano solitamente a processi di acquisizione più lenti e selettivi. Tuttavia, la forte domanda che si sta riscontrando, in particolare per le aziende digitali e tecnologiche o per le aziende con un impatto trasformativo e dirompente sul settore, sta creando un'urgenza di acquisire quasi ad ogni costo. Questa competizione è diventata talmente intensa che alcuni acquirenti sono tentati di abbreviare le fasi tradizionali del processo di *dealmaking* o persino di saltare del tutto alcune di queste fasi, portando, ad esempio, a due diligence meno approfondite o ad accettare termini dell'accordo rischiosi. Non è la prima volta che viene alla luce un tale livello di esuberanza. Una simile tendenza si è riscontrata nella fine degli anni '90, quando le aziende hanno dovuto affrontare enormi incertezze, dovute alle tecnologie in continuo aggiornamento e una forte concorrenza per le transazioni M&A. Le aziende erano estremamente focalizzate all'acquisizione di aziende digitali, anche quelle che non presentavano modelli di business comprovati o con scarsi risultati in termini

economici. Alla fine, molte di queste operazioni hanno portato ad un *overpayment* di *asset* che sono crollati dopo poco tempo, con lo scoppio della bolla tecnologica nel 2000. Il rischio è dunque rappresentato dal fatto che questa frenesia possa portare ad acquisizioni poco convenienti con conseguenti perdite ingenti di capitale.⁵⁰

Le analisi sopra riportate e gli impatti che storicamente hanno avuto le crisi sulle M&A ci porterebbero a pensare ad una crisi del mercato che dovrebbe perdurare per più anni.

Tuttavia, l'annata per il mercato M&A si è conclusa in modo migliore rispetto alle aspettative. Vi è stata una decrescita ma questa è stata comunque limitata, soprattutto se rapportata alla gravità della crisi, con un terzo e quarto trimestre in cui l'attività ha ricominciato a viaggiare a livelli sostenuti, addirittura secondo alcune stime a livelli più alti rispetto al 2019.

Questo ci permette di guardare con fiducia alle prospettive del settore nel 2021 e negli anni seguenti, prospettive che verranno trattate nel paragrafo seguente.

2.4 *Le prospettive future del mercato M&A*

Il 2021 è iniziato con notevoli incertezze economiche e geopolitiche, con la pandemia che ha sconvolto tutto e tutti. Rimangono molte incognite, non da ultimo il capire la reale portata del danno economico a lungo termine, quali saranno i settori maggiormente danneggiati e rivoluzionati e, se ci saranno, quali settori usciranno rafforzati da questa crisi.

Con l'inizio del nuovo anno ci si trova ancora di fronte a molte incertezze al pari dell'anno passato, anche se alcune assumono ora forme diverse a seconda delle situazioni: l'impatto delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, il ruolo della Cina e le sue relazioni nel mondo, e ciò che Brexit significa effettivamente per il Regno Unito e per l'Europa; tutte situazioni che possono portare ad importanti implicazioni nell'economia globale e, di conseguenza, nel mercato M&A.

La seconda metà del 2020 è stata una storia di agilità, resilienza e opportunismo nei mercati M&A. L'attenzione strategica si è spostata sulla gestione del portafoglio e sull'emergere di nuove opportunità. C'è stato il riconoscimento che il 2020 ha portato a cambiamenti fondamentali nel modo in cui il mondo vive, lavora e opera, rendendoci ancor di più consapevoli dell'importanza della tecnologia in tutte le nostre vite. E le operazioni di M&A rappresentano uno dei migliori strumenti per consentire una rapida trasformazione delle aziende e per renderle dunque capaci di affrontare questo cambiamento.

Alcuni mercati hanno registrato forti livelli di attività, non riuscendo, tuttavia, a compensare il deficit nell'anno complessivo. Ma se continuasse questo trend nel 2021, ci si aspetta una ripresa molto diversa e molto più rapida rispetto alle crisi precedenti.

⁵⁰ PWC, *Global M&A Industry Trends, 2021*

Il calo dell'attività di M&A quando la pandemia ha colpito per la prima volta è stato in parte dovuto alle difficoltà logistiche di fare accordi. Tuttavia, con il passare del tempo, i partecipanti al mercato si sono adattati e le transazioni vengono ora fatte interamente in modo virtuale, anche senza le discussioni di gestione faccia a faccia che erano precedentemente considerate essenziali per una transazione di successo. Oltre alle riunioni virtuali, sono state implementate tecnologie per consentire vere e proprie visite virtuali in loco, attraverso l'utilizzo di droni. Le transazioni possono richiedere comunque un po' più di tempo per essere eseguite perché alcune fasi dei processi di fusione e acquisizione procedono a ritmi meno sostenuti, ma coloro che desiderano perseguire gli accordi lo stanno facendo con successo e su larga scala.⁵¹

Sul piano italiano sono numerose le operazioni già annunciate che si concluderanno nel 2021.

Le previsioni per quest'annata stimano oltre 75 miliardi di controvalore complessivo delle operazioni, il che porterebbe il 2021 a segnare un anno record del mercato M&A, raggiungendo quasi i livelli del 2018, anno in cui si registrò un ammontare di 90 miliardi di euro e avvicinandosi agli anni record 1999-2000, rispettivamente con 145 miliardi di euro e 129 miliardi di euro, teatro di grandi fusioni bancarie sul territorio nazionale e dell'ingresso in Italia di grandi player dall'estero.

Su questo dato avranno di certo una grossa influenza sia la fusione tra FCA e PSA, che darà vita a Stellantis, il cui controvalore complessivo sarà pari ad oltre 22 miliardi di euro e dalla cui integrazione nascerà il quarto costruttore automobilistico al mondo in termini di volumi, sia gli sviluppi nel settore infrastrutture, con la possibile acquisizione di Autostrade da parte di un consorzio tra Cassa Depositi e Prestiti ed i fondi internazionali Blackstone e Macquarie.⁵²

Anche a livello globale le aspettative sono fiduciose e molti studi parlano di una forte ripresa nel 2021 dell'attività di M&A, soprattutto in alcuni settori.

La maggior parte delle aziende sente che il peggio è passato e ora è davvero il momento di guardare avanti. Inoltre, le elezioni americane ormai passate e quindi una maggiore certezza politica e la forza dei mercati finanziari, uniti alla diffusione delle prime vaccinazioni e una fine della pandemia sempre più vicina, sono tutti elementi di buon auspicio per il mercato M&A.

I tre grandi temi delle M&A nel 2021 sono visti nel consolidamento nazionale, le acquisizioni interregionali e la nascita di campioni europei. Questo ultimo aspetto era atteso da anni dal mercato e si pensa che la crisi abbia accelerato questo processo di crescita e formazione di leader europei in diversi settori. Un dato che testimonia questa tendenza è la riduzione del gap fra il volume delle operazioni di fusione e acquisizioni effettuati nel territorio americano e quello EMEA. Per l'appunto

⁵¹ HERBERT SMITH FREEHILLS, *M&A in 2021: resilient, agile and coming off mute*, 2021

⁵² KPMG, *Mercato M&A in Italia nel 2020: il rapporto KPMG*, 2021

questo gap, tra il 2019 e il 2020, si è quasi dimezzato passando da quasi 900 miliardi di dollari a poco più di 500.

Il settore che avrà un ruolo da protagonista nelle operazioni sarà quello dell'industria tecnologica. Si pensi che nel 2020 il 23% del volume totale di transazioni strategiche effettuate ha avuto come attori principali aziende operanti in tale settore. Il dato si contrappone al solo 6% ottenuto nel 2010 e testimonia la forte crescita dell'importanza dell'industria tecnologica all'interno delle operazioni di M&A. Inoltre, questa tendenza non riguarda le sole aziende tecnologiche ma anche aziende appartenenti ad altri settori che vogliono spingersi nel mercato *tech* e per fare ciò lo strumento delle M&A risulta essere quello maggiormente efficiente. In futuro, le aziende avranno un bisogno crescente di investimenti tecnologici. A tal fine alcune di esse perseguiranno M&A sinergiche, investendo buona parte della liquidità disponibile, mentre altre potrebbero scegliere di effettuare deal alternativi. In questi accordi, molto comuni in questa ultima annata, piuttosto che acquisire il controllo di un target e integrarlo, le aziende acquisiscono quote di minoranza o stabiliscono accordi di cooperazione, come attraverso joint venture o alleanze strategiche, in modo da ottenere l'accesso a capacità che le aiutino ad affrontare non solo la crisi indotta dalla pandemia, ma anche le tendenze in corso, come appunto la disruption guidata dalla tecnologia e la convergenza dei settori. Proprio questo ultimo aspetto dei deal alternativi sarà probabilmente un tema fondamentale nei prossimi anni del mercato M&A, al pari di come lo è stato negli ultimi anni. Si parla in particolare dei cosiddetti “*Minority deals*”, in cui l'acquirente acquisisce meno del 50% di una società e delle *joint venture* e alleanze (JV&A), come le alleanze azionarie e le joint venture aziendali, che spesso comportano l'acquisizione di quote di minoranza.

Gli accordi alternativi hanno visto un'impennata di popolarità negli ultimi anni e sembrano destinati a rimanere approcci attraenti per la collaborazione aziendale durante la recessione indotta dalla pandemia, così come durante la ripresa post-pandemia e oltre.⁵³

Altri settori rilevanti saranno quello dei media e telecomunicazioni, quello energetico e quello degli istituti finanziari, che nel 2020 hanno registrato una crescita nel numero di *megadeals* effettuati rispettivamente del 67%, 167% e 100% rispetto al 2019.

Altro tema rilevante che farà da linea guida al mercato M&A è la sintonia fra l'operato aziendale e gli azionisti. Nel 2021, ci si aspetta un aumento sostanziale dell'impegno degli azionisti e in particolar modo degli investitori istituzionali che diventano sempre più coinvolti nella gestione aziendale. Ciò è dovuto sia al fatto che attualmente vi è un ambiente in cui gli investitori applicano un premio di valutazione storicamente elevato alla crescita sia perché gli investitori risultano essere maggiormente

⁵³ BCG, *The 2020 M&A Report: Alternative deals gain traction*, 2020

prudenti e hanno la volontà di prendere rischi calcolati e per far ciò vogliono partecipare in maniera maggiormente attiva alla costruzione del futuro dell'azienda oggetto dell'investimento.⁵⁴

L'attività di M&A sta dunque accelerando. Molte indicazioni ci dicono che i prossimi sei o dodici mesi potrebbero essere intensi per le fusioni e le acquisizioni. Le aziende, vista la pandemia globale da coronavirus, hanno accumulato più di 7,6 trilioni di dollari in contanti e titoli negoziabili, con i tassi di interesse rimangono ai minimi storici. Questa liquidità potrebbe essere sfruttata per compiere operazioni strategiche che possono rappresentare il modo migliore e più veloce per colmare le lacune urgenti di competenze, risorse e tecnologie di cui, ora più che mai, le aziende necessitano per creare valore nel futuro.

I venti contrari rimangono. Le continue ondate di COVID-19 continuano a innescare lockdown. L'alta disoccupazione probabilmente modererà la domanda di prodotti e servizi.⁵⁵

Tuttavia, nel complesso, la prognosi per il *dealmaking* nel 2021 si presume possa essere molto positiva e i primi risultati di questo primo mese mostrano segnali incoraggianti con quasi 350 miliardi (Fonte: ThomsonReuters) di controvalore di operazioni concluse che si contrappone ai 600 dell'intero primo trimestre del 2020.

Qualora questi valori venissero confermati a fine anno, questa crisi assumerebbe dunque delle caratteristiche del tutto peculiari per il mercato M&A.

Come si è visto nel paragrafo precedente, quella del 2020 è classificabile come una crisi *event-driven* e, come già analizzato, l'ultima di questa categoria, avvenuta nel 1990-1991, confermando il trend storico delle crisi guidate da eventi, ha portato ad un calo nel mercato per circa i due anni successivi allo scoppio. In questo caso si è già vista una ripresa dopo appena due trimestri e già nell'anno successivo allo scoppio si prevede il raggiungimento di un livello di attività superiore agli anni precedenti alla crisi.

Questo dimostra come quella che stiamo vivendo, oltre ad essere una delle recessioni più gravi della storia, risulta essere anche una delle più peculiari e con conseguenze più anomale.

Capitolo III - Il caso Stellantis

3.1 Il settore automotive

Quello dell'automotive può essere considerato uno dei settori principali dell'economia mondiale.

⁵⁴ J.P. MORGAN, 2021 *Global M&A Outlook*, 2021

⁵⁵ PWC, *Global M&A Industry Trends*, 2021

L'industria è ad alta intensità di capitale, con un rapporto capitale/lavoro relativamente alto, e in molti paesi una grande parte della produzione viene esportata.

Questo tipo di industria, fin dalla produzione della prima auto, è stata interessata da diversi cambiamenti e perturbazioni.

L'industria automobilistica deve infatti costantemente interfacciarsi con una serie di variabili quali le nuove tecnologie, il costo del combustibile e il costo delle materie prime, oltre ai cambiamenti nel quadro normativo, specialmente con la continua introduzione di leggi riguardanti la protezione ambientale, la sicurezza delle automobili e le esigenze dei clienti.

Proprio il prezzo del petrolio rappresenta una delle variabili maggiormente impattanti sull'andamento del settore automotive. Ad esempio, con l'impennata dei prezzi del petrolio nel 2008, con un prezzo che raggiunse il picco di 145\$ al barile, l'intero settore è stato effettivamente indebolito: l'offerta di veicoli a basso consumo di carburante era scarsa e questo ha portato a una diminuzione delle vendite e a un profondo calo della soddisfazione dei clienti nell'anno seguente. Tuttavia, questo contesto è cambiato con la caduta del prezzo del petrolio dopo il 2014, che ha dato un po' di sollievo alle aziende che avevano subito una significativa diminuzione delle entrate e dei profitti.

Nel corso degli anni, la produzione è stata sempre più spostata verso regioni non OCSE, in particolare verso l'Asia. La saturazione del mercato nei paesi OCSE, gli alti costi di spedizione e gli sforzi delle case automobilistiche per guadagnare quote di mercato localizzando la produzione dove vendono hanno incoraggiato queste tendenze. L'esternalizzazione della produzione di piccole automobili e di pezzi di ricambio è aumentata anche tra i principali produttori di automobili. Allo stesso tempo, la scala minima efficiente della produzione è aumentata nel tempo, stimolando fusioni e acquisizioni per ottenere economie di scala.

Dal Grafico 8⁵⁶ sotto riportato è possibile vedere la distribuzione a livello globale della produzione (in milioni) di autoveicoli nel 2019. Si evince come la gran parte dei veicoli viene prodotta in paesi asiatici. La Cina è stata il paese leader in termini di produzione di autovetture nel 2019: qui sono state prodotte circa 21,4 milioni di unità. Questo rispetto a circa 8,3 milioni di unità nel secondo classificato, il Giappone.

Questa leadership cinese è dovuta alla presenza dei principali produttori mondiali di automobili, che spesso tendono a delocalizzare parte della propria produzione proprio in questo paese, ma anche dalla crescita dei produttori nazionali come SAIC, Changan, Dongfeng, Geely e BAIC (che è in joint-venture con Daimler), i quali stanno guadagnando quote di mercato. Le joint-venture con partner stranieri sono state la chiave del successo della Cina come produttore di veicoli a motore, sia nel

⁵⁶ OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles), *car production in 2019*

segmento delle autovetture che in quello dei camion. La Germania, l'India e la Corea del Sud hanno completato la lista dei maggiori produttori mondiali di automobili.

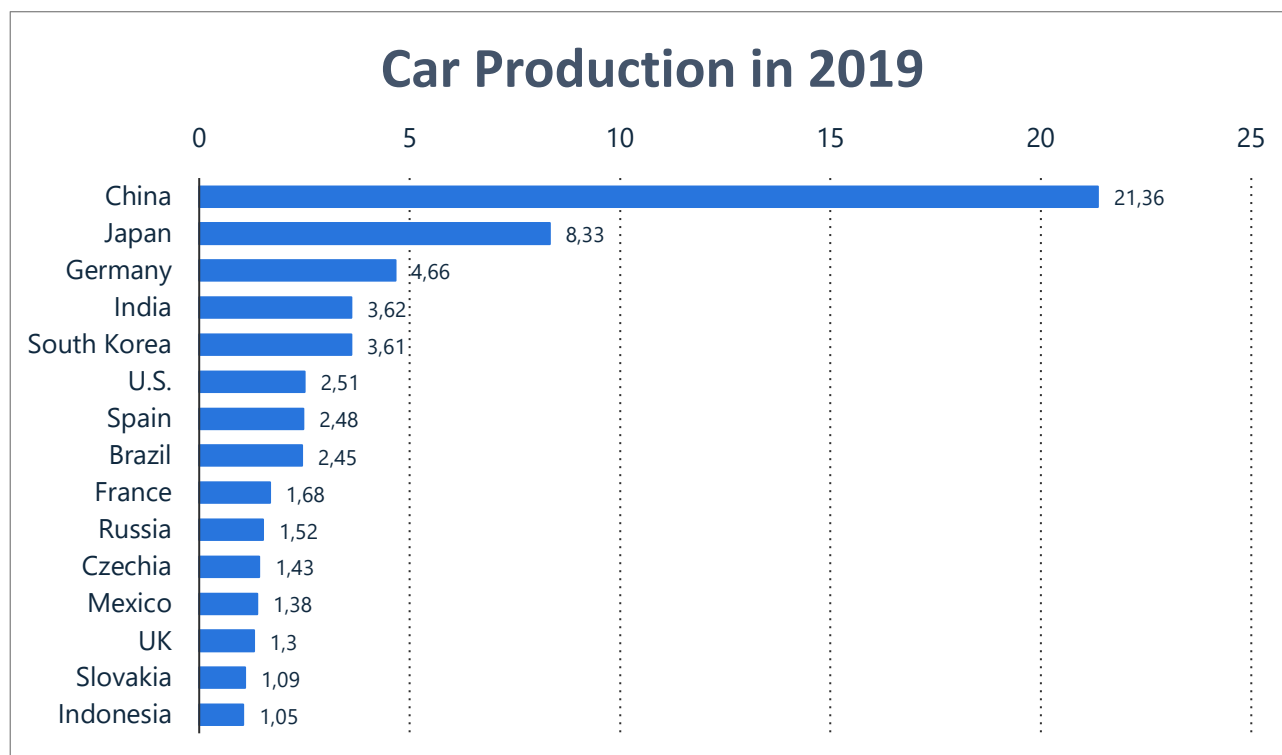


Grafico 8: Car production in 2019 (Fonte: OICA)

Nonostante i più alti volumi di produzione si riscontrino principalmente in paesi asiatici, Nordamericani ed europei, negli ultimi anni in questi paesi si è presentata una flessione della produzione a scapito di una forte crescita nei territori del Sud America, dell’Africa e dei cosiddetti paesi CIS (Commonwealth of Independent State). Questa tendenza è ben evidenziata nel Grafico 9⁵⁷ dove è possibile notare come la produzione in queste zone è aumentata con valori di crescita annuale spesso superiori al 10%. Al contrario, i paesi asiatici ed europei, pur rimanendo leader a livello di produzione, presentano una decrescita.

⁵⁷ OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles), *Estimated global vehicle production growth from 2016 to 2019, by region*

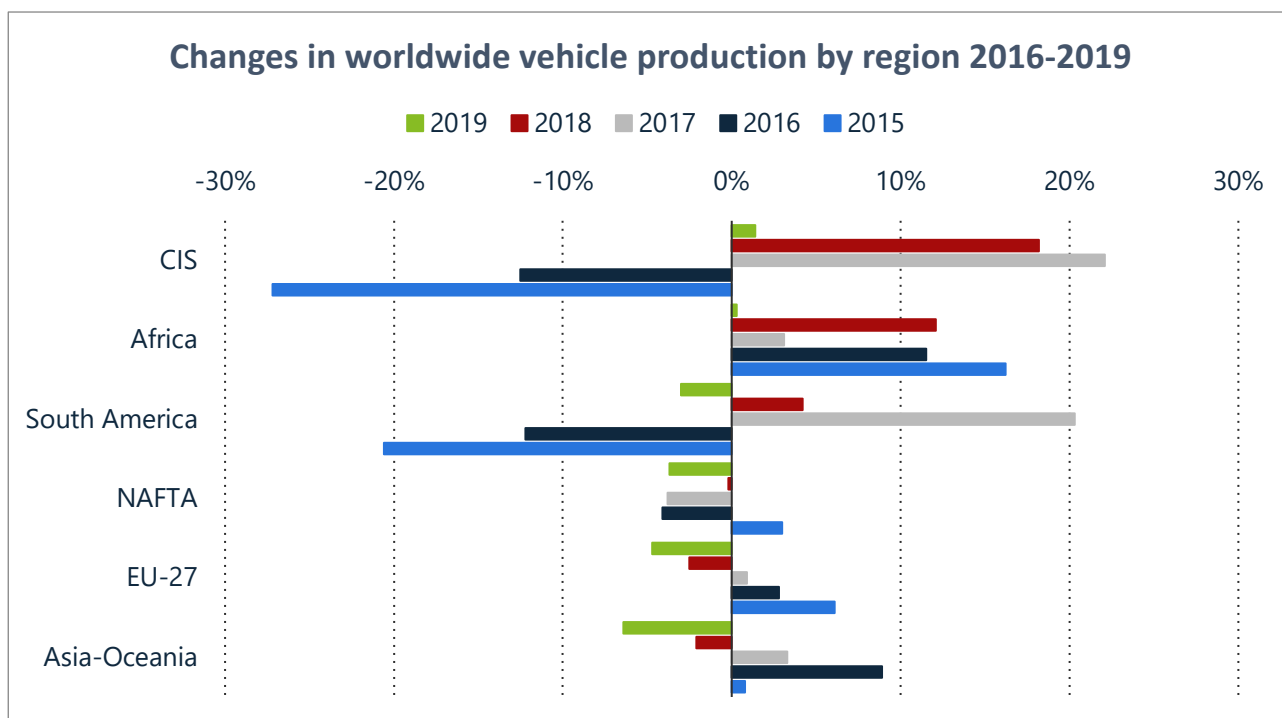


Grafico 9: Changes in worldwide vehicle production by region 2016-2019
(Fonte: OICA)

Come già accennato in precedenza, quella dell'automotive è un'industria fortemente capital intensive. Il che porta questo settore ad essere costituito principalmente da aziende di grandi dimensioni, le quali beneficiano di economie di scala e di grandi capacità di investimento che consentono di entrare in possesso di competenze chiave, brevetti e marchi esclusivi.

Molti di esse sfruttano strategie di diversificazione, posizionandosi in diversi segmenti di mercato. La diversificazione in questo settore è, per la maggior parte delle volte, perseguita attraverso l'attuazione di operazioni di fusione e acquisizione. Il gruppo Volkswagen può essere considerato un importante esempio di questa strategia. Tale gruppo, infatti, nel corso degli anni, ha effettuato numerose M&A in modo da posizionarsi in ogni segmento del settore, da quello "mainstream" con l'acquisizione di Seat e Skoda, a quello "Premium", con l'acquisizione di Audi, fino al segmento "Luxury", con l'acquisizione di Porsche, Bentley e Bugatti.

I principali attori del settore possono essere riassunti nel Grafico 10, che mostra i ricavi dei maggiori produttori di autoveicoli nel 2019, in milioni di dollari.

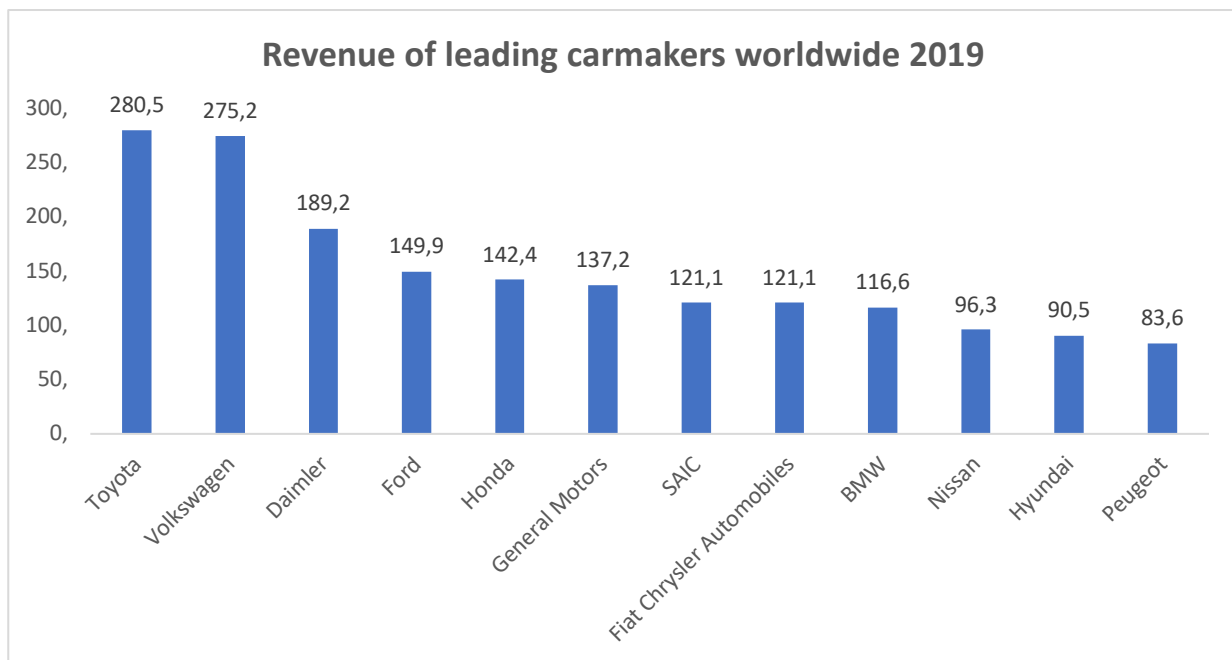


Grafico 10: Revenue of leading carmakers worldwide 2019 (Fonte: Statista)

Come possiamo vedere dal grafico, in termini di ricavi, Toyota e Volkswagen sono annoverate tra le case automobilistiche di maggior successo a livello mondiale: Toyota ha sperimentato un significativo aumento delle entrate e Volkswagen, nonostante lo scandalo "Dieselgate", è stata ancora in grado di aumentare le sue entrate arrivando a circa 275 miliardi nel 2019.

La presenza di queste aziende rende difficile per i nuovi entranti guadagnare efficacemente quote di mercato e vantaggio competitivo: i *player* che vogliono entrare nel settore devono affrontare la necessità di elevati investimenti di capitale per creare impianti di produzione, ma sono anche tenuti a costruire una rete di distribuzione superiore per poter competere all'interno del settore. Inoltre, con forti richieste di un più alto grado di innovazione ed efficienza, i nuovi entranti e gli operatori storici dovranno affrontare costi più elevati, soprattutto in termini di R&S. Infatti, con le nuove tendenze dei veicoli elettrici (EV), le alternative a benzina e persino le innovazioni senza conducente, le aziende dovranno trovare alternative per sviluppare nuove tecnologie, per esempio stabilendo partnership e joint venture, ma anche aumentando la loro attività di M&A.

Un esempio di un *player* che è riuscito con successo a penetrare questo mercato è rappresentato da Tesla, la quale con una strategia fortemente focalizzata sui veicoli elettrici unita a forti investimenti in acquisizioni, come quelle della Grohmann Engineering al fine di migliorare la propria capacità produttiva e quella di SolarCity per migliorare la produzione di batterie, è riuscita a diventare uno dei principali operatori del settore essendo ad oggi la prima società automobilistica per capitalizzazione.

3.1.1 Lo scenario negli anni precedenti alla crisi e le prospettive future del settore

Il settore ha registrato nell'ultimo decennio una forte crescita della produzione e, di conseguenza, delle vendite.

Dopo la crisi del settore nel 2009, con vendite che hanno subito un forte decremento, le aziende hanno saputo reagire attuando strategie che hanno consentito una forte ripresa sin da subito.

Nel Grafico 11 è riportato l'andamento del settore in termini di veicoli prodotti e di veicoli venduti a livello globale ed è possibile riscontrare il trend positivo dalla crisi del 2009 fino al 2017. Nel 2018, infatti, si è registrato un arresto di questa crescita, che nel 2019 si è tramutato in una decrescita.

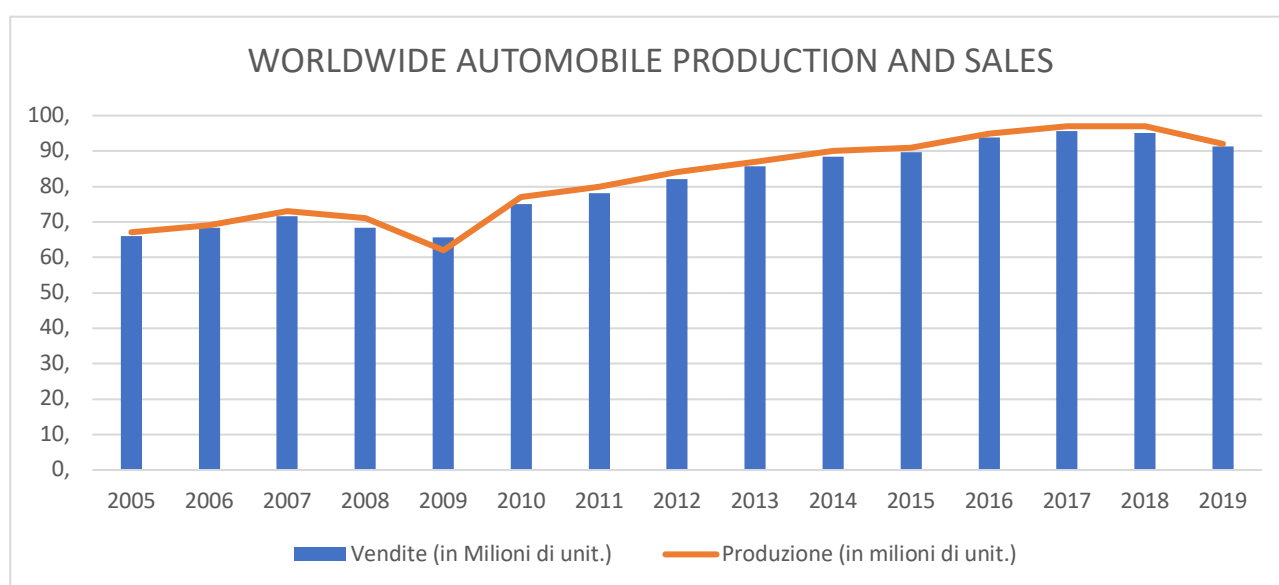


GRAFICO 11: Worldwide automobile production and sales (Fonte: Statista)

In questi anni, quasi tutte le case automobilistiche hanno sperimentato un aumento degli investimenti e dei costi di ricerca e sviluppo: infatti, con l'aumento della concorrenza e della domanda globale, le case automobilistiche hanno avuto bisogno di espandere i loro impianti e la produzione. Inoltre, hanno affrontato la necessità di migliorare i propri modelli e sviluppare (internamente o esternamente) nuove tecnologie basate su nuovi carburanti alternativi e motori elettrici, anche a causa del crescente numero di restrizioni che i governi hanno imposto recentemente sui veicoli alimentati con le tecnologie tradizionali.⁵⁸

I trend che dunque hanno influenzato il settore negli ultimi anni e che lo faranno anche in quelli a venire sono riscontrabili nella mobilità sostenibile, e dunque ibrida o elettrica e nella guida autonoma.

⁵⁸ WAGNER I., *Automotive Industry Worldwide, 2021*

Sul primo aspetto hanno influito notevolmente i regolamenti ambientali, i quali stanno diventando sempre più severi insieme alle iniziative globali come l'Accordo di Parigi, attraverso il quale diversi paesi in tutto il mondo stanno emanando maggiori controlli sulle emissioni dei nuovi modelli di veicoli. Di conseguenza, le case automobilistiche stanno iniziando a espandere il loro business nel settore della mobilità elettrica. Si prevede che un'auto nuova su tre vendute sarà spinta o assistita da una batteria elettrica entro il 2025.

L'adozione dei veicoli elettrici a batteria (BEV) è progredita a ritmi più lenti in Nord America, passando dall'1% nel 2017 al 2% nel 2018, al 3% nel 2019 e a una previsione del 4% per il 2020. Questo ritardo si prevede possa affievolirsi in caso di intervento da parte della nuova Presidenza degli Stati Uniti.

In Europa e Cina, la crescita è stata molto più veloce. Negli ultimi due anni, l'Unione europea ha intensificato la sua attenzione sulla lotta al cambiamento climatico, con nuovi piani per rafforzare la green economy europea. Alla fine del 2019, i membri del Consiglio europeo hanno concordato l'obiettivo di raggiungere una neutralità dal punto di vista dell'impatto ambientale entro il 2050. Per sostenere questo, la Commissione europea ha annunciato nuovi piani a luglio per la sua strategia di energia pulita, compresa l'elettrificazione dei settori di uso finale, come le auto e pianificando il posizionamento di 1 milione di punti di ricarica per i veicoli elettrici e l'uso di carburanti puliti come l'idrogeno rinnovabile.

Insieme all'agenda europea per decarbonizzare l'economia, la penetrazione dei BEV è aumentata nella prima metà del 2020 in Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito, con questi mercati che comprendono il 63% dei volumi EV in tutta l'UE nel primo semestre 2020. La penetrazione BEV a settembre 2020 in questi cinque mercati è stata di circa il 6%, in aumento rispetto all'1,6% dello scorso anno e più del 27% delle vendite sono ora elettriche (contro l'8% nel 2019).⁵⁹

Anche a riguardo del secondo aspetto, quello della guida autonoma, le case automobilistiche stanno effettuando importanti investimenti, in quanto si prevede che nel prossimo decennio i servizi di mobilità e i veicoli autonomi saranno destinati a suscitare un'altra rivoluzione nel settore automobilistico. La Cina dovrebbe guidare il mercato, entro il 2040, con vendite di veicoli autonomi previste di 14,5 milioni di unità.

⁵⁹ J.P. MORGAN, *The future is electric*, 2020

3.1.2 L'arrivo della pandemia e la crisi del settore

La pandemia da coronavirus sta causando disagi e difficoltà economiche in tutto il mondo. Dall'Asia all'Europa, fino al Nord America, nessun paese è stato risparmiato dagli effetti del virus e dalle sue conseguenze economiche.

Quasi tutti i settori sono stati colpiti e l'industria automobilistica risulta essere una di quelle maggiormente colpite.

Le preoccupazioni iniziali per un'interruzione delle esportazioni di pezzi di ricambio cinesi si sono rapidamente trasformate in interruzioni di produzione su larga scala in tutta Europa. Negli Stati Uniti, la chiusura degli impianti di assemblaggio si sta aggiungendo all'intensa pressione su una base di fornitura globale sempre più in difficoltà, dove le aziende sono a rischio di non rispettare gli accordi, richiedendo potenzialmente l'intervento delle banche. Lo shock esogeno della pandemia esaspera una flessione già esistente nella domanda globale, che probabilmente porterà a un aumento dell'attività di M&A, mentre emergono opportunità di consolidamento del settore per gli operatori di private equity. Il distanziamento sociale, il lockdown e le conseguenti chiusure di stabilimenti ed esercizi commerciali hanno danneggiato il settore sotto più punti di vista. La mancata necessità del consumatore di muoversi da e verso l'ufficio si è tramutata in una minore esigenza di acquisto di un autoveicolo e dunque in una diminuzione della domanda a livello globale.

Inoltre, prima dell'avvento della pandemia, l'industria automotive era una delle poche ad aver resistito alla recente tendenza degli acquisti online. L'atteggiamento generale vedeva i consumatori sfogliare i veicoli online e poi visitare le concessionarie per effettuare l'acquisto finale. I lockdown generalizzati hanno impedito che questo schema d'uso dei consumatori perseguisse, portando nelle prime fasi ad un azzeramento delle vendite. In un secondo momento gli operatori del settore hanno provato a rispondere a tali avversità innovando il processo di acquisto delle autovetture. Ad esempio, alcuni hanno aggiunto servizi "*Click & Collect*", adattandosi alla digitalizzazione accelerata delle vendite di veicoli e lanciando quindi una nuova tendenza, che potrebbe influenzare il settore anche nei prossimi anni.

In risposta a questo difficile scenario, i governi di tutto il mondo hanno provato a dare nuova linfa ai consumi, proponendo degli incentivi, limitando i licenziamenti, abbassando i tassi di interesse e fornendo prestiti alle imprese in difficoltà.

Tuttavia, i risultati della prima metà del 2020 sono stati fortemente negativi.

Mentre le case automobilistiche europee hanno costruito 17 milioni di veicoli nel 2019, il totale per il 2020 è destinato a scendere di circa il 30%, a 12-13 milioni. Per come stanno le cose, possiamo aspettarci che solo 70 milioni di veicoli escano dalle linee di produzione in tutto il mondo quest'anno. E questo significa un massiccio calo di affari per le aziende di fornitura automobilistica. Mentre questi

operatori del settore hanno visto i margini EBIT raggiungere un picco di oltre il 7% nel 2018, i margini di quest'anno difficilmente supereranno lo 0-1%. Anche durante la crisi finanziaria del 2008/2009, le aziende di fornitura avevano una media del 2% di margine EBIT. Nel 2020 è improbabile che questo venga superato.⁶⁰

A livello complessivo annuale è possibile valutare l'impatto osservando nel Grafico 12 l'andamento delle vendite delle sole autovetture, escludendo quindi i veicoli commerciali.

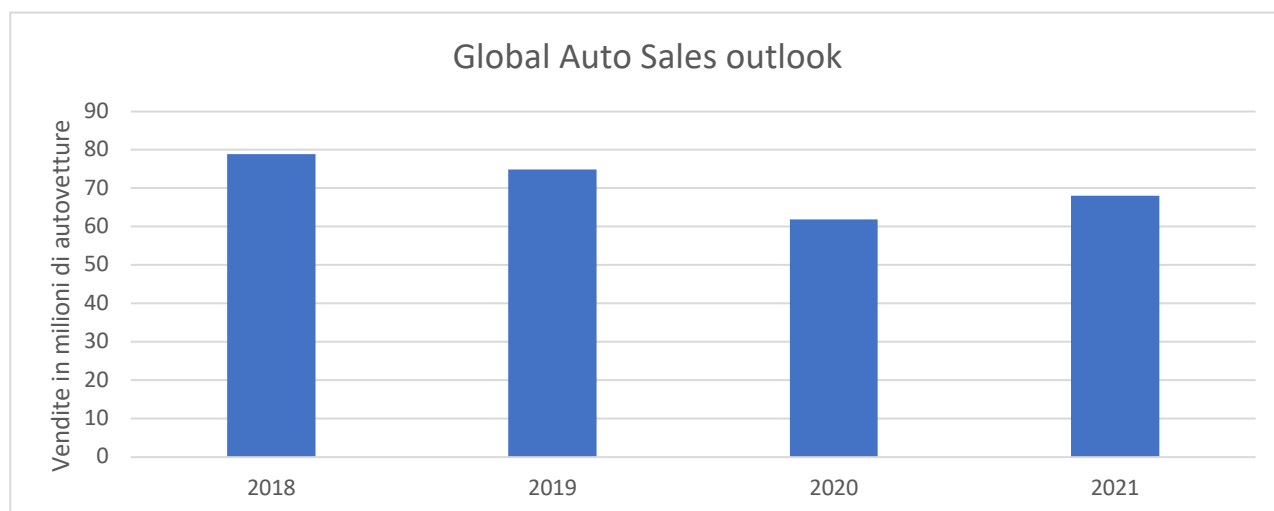


Grafico 12: Global Auto sales outlook (Fonte: Bloomberg)

Si evince, dunque, come a livello globale le vendite siano scese da circa 75 milioni nel 2019 a 62 nel 2020, il che porta ad una diminuzione del 18% circa.

Questa discesa non è risultata però omogenea in tutto il globo. Come solitamente accade, vi sono state regioni in cui si è registrato un calo più forte rispetto ad altre; Europa e Nord America, hanno infatti subito una diminuzione delle vendite di autovetture pari rispettivamente al 20% e 19%. La Cina risulta essere, invece, uno dei territori meno colpiti, con un calo del 7,5%.

Dal grafico si riscontra anche una previsione di crescita già nel 2021, seppur lieve.

Una ripresa veloce per l'industria automobilistica sotto forma di una curva a V è, infatti, relativamente improbabile a livello globale. Molti studi prevedono ci possa essere sia una ripresa a forma di U sia a forma di L. La crisi ha fortemente danneggiato i bilanci dei grandi fornitori. Le medie imprese sono quelle maggiormente colpite e rappresentano un fulcro fondamentale per l'approvvigionamento dei colossi del settore automotive; la crisi sta portando queste imprese ad indebitarsi fortemente, anche a breve termine e per poter soddisfare queste obbligazioni potrebbero essere costrette a vendere o addirittura a modificare il proprio modello di business, creando squilibri nella catena di produzione di molte aziende a livello globale.

⁶⁰ ROLAND BERGER, *Covid-19 highlights automotive industry's structural deficits*, 2020

Uno studio⁶¹ analizza infatti che le vendite in Europa e negli Stati Uniti non torneranno ai livelli pre-COVID almeno fino al 2023. Anche nello scenario maggiormente ottimistico, infatti, sia Europa che Stati Uniti avranno una crescita nelle vendite di autovetture molto lenta, con un ritorno ai livelli pre-COVID nel 2023 per la prima e nel 2024 per la seconda. Anche secondo tale studio la Cina ha subito un impatto inferiore dalla crisi; qui il livello delle vendite nel 2021 supererà già quelli del 2019. Nel peggiore degli scenari, invece, il rientro ai valori pre-crisi sarebbe ancora più lento e dannoso per il settore; questo infatti avverrebbe soltanto nel 2025, sia per l'Europa che per gli Stati Uniti.

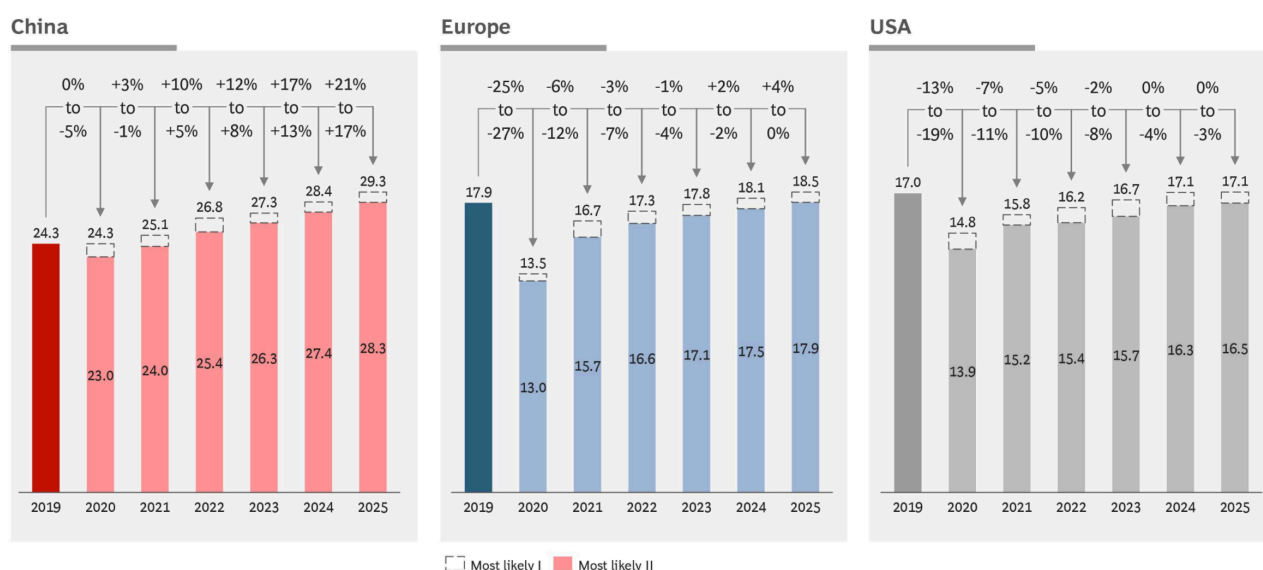


FIGURA 1: Sales Forecasts (Fonte: BCG)

Si tratta comunque di previsioni e di stime fortemente incerte in quanto dipendono da un gran numero di variabili. Lo stesso studio, in una sua edizione precedente di maggio aveva riscontrato un andamento futuro diverso nella domanda di autoveicoli rispetto a quest'ultima edizione, pubblicata a dicembre 2020.

Le previsioni di domanda di autoveicoli in territorio cinese sono adesso maggiormente positive con una domanda che crescerà dunque in maniera più netta nel corso dei prossimi anni. Le ragioni alla base di tale crescita maggiormente rapida sono riscontrabili nel contenimento della diffusione del virus, maggiore rispetto a quello di altre regioni, con la conseguenza della mancata manifestazione di una seconda ondata. Ciò ha consentito all'economia cinese di riprendersi in maniera più rapida con un comportamento dei consumatori tornato quasi alla normalità.

Anche l'andamento in territorio statunitense sarà migliore di quanto previsto, con il 2020 che registra una domanda di oltre 1,4 milioni di autoveicoli superiore alla precedente previsione. Anche negli

⁶¹ BOSTON CONSULTING GROUP, *COVID-19's Impact on the Automotive Industry*, 2020

Stati Uniti, infatti, le misure di contrasto alla diffusione del virus sono state meno stringenti del previsto. Ciò ha portato ad una ripresa economica più rapida, anche se al costo di un aumento di contagi e morti.

La grave seconda ondata che ha colpito il territorio europeo, con conseguenti lockdown stringenti al pari di quelli dei primi trimestri del 2020, ha portato invece ad una stima al ribasso della futura domanda di autoveicoli in questi territori. Inoltre, le misure adottate dai governi europei non hanno dato i frutti sperati, soprattutto perché concentrate principalmente sull'acquisto di veicoli elettrici e su pochi incentivi alle rottamazioni.⁶²

BCG 3rd revision (Nov 2020) vs. BCG 2nd revision (May 2020)

Change in vehicle units (millions)

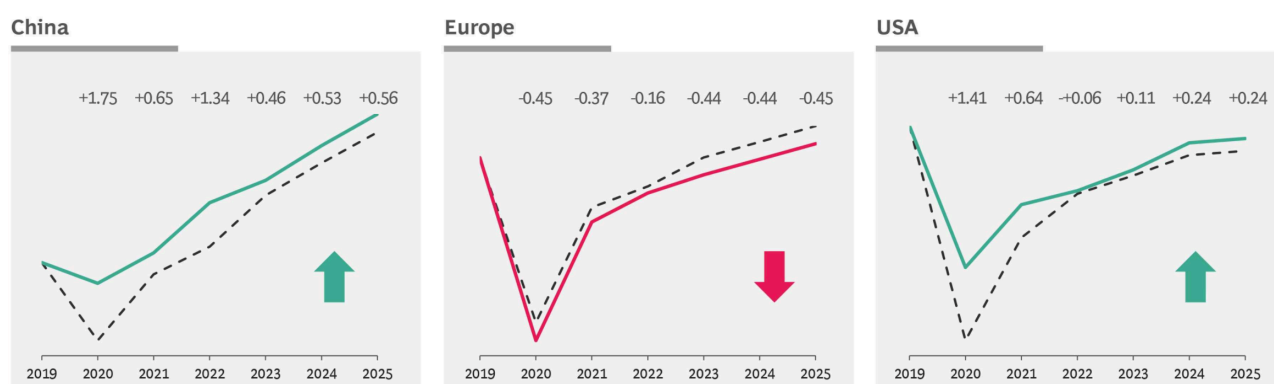


FIGURA 2: Automotive demand forecasts (Fonte: BCG)

È, dunque, impossibile prevedere con certezza l'impatto a lungo termine del COVID-19. A seconda di quanto presto saremo in grado di superare il virus, molte industrie, tra cui quella automobilistica, potrebbero essere in grado di riprendersi e ci sono alcuni dati che possono permettere agli operatori di questo settore di guardare con relativa fiducia al futuro. Il quarantacinque per cento delle persone sotto i 35 anni, per esempio, ha detto che sta pensando di comprare un'auto nel prossimo anno, secondo il sondaggio globale condotto da Capgemini.

Inoltre, alcuni dei comportamenti che abbiamo adottato durante la pandemia, come l'allontanamento sociale, potrebbero persistere per gli anni a venire, il che significa che le persone saranno più propense a possedere e guidare i propri veicoli, piuttosto che utilizzare servizi di carsharing o i trasporti pubblici.

Il 2020 è stato un anno difficile per l'industria automobilistica, e le prospettive per il 2021 non sono ancora chiare. Tuttavia, ci sono opportunità da cogliere per le aziende abbastanza abili da trovarle e disposte a fare dei cambiamenti.

⁶² BOSTON CONSULTING GROUP, *COVID-19's Impact on the Automotive Industry*, 2020

3.2 Gli attori dell'operazione

In uno scenario economico globale particolarmente complesso e che, come già visto, sta portando tutti gli operatori del mercato ad affrontare sfide che mai si sono presentate prima, la fusione tra il gruppo FCA e il gruppo PSA rappresenta un evento anomalo e che permette di guardare con fiducia agli orizzonti futuri sia del mercato M&A che di quello *automotive*.

Prima di soffermarci sui dettagli dell'operazione compiuta si andranno ad analizzare i due gruppi protagonisti della fusione.

3.2.1 FCA

Fiat S.p.A., il predecessore di FCA, fu fondata come Fabbrica Italiana Automobili Torino l'11 luglio 1899 a Torino, Italia, come produttore di automobili. Nel 1902, Giovanni Agnelli, fondatore della Fiat S.p.A., divenne l'amministratore delegato della società.

Le origini del Gruppo FCA vanno però ricercate nel 2009 quando Fiat Group e Chrysler Group entrano in un'alleanza strategica globale, lanciando un periodo di profondi cambiamenti per entrambi i gruppi. Le sinergie includono l'ottimizzazione delle rispettive impronte produttive e della base globale di fornitori, la condivisione di tecnologie e l'accesso a nuovi mercati. Chrysler Group realizza un'impressionante turnaround in soli 19 mesi e ripaga completamente, con gli interessi e con sei anni di anticipo, tutti i prestiti ricevuti dal governo statunitense e da quello canadese. Alla fine del periodo, Fiat e Chrysler hanno raggiunto la piena integrazione a livello industriale e culturale e hanno creato un'organizzazione realmente unificata nella pratica, anche se non ancora sulla carta.

All'inizio del 2014, il Gruppo Fiat acquisisce il 100% di Chrysler Group. Nell'ottobre dello stesso anno, le due aziende si fondono per creare Fiat Chrysler Automobiles. Questo segna l'inizio di una nuova fase per la casa automobilistica globale, ora completamente integrata.

Nasce così il 12 Ottobre 2014 Fiat Chrysler Automobiles N.V., società italo-statunitense ma di diritto olandese, le cui azioni vengono quotate il giorno successivo sia sul NYSE che su Borsa Italiana e che rappresenta l'ottavo gruppo automobilistico al mondo per ricavi e numero di autovetture vendute.

Parte del gruppo FCA era anche il marchio Ferrari, tuttavia, nel Gennaio 2016 è stato completato lo spin-off di Ferrari N.V. dal Gruppo. Le attività e le passività del segmento Ferrari sono state distribuite ai possessori di azioni FCA e di titoli convertibili obbligatori.

Il Gruppo complessivamente possiede 8 brand diversi, di cui 6 nel segmento Mainstream (Fiat, Lancia, Chrysler, Dodge, Jeep, RAM), 1 in quello Premium (Alfa Romeo) e 1 in quello Luxury (Maserati).⁶³

⁶³ PSA-FCA, *Proposed Merger: Building a Leader for a new era in sustainable mobility*, 2019

L'unione di due colossi dell'industria come l'europea FIAT e l'americana Chrysler ha premesso al gruppo di avere una forte presenza nelle vendite in tutto il mondo.

I ricavi totali del gruppo nel 2019 superano la quota dei 108 miliardi, in leggero calo rispetto ai 110 del 2018. I veicoli venduti, invece, sono 4,6 milioni. Anche qui in leggero calo rispetto ai 4,8 milioni del 2018

Dai seguenti grafici è possibile evincere la distribuzione a livello geografico dei ricavi e dei autoveicoli venduti:

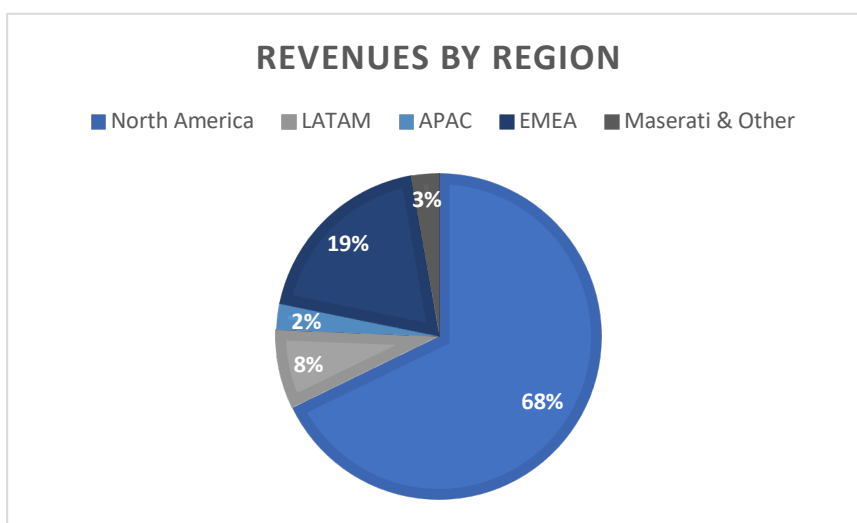


GRAFICO 13: Revenues by region (Fonte: FCA)

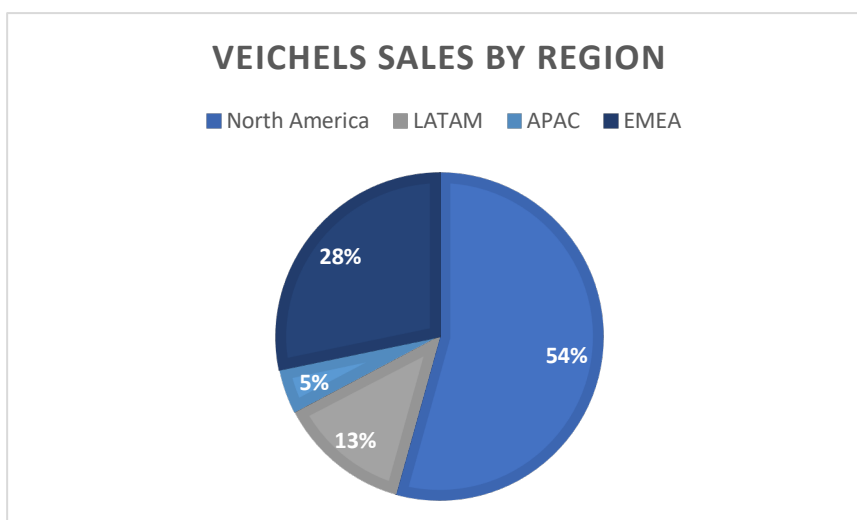


GRAFICO 14: Veichels sales by region (Fonte: FCA)

Si denota subito come sia i ricavi che i veicoli venduti non sono distribuiti in maniera omogenea su scala globale.

La maggiore quota di ricavi, quasi il 70%, e degli autoveicoli venduti, il 58%, provengono, dal Nord America. I marchi americani come Chrysler, Dodge, Jeep e RAM giocano sicuramente un ruolo

fondamentale in questo risultato, in quanto permettono di rispondere alle esigenze di un mercato indirizzato nella forte richiesta di veicoli di grandi dimensioni come SUV, Pick-up e Van.

Dei quasi 2,5 milioni di veicoli venduti in questa regione, quasi il 90% di questi è stato distribuito negli Stati Uniti, il restante 10% fra il Canada e il Messico.

Negli Stati Uniti il gruppo FCA detiene una quota di mercato molto importante, pari al 12,6%, costituendo il quarto gruppo per quota di mercato dopo Volkswagen, Ford e Toyota. Questo ultimo risultato risulta essere in linea con quello del 2018 (12,6%) ma in crescita rispetto a quello del 2017 (11,7%).

Le vendite dell'industria statunitense, compresi i veicoli medi e pesanti, sono aumentate da 10,6 milioni di unità nel 2009 a 17,5 milioni di unità nel 2019. La forte ripresa del settore automobilistico, dal 2009 al 2019, è stata sostenuta da robusti fattori macroeconomici e specifici del settore automobilistico, come la crescita del reddito disponibile pro capite, il miglioramento della fiducia dei consumatori, l'aumento dell'età dei veicoli in circolazione, un migliore accesso dei consumatori a finanziamenti a prezzi accessibili e prezzi più elevati dei veicoli usati.

Per quanto concerne la distribuzione in Nord America, i veicoli sono venduti principalmente attraverso i concessionari per una successiva vendita ai consumatori al dettaglio. Una parte importante consistente delle vendite avviene anche attraverso la fornitura di autovetture al governo che sono spesso più profittevoli della vendita al dettaglio per il mix di prodotti inclusi in ogni ordine governativo.

La fornitura di servizi di finanziamento per l'acquisto di veicoli in questa regione non avviene attraverso una società di finanziamento o una joint venture del gruppo ma attraverso alcuni fornitori di tali servizi, tra cui Santander Consumer USA Inc. ("SCUSA"), attraverso cui vengono forniti finanziamenti ai concessionari e ai clienti al dettaglio negli Stati Uniti. Nel febbraio 2013, in particolare, è stato stipulato un accordo di finanziamento con SCUSA in base al quale il fornitore fornisce una vasta gamma di servizi finanziari all'ingrosso e al dettaglio a concessionari e clienti al dettaglio negli Stati Uniti, con il marchio Chrysler Capital e coprendo i marchi Chrysler, Jeep, Dodge, Ram, Fiat e Alfa Romeo.

Il secondo mercato più importante per il gruppo è quello EMEA.

I ricavi in questa regione costituiscono il 19% del totale e le autovetture vendute il 28%.

La maggior parte delle vendite, circa il 50%, in questa regione viene effettuata sul territorio italiano in cui il Gruppo può essere considerato il leader indiscusso possedendo una quota di mercato che sfiora il 25%.

A livello complessivo del territorio europeo la quota di mercato si attesta ad un valore del solo 6,4%, rendendo il FCA soltanto l'ottavo competitor per numero di automobili vendute.

Nel 2019, il marchio Fiat ha continuato la sua leadership nel segmento delle autovetture A con Fiat 500 e Fiat Panda che rappresentano il 29,1% della quota di mercato nel segmento e Fiat 500 che rimane leader del segmento ma con vendite in calo del 2,2 per cento.

In Europa, le vendite di FCA sono largamente ponderate per le autovetture di piccole e medie dimensioni, con il 37,4% delle vendite totali che fanno proprio riferimenti ai veicoli nel segmento delle utilitarie, il che riflette la crescente tendenza di domanda di veicoli più piccoli a causa delle condizioni di guida prevalenti in molte città europee e delle severe normative ambientali.

In Europa, la distribuzione dei veicoli avviene direttamente attraverso entità indipendenti e concessionari situati nella maggior parte dei mercati europei, così come direttamente a particolari categorie di clienti come governi e società di noleggio. In altri mercati del segmento EMEA in cui il gruppo non possiede una presenza sostanziale, detiene accordi con distributori generali multimarca. In questa regione, il finanziamento dei concessionari e dei clienti al dettaglio è gestito principalmente da FCA Bank, frutto di una joint venture con Crédit Agricole Consumer Finance S.A. ("CACF"). FCA Bank opera in Europa, compresi i cinque principali mercati di Italia, Francia, Germania, Spagna e Regno Unito, e fornisce finanziamenti ai concessionari e ai clienti al dettaglio.

Il terzo mercato di riferimento di FCA, sia in termini di ricavi che di autovetture vendute, è quello dell'America Latina (LATAM). Questa regione frutta, infatti, l'8% dei ricavi complessivi e il 13% delle autovetture vendute.

Quasi l'intera parte delle vendite può essere circoscritta ai territori di Brasile e Argentina. In particolare, in Brasile, il Gruppo detiene una quota di mercato del 18,7% che gli attribuisce il primato a livello territoriale, superando anche quelle di altri colossi come General Motors e Volkswagen, che si fermano, rispettivamente, al 17,9% e al 15,6%.

I volumi dell'industria automobilistica all'interno dei paesi in cui opera il segmento LATAM sono diminuiti del 5 per cento dal 2018 a 4,2 milioni di veicoli (auto e veicoli commerciali leggeri) nel 2019, che è stato principalmente guidato da un calo del 43 per cento delle vendite di veicoli in Argentina, riflettendo l'impatto della recessione economica argentina, parzialmente compensato da un aumento del 7,6 per cento delle vendite di veicoli in Brasile, riflettendo il continuo miglioramento delle condizioni di mercato. Nonostante ciò, la quota di mercato del Gruppo in LATAM è aumentata di 110 punti base dal 12,8% al 13,9%, grazie principalmente la crescita della quota di mercato in Brasile.

L'offerta di veicoli in LATAM fa leva sul riconoscimento del marchio Fiat, così come sulla popolazione distribuita principalmente nelle località urbane di paesi come il Brasile, che richiede veicoli appartenenti segmenti più piccoli, come Fiat Mobi, Argo e Cronos. Fiat guida anche il mercato dei pick-up in Brasile, con i modelli Fiat Strada e Fiat Toro che coprono una quota di mercato del

segmento rispettivamente del 22,1% e del 19,1%. Mentre il marchio Jeep guida i segmenti dei SUV piccoli e medi in Brasile con la Jeep Renegade (11,5% di quota di mercato) e la Jeep Compass (10,1% di quota di mercato).

La distribuzione dei veicoli in questa regione avviene con modalità differenti a seconda che si tratti dei territori di Brasile o Argentina o di altri stati. In Brasile e Argentina, infatti, sono presenti dei concessionari ufficiali che si occupano della vendita dei veicoli del gruppo FCA mentre negli altri paesi dell'America Latina la distribuzione avviene attraverso singoli accordi con concessionari multimarca.

Per quanto concerne i servizi finanziari, il Gruppo possiede due società finanziarie al 100% che offrono finanziamenti ai concessionari e ai clienti al dettaglio: Banco Fidis S.A. in Brasile e FCA Compañía Financiera S.A. in Argentina. Inoltre, nel luglio 2015, FCA Brasil, attraverso la sua controllata Banco Fidis ha firmato un contratto di partnership decennale con Bradesco, una delle principali banche brasiliane, per la fornitura di finanziamenti per le vendite al dettaglio dei veicoli a marchio Jeep, Chrysler, Dodge e Ram in Brasile.

Il mercato in cui il Gruppo è più debole, è senza dubbio quello APAC, ovvero quello dell'Asia Pacifica. In totale, in questa regione, le vendite sono state solo 152mila nell'intero arco del 2019.

Essendo la quota di mercato più piccola per vendite di veicoli, la regione APAC rappresenta un'importante opportunità di crescita e il gruppo ha fortemente investito per la costruzione di relazioni con partner chiave in Cina e in India al fine di aumentare la presenza nella regione.

Numerosi, infatti, sono stati i modelli creati appositamente per soddisfare le esigenze del mercato asiatico come numerose sono state anche le delocalizzazioni della produzione su questi territori, in particolare quelli a marchio Jeep. Nonostante questi sforzi, tuttavia, le vendite non sono aumentate ma persino diminuite, registrando un -35% nel 2019 rispetto ai volumi del 2018.

La ragione di questo andamento in questa regione può essere in parte giustificata da quello generale dell'industria automobilistica che ha mostrato un declino su base annua, con le vendite del settore nei cinque mercati chiave (Cina, India, Giappone, Australia e Corea del Sud) in calo del 6% e un volume complessivo di 31,2 milioni.⁶⁴

Nel corso dell'elaborato si è più volte sottolineata l'importanza sempre crescente della mobilità elettrica nel settore dell'auto.

Sotto questo aspetto, il Gruppo FCA ha solo di recente imbastito un piano di investimenti da 9 miliardi entro il 2022 che prevede l'elettrificazione di un importante numero di modelli che saranno prodotti nello stabilimento italiano di Mirafiori. Questi sforzi non sembrano essere, tuttavia sufficienti,

⁶⁴ FCA, *Annual Report 2019*

soprattutto se confrontati con gli investimenti degli altri grandi player del settore. Volkswagen, ad esempio, uno dei leader mondiali nella produzione di BEV (Battery Electric Vehicle) ha formulato un piano di investimenti da oltre 40 miliardi di euro.

Questo ultimo dato può essere utile per comprendere come la strada da percorrere dal gruppo nella produzione di veicoli elettrici fosse ancora lunga e complessa e la volontà di far nascere una fusione con il Gruppo PSA, molto più avanti di FCA nella produzione di veicoli elettrici, pone forse su questo tema una delle sue basi principali.

3.2.2 PSA

Il Gruppo PSA, legalmente noto come PSA S.A. e precedentemente noto come PSA Peugeot Citroen fino al 2016, era il principale gruppo automobilistico francese, le cui azioni erano quotate alla Borsa di Parigi, in cui faceva parte dei CAC 40, ovvero le 40 società quotate con maggiore capitalizzazione. Fondata nel 1896, Peugeot S.A. ha svolto attività di produzione e vendita fino al 1965, quando è stata trasformata in una holding nell'ambito di una ristrutturazione giuridica e finanziaria del Gruppo. Le sue attività operative sono state riprese da una filiale, Automobiles Peugeot.

Nel 1974, Peugeot S.A. acquisisce tutte le azioni in circolazione di Citroën S.A. e poi fonde le due società nel 1976.

Negli anni '80 e '90, sotto le guide di Jacques Calvet e Jean-Martin Folz il Gruppo è portato all'attuazione di profonde ristrutturazioni interne. La strategia è fondata innanzitutto sulla creazione di un forte vantaggio competitivo del Gruppo, attraverso la creazione di piattaforme comuni ai due marchi, al fine di ottenere economie di scala e un abbattimento dei costi di produzione e R&S e una struttura organizzativa tecnica e produttiva armonizzata tra i due marchi. Inoltre, in questi due decenni l'obiettivo è quello di costruire una presenza internazionale più forte, in particolare in paesi in rapida crescita come la Cina e il Brasile. A tale scopo, vengono effettuate numerose alleanze strategiche con altre case automobilistiche, come la Joint-Venture con Dongfeng Motors per la costruzione della prima automobile del Gruppo in territorio cinese.

e una gestione orientata al progetto, insieme ad alleanze strategiche formate con altre case automobilistiche per migliorare i costi di produzione e R&S. Il gruppo PSA Peugeot Citroën conta su una crescita robusta per costruire una presenza internazionale più forte, in particolare in paesi in rapida crescita come la Cina e il Brasile.

Il gruppo PSA Peugeot Citroën intensifica la sua crescita internazionale negli anni 2000. In questi anni vengono aperti siti produttivi in Brasile e Slovacchia. Inoltre, nascono due alleanze con Toyota e Mitsubishi Motors per la condivisione di ulteriori due stabilimenti, rispettivamente in Repubblica Ceca e Russia.

Il decennio è caratterizzato anche dallo sviluppo e diffusione nel mercato di importanti tecnologie, iniziato con l'invenzione del filtro antiparticolato nel 2000 e culminato nel lancio del motore EB PureTech a tre cilindri nel 2012, che riduce le emissioni di CO2 del 18%.

Dalla crisi del settore nel 2008-2009 PSA ne è uscita fortemente danneggiata con una continua discesa nelle vendite negli anni successivi. Nel 2014 viene varato un piano di rilancio del Gruppo definito “*Back in the race*”, basato sui due marchi storici Peugeot e Citroen e dalla neonata DS, che permette il posizionamento nel segmento Premium, fino ad allora inesplorato.

Nel 2017, un ulteriore marchio si aggiunge al Gruppo, quello di Opel-Vauxhall.

Il Business del Gruppo è composto da tre linee principali:

- *Automotive*: che riguarda principalmente la progettazione, la produzione e la vendita di autovetture e veicoli commerciali leggeri con i marchi Peugeot, Citroën, DS, Opel e Vauxhall;
- *Automotive equipment*: svolto dalla controllata Faurecia, specializzata nella produzione di componentistica per autovetture come interni, elettronica e software dell'abitacolo e sistemi avanzati di assistenza alla guida e che rifornisce oltre PSA, i maggiori gruppi mondiali del settore.
- *Financial services*: attraverso Banque PSA FinanceGroup (BPF), concede finanziamenti per l'acquisto di autovetture ai clienti dei marchi del Gruppo e per le sue reti di concessionari.

I ricavi complessivi registrati nel 2019 sono di circa 75 miliardi, in linea con quelli del 2018. A pesare maggiormente su questo risultato sono le entrate del ramo automotive.

Le autovetture vendute complessivamente durante l'anno sono poco meno di 3,5 milioni, in calo questa volta di un 10% rispetto al risultato del 2018.

Il Grafico 15 riporta la distribuzione delle vendite a livello globale.

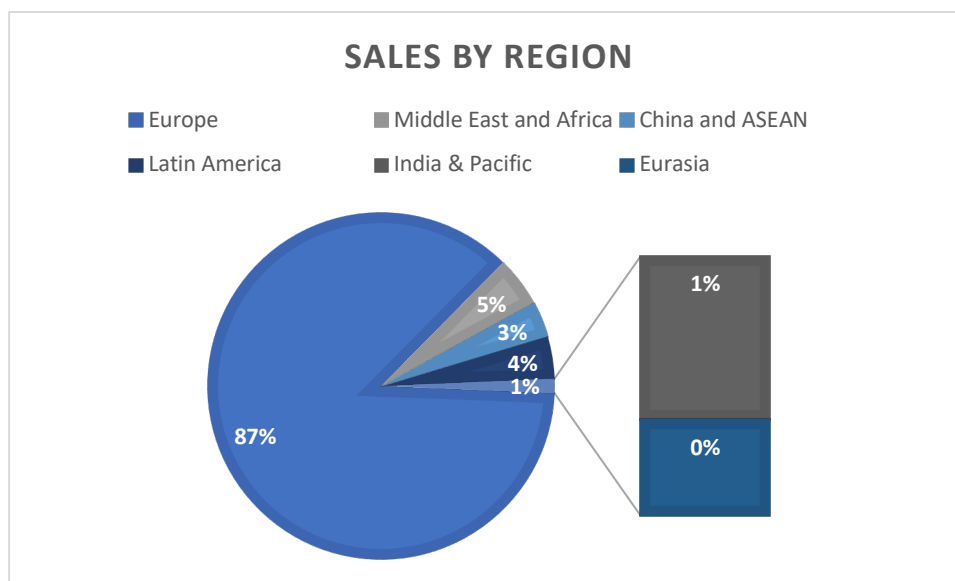


Grafico 15: Sales by Region (Fonte: PSA)

Si nota subito come la maggior parte delle vendite sono concentrate sul territorio europeo.

Qui, il Gruppo è al secondo posto per numero di vendite, preceduto soltanto da Volkswagen, con una quota di mercato del 16,8% in un mercato in leggero aumento dell'1,3%, e crescendo nei mercati di Italia e in Spagna, rispettivamente +0,5% e +0,2%, mantenendo la sua quota di mercato in Francia e nel Regno Unito, mentre è leggermente in calo in Germania con -0,6%.

Questo risultato è dovuto ad un forte aumento delle vendite di veicoli elettrici e dall'impennata delle vendite del marchio DS, che grazie ad una gamma completamente rinnovata, ha visto una crescita del 56%.

Il secondo mercato di riferimento è quello "Middle East and Africa", nel quale però vengono effettuate solo il 5% delle vendite complessive a livello globale. La quota di mercato è aumentata dello 0,4% con un aumento delle vendite di 9.100 unità rispetto al 2018, nonostante il mercato in questa regione abbia registrato un calo nel corso del 2019.

Un forte aumento è stato registrato in Turchia e Marocco, con un +2,1% e soprattutto in Egitto, +6,1%. La previsione è di una crescita di questi numeri in futuro, grazie ad uno stabilimento produttivo localizzato nel Marocco, inaugurato a fine 2019, che dovrebbe raggiungere una capacità produttiva di 200.000 unità una volta entrato a regime.

Il terzo mercato di riferimento del Gruppo, con una porzione di poco inferiore al 4%, è quella dell'America Latina. Qui però le vendite sono scese del 22,5% con i cali principali che sono stati registrati in Argentina, -42% e Cile, -11%.

Un calo delle vendite ancora più forte è stato registrato nella regione "China and ASEAN", con un ammontare complessivo di 117mila unità, del 55% inferiore al valore registrato nel 2018.

Nonostante questi risultati negativi, PSA ha varato importanti piani di investimento in questa regione e che adesso saranno perseguiti attraverso Stellantis. Dongfeng Peugeot-Citroen automobiles, ora diventata Dongfeng Stellantis Automobile, ha varato un piano strategico di sei anni per il rilancio basato su vendite redditizie, un punto di pareggio più basso e un aumento progressivo dei volumi per i marchi Peugeot e Citroën. Inoltre, nel corso del 2020 il Gruppo ha fortemente attaccato il mercato cinese con il lancio di cinque nuovi modelli NEV (New energy vehicles).

Per ciò che concerne i mercati “India and Pacific” e “Eurasia” le vendite in entrambe le regioni hanno subito dei timidi incrementi. In Giappone il Gruppo ha ottenuto incrementi nelle vendite per un valore del 20% circa e in India sono previsti forti investimenti grazie alla collaborazione con AVTEC che porterà alla produzione in loco di trasmissione e di modelli a marchio Citroen creati specificatamente per il mercato indiano. In Eurasia i risultati maggiormente incoraggianti provengono dal rilancio del marchio Opel/Vauxhall sia in Russia che in Ucraina, il quale ha registrato un incremento nelle vendite del 220% rispetto al 2018.

Il punto di forza del gruppo è sicuramente rappresentato dalla forte presenza nel mercato dei veicoli elettrici e ibridi. Groupe PSA ha già lanciato, nel corso del 2019, 10 nuovi modelli elettrici o ibridi plug-in, con l’obiettivo di offrire una gamma al 50% elettrificata entro la fine del 2021, e al 100% entro il 2025.⁶⁵

Un punto di forte debolezza è invece riscontrabile nella totale assenza nel mercato Nord-americano, uno dei principali del settore automotive e questa potrebbe essere una delle principali ragioni, che comunque verranno analizzate in maniera più approfondita nel seguente paragrafo, che ha spinto il gruppo a fondersi con FCA, che invece costituisce uno dei principali leader proprio in questo mercato.

3.3 Obiettivi e tipologia dell’operazione

La fusione fra Peugeot S.A. e FCA N.V. che porta alla nascita di Stellantis N.V. viene completata il 16 Gennaio 2021.

Le azioni, sotto la denominazione “STLA” sono scambiate a partire dal 18 Gennaio sull’Euronext di Parigi e sulla Borsa Italiana di Milano e a partire dal 19 Gennaio sul NYSE.

L’operazione pone le sue basi nell’Ottobre 2019, quando entrambe le società comunicano al mercato la volontà di volersi fondere per dare vita ad un “leader mondiale in una nuova era della mobilità sostenibile” che rappresenterebbe il quarto gruppo al mondo per vendite annuali.

Da diversi anni vi era la volontà da parte di FCA, e dell’allora CEO del gruppo Sergio Marchionne, di compiere un’operazione del genere che le consentisse di superare quelle che erano le difficoltà

⁶⁵ PSA, *UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT Including the annual financial report, 2020*

affrontate negli ultimi anni. Precedentemente a questo progetto di fusione con PSA, il gruppo italo-statunitense aveva tentato un'operazione del tutto simile con il gruppo Renault, uno dei principali rivali sul mercato di Peugeot. L'operazione, anche per l'intervento del governo francese, non andò tuttavia a buon fine e costrinse FCA a guardare avanti nella ricerca di un altro partner per l'attuazione della sua strategia.

Nasce dunque Stellantis, frutto di un'operazione di fusione paritetica.

Il 17 dicembre 2019, Fiat Chrysler Automobiles N.V. e Peugeot S.A. hanno stipulato un accordo di combinazione che prevede l'unione di FCA e PSA attraverso una fusione transfrontaliera, con FCA come società sopravvissuta alla fusione. Il giorno immediatamente successivo al completamento della fusione FCA è stata rinominata Stellantis N.V.

L'obiettivo del compimento di una fusione paritetica, ovvero con una distribuzione delle azioni della società nascente nella misura del 50% per ciascuno dei due gruppi partecipanti ha portato a non pochi problemi per la sua attuazione, in quanto le due società presentavano capitalizzazioni diverse.

Per ovviare a tale problematica è stata prevista la distribuzione di un dividendo straordinario per i possessori di partecipazioni FCA per un ammontare di 1,84€ per azione, che complessivamente ammonta ad un valore di 2,9 miliardi a cui si somma una distribuzione di azioni Faurecia di 1,3 miliardi di euro. In contrapposizione a questo, è stata effettuata ai possessori di titoli PSA una distribuzione di carta Faurecia per 1,3 miliardi.

Il Combination Agreement prevedeva che, subordinatamente alle approvazioni degli azionisti e alle altre condizioni precedenti incluse nel Combination Agreement e descritte nel Prospetto di fusione, gli azionisti di PSA avrebbero ricevuto attraverso i sistemi di deposito e compensazione centralizzati di DTC ed Euroclear France 1,742 azioni ordinarie FCA per ogni azione ordinaria PSA detenuta immediatamente prima del completamento della Fusione. Questo era dunque il rapporto di cambio deciso per l'operazione che è fisso e non avrebbe potuto essere adeguato in caso di variazioni del valore di mercato delle azioni ordinarie FCA o delle azioni ordinarie PSA.⁶⁶

Per quanto concerne la governance del nuovo gruppo alla guida è stato scelto come CEO Carlos Tavares, che già ricopriva lo stesso ruolo per PSA. Il presidente è invece John Elkann, già presidente e CEO di Exor N.V., holding che era a capo di FCA.

Il consiglio di amministrazione è composto da 11 componenti incluso il CEO Tavares. Gli altri 10 posti sono stati distribuiti in egual parte fra le due società partecipanti alla fusione. In particolare, il gruppo italo-americano ha scelto due componenti provenienti da FCA, due componenti provenienti da Exor e un componente scelto fra gli impiegati. Dalla parte francese sono stati selezionati due componenti provenienti da PSA, un componente proveniente da EPF/FFP (Holding della famiglia

⁶⁶ PSA-FCA, *Merger Prospectus*, 2020

Peugeot), un componente proveniente da BpiFrance (Banca d'investimento dello stato francese attraverso cui deteneva una partecipazione del 12% in PSA) e anche qui un componente proveniente dai dipendenti.

La compagine sociale invece vede ovviamente coinvolti i principali azionisti di FCA e PSA ed è attualmente così composta⁶⁷:

- 12,59% Exor N.V.
- 6,28% EPF/FFP
- 5,68% Caisse des Depots et Consignations
- 5,40% BpiFrance
- 4,91% DongFeng Motors

Per quanto concerne le ragioni prettamente strategiche dell'operazione questa, come anticipato, si pone come obiettivo la formazione di un leader globale per la mobilità sostenibile. Il nuovo gruppo pone come base la possibilità di sfruttare una maggiore efficienza visti i maggiori volumi di produzione e l'unione delle competenze e dei punti di forza dei due gruppi, al fine di sviluppare soluzioni di mobilità innovative e rispettose dell'ambiente e l'offerta delle migliori tecnologie e servizi ai propri clienti.

PSA, da un lato, può contare su importanti punti di forza come la solida presenza sul territorio europeo, la capacità innovativa che le ha permesso di essere al passo con i competitor nella produzione di veicoli elettrici e i servizi di fornitura alternativi attraverso il piano Free2move offerto ai clienti. A questi punti di forza si contrappone il forte limite del Gruppo nella capacità di bilanciare le vendite a livello globale, in particolar modo sul territorio del Nord America, e la forte concentrazione di veicoli prodotti appartenenti alle categorie dalle minori dimensioni con una minore produzione di veicoli di grandi dimensioni.

Dal lato opposto, FCA si basa su una forte quota di mercato sia in Nord America che in Sud America, una vasta offerta di veicoli SUV e Pick-up, un'offerta che comprende anche marchi Premium e Luxury nonché una forte esperienza in tema di fusioni. I fattori su cui FCA risultava essere meno pronta nei confronti dei competitor erano sicuramente la quota di mercato nel territorio europeo e la capacità di innovazione per essere al passo con i trend del mercato in costante aggiornamento.

Facendo questa breve sintesi dei punti di forza e di debolezza dei due gruppi, questa fusione sembra presentare un forte carattere di complementarità, ovvero sembra fornire ad entrambi i gruppi la

⁶⁷ ORBIS

possibilità di continuare a sfruttare al massimo i propri punti di forza, ma allo stesso tempo di colmare le proprie debolezze.

In un documento rilasciato da entrambe le società sono sintetizzati i benefici attesi dalla fusione⁶⁸:

- 4° più grande gruppo automobilistico per volumi di vendite, con un'impronta globale bilanciata;
- robusta presenza territoriale in Nord America, Europa e America Latina;
- Stato Patrimoniale solido;
- portafoglio di marchi ampio e complementare, con una solida offerta al mercato di tutti i segmenti;
- ampia e crescente competitività in propulsori elettrificati, guida autonoma e connettività digitale;
- circa 3,7 miliardi di euro di sinergie annuali attese a regime, senza alcuna chiusura di impianti;
- team di gestione riconosciuto per l'eccezionale capacità di creazione di valore e per il successo in operazioni di M&A precedenti.

Con riferimento al primo punto, il numero di vendite posizionerebbe per l'appunto il gruppo al quarto posto fra i principali produttori mondiali di autoveicoli. A livello di ricavi, come è possibile invece analizzare dal sopra riportato Grafico 10, il Gruppo balzerebbe al terzo posto a livello globale.

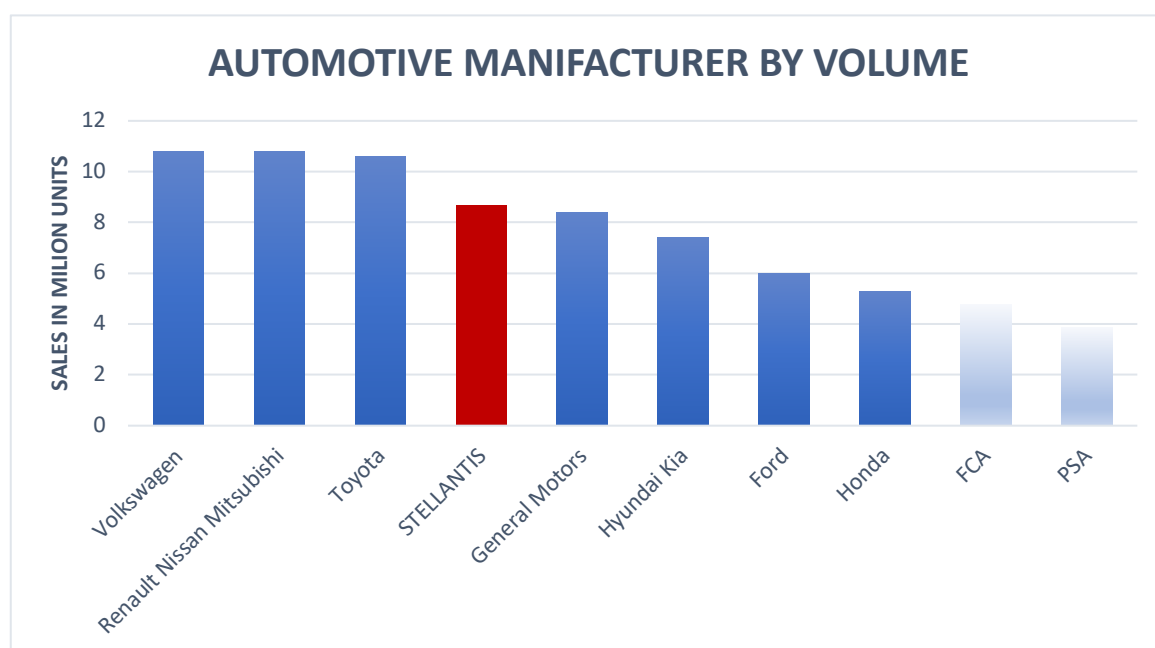


Grafico 16: Automotive manufacturer by volume (Fonte: IHS Global Insights)

⁶⁸ PSA-FCA, *Proposed Merger: Building a Leader for a new era in sustainable mobility*, 2019

Si evince quindi come la fusione permetterà di competere con i colossi come Volkswagen e Toyota e con l'alleanza Renault-Nissan-Mitsubishi, che comunque mantengono ancora un importante vantaggio in termini di vendite, pari quasi al 25%. Obiettivo che non era assolutamente pensabile per le due società divise, che risultavano rispettivamente al nono e al decimo posto dei principali produttori mondiali per numero di vendite.

Come già anticipato in precedenza, le due aziende presentavano una distribuzione delle vendite a livello territoriale del tutto peculiare. Quelle di FCA erano maggiormente focalizzate sul territorio del Nord America mentre quelle di PSA in Europa.

Stellantis, grazie alla complementarità geografica delle vendite dei suoi due gruppi fondatori, avrà una distribuzione più equilibrata a livello globale, come è possibile evincere dal seguente grafico basato sulle vendite registrate da FCA e PSA nel 2019. Il mercato EMEA, basandosi su questa analisi storica, dovrebbe essere il mercato di riferimento contando più della metà delle vendite ma sarà importante per i risultati del gruppo anche il mercato del Nord e del Sud America, che complessivamente rappresenteranno il 40% delle vendite. Ciò su cui, invece, il gruppo dovrà sicuramente focalizzarsi sarà l'ampliamento della propria quota di mercato, e quindi delle vendite, nella regione asiatica che, almeno nel 2019, rappresenta il solo 4% delle vendite complessive.

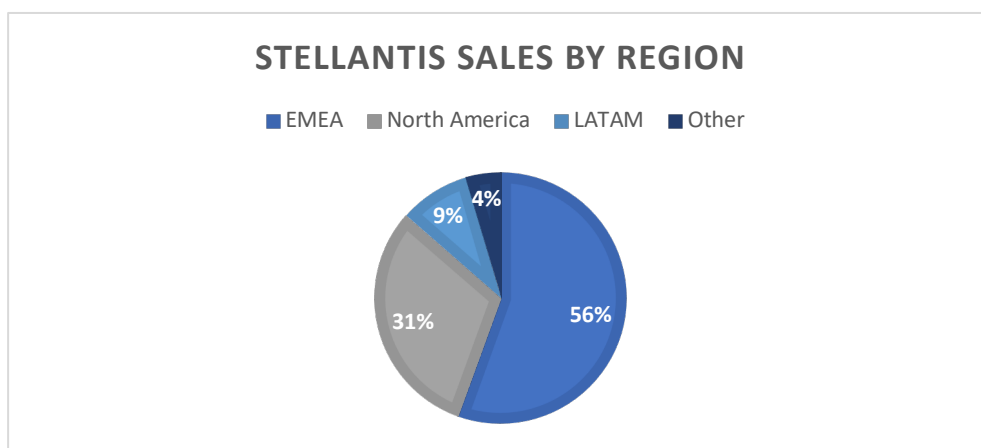


Grafico 17: Stellantis Sales by region⁶⁹

La complementarità dell'operazione si riscontra non solo a livello della distribuzione geografica ma anche sul piano del portafoglio di veicoli prodotti e messi sul mercato. Questo è, infatti, il quarto dei benefici attesi citati dalle due società nel documento di presentazione dell'operazione.⁷⁰

⁶⁹ Grafico di elaborazione personale basato sui dati di vendita nel 2019 di entrambe le aziende

⁷⁰ PSA-FCA, *Proposed Merger: Building a Leader for a new era in sustainable mobility*, 2019

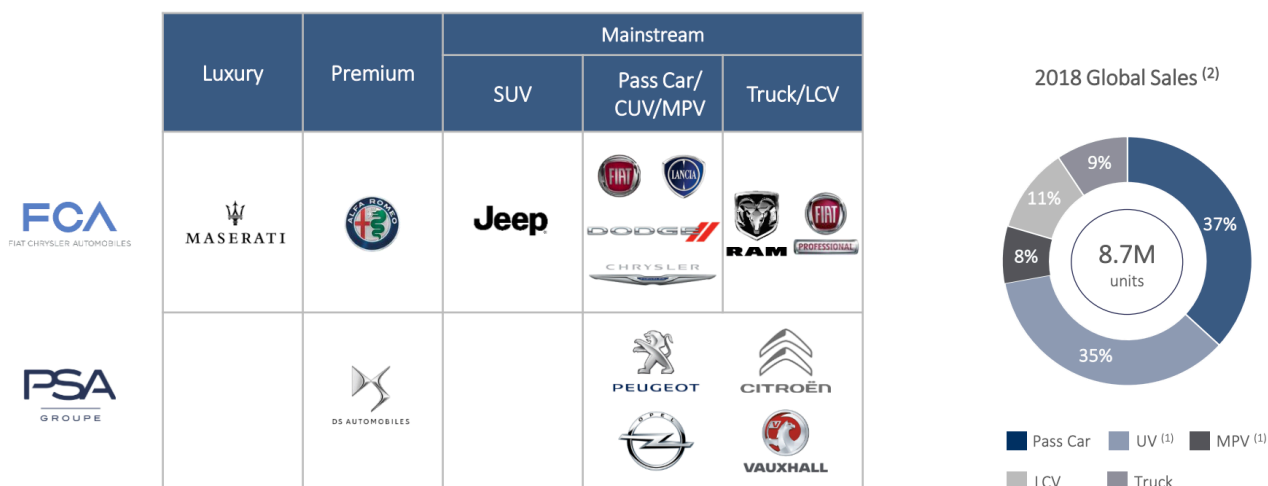


Figura 3: Portfolio Brands (Fonte: PSA-FCA)

La fusione, come è possibile riscontrare dalla figura sopra riportata, porterà ad importanti sinergie a livello di composizione del portafoglio prodotti. PSA potrà aver accesso a segmenti in cui, precedentemente alla fusione, non era presente come quello Luxury e a categorie di autoveicoli come quella dei SUV. FCA potrà invece diversificare la sua offerta a livello di segmento premium, con l'affiancamento ad Alfa Romeo del marchio DS e potenziare la sua presenza nella categoria delle utilitarie soprattutto in Europa, dove quelle dei marchi PSA risultano essere fra le più vendute.

Se si prende a riferimento il grafico a torta fornitoci dalle due compagnie, i risultati in termini di complementarità sono sorprendenti. Infatti, riferendoci all'anno 2018, le vendite complessive a livello globale dei due gruppi sono in sostanza tripartite. Poco più di un terzo delle vendite è rappresentato da autovetture utilitarie e cittadine, un altro terzo dai SUV e un altro terzo circa da Van e veicoli commerciali.

Un altro punto fondamentale fra i benefici attesi dalla fusione è quello della maggiore capacità di competere con gli altri player del settore sulle nuove tendenze richieste dai consumatori.

I piani di investimento sui temi fondamentali di questi anni come la mobilità autonoma, la connettività delle autovetture e le propulsioni ibride ed elettriche effettuati dai principali leader del settore come Volkswagen e Toyota erano talmente ampi che avrebbero portato questi due gruppi ad un ulteriore ampliamento del loro vantaggio competitivo. Con riferimento al 2018 la somma degli investimenti in R&S e Capex di Volkswagen e Toyota, ammontavano rispettivamente a 27,4 e 19,2 miliardi di euro. Se si andasse a considerare il valore di queste due voci per il gruppo Stellantis, unendo quindi gli investimenti complessivi effettuati da FCA e PSA, questo sarebbe di circa 15 miliardi e darebbe alla neonata società il terzo posto in questa classifica precedendo anche GM e Ford, fermi rispettivamente a 14 e 13,5 miliardi di euro. Pur rimanendo dunque un'importante distanza con l'azienda tedesca e

quella giapponese la fusione potrà sicuramente permettere a FCA e PSA di competere ad un livello al quale non avrebbero potuto ambire agendo singolarmente.

Dalla fusione sono inoltre previste sinergie positive per circa 3,7 miliardi di euro, le quali si manifesteranno per l'80% entro il quarto anno successivo alla conclusione dell'operazione.

Il 40% di queste sinergie proverrà dalle minori spese per la produzione delle carrozzerie, delle motorizzazioni e della componentistica. In particolare, i due gruppi potranno condividere le piattaforme dei veicoli per la produzione di più modelli e consolidare e sfruttare insieme i frutti degli investimenti effettuati.

Un altro 40% di queste sinergie proverrà dagli approvvigionamenti. Il maggiore volume di acquisti potrà infatti allo sfruttamento di maggiori economie di scala nonché l'accesso ad ulteriori fornitori. La restante parte del 20% si prevede che sia proveniente dai minori costi per funzioni che verranno sostanzialmente unite come quelli indirizzati al Marketing, all'IT e in generale al G&A.

3.4 Valutazione dei dati finanziari

Partendo da quelli che sono i valori iscritti a bilancio sia dal gruppo FCA che da PSA è possibile compiere una valutazione sia sui risultati dei singoli gruppi ma soprattutto provare a comprendere quelli che saranno i numeri della neonata Stellantis.

Il primo valore che si andrà ad analizzare è quello del fatturato, che nel 2019 per FCA è stato di 108,187 miliardi. Per PSA il valore è nettamente più basso, con un valore al 2019 di 74,731 miliardi di euro. Unendo semplicemente i valori è possibile avere un'idea approssimativa del gruppo appena formatosi in termini di ricavi, questi infatti sfiorerebbero i 183 miliardi di euro.

Sempre riferendoci all'esercizio del 2019 i risultati netti delle due società sono rispettivamente di 6,630 miliardi sul fronte FCA, e 3,201 miliardi su quello PSA. Questi valori ci danno la possibilità di calcolare il margine di profitto, ovvero quel valore che ci indica quanto di ogni euro incassato come ricavo si tramuta in profitto. Il margine di profitto netto del gruppo italoamericano nel 2019 è stato del 6,1% mentre quello del gruppo francese del circa 4,3%.

Nell'analisi di un'azienda è importante però comprendere come questa sia capace di ottenere guadagni dalla sua sola gestione caratteristica. Questa capacità viene misurata dall'EBITDA, che in base alle sue caratteristiche può essere utile anche al confronto fra aziende che operano nello stesso settore. L'EBITDA di FCA presenta un valore al 2019 di 10,247 miliardi di euro contro gli 8,835 di PSA. Se rapportato all'ammontare totale dei ricavi si arriva a calcolare l'EBITDA *margin* che in tale caso è maggiore in PSA con un 11,22% rispetto al 9,47% di FCA. Questo ci permette di comprendere come per il 2019 la gestione operativa del gruppo francese sia stata maggiormente efficiente di quella del gruppo italoamericano.

L'EBITDA può essere utilizzato anche insieme ad un altro dato, quello della Posizione Finanziaria Netta (PFN), per farci comprendere la capacità futura da parte dell'azienda di adempiere ai propri debiti. La PFN di PSA ha un valore positivo di 7,914 miliardi di euro e se rapportata al suo EBITDA ci da un rapporto uguale a 0,90 che ci testimonia una discreta capacità dell'azienda di ripagare i propri debiti. La Posizione Finanziaria Netta di FCA al 2019 era invece di 2,465 miliardi. Il rapporto PFN/EBITDA per FCA è ancora migliore di quello del gruppo francese ed è pari a 0,24.

PSA e FCA hanno poi un livello di liquidità molto elevato, rispettivamente di 17,379 e 15 miliardi. Il dato sulla liquidità unito a quello della PFN e al rapporto PFN/EBITDA ci permettono di comprendere come il nascente gruppo Stellantis, nonostante questi dati subiranno sicuramente un peggioramento nell'esercizio 2020, sia molto solido da un punto di vista finanziario.

Passando all'analisi degli indici di redditività analizzeremo sia il ROE che il ROA di ciascuno dei due gruppi partecipanti all'operazione.

Il ROE (*Return on Equity*) ci dà un'indicazione della capacità dell'azienda di remunerare il capitale fornito dai soci. In tal senso rappresenta uno dei parametri fondamentali dell'analisi finanziaria. Il valore registrato da PSA per il 2019 è del 14,68% mentre quello di FCA è di oltre il 23%. Entrambi i risultati rientrano fra i più alti registrati dagli altri competitor del settore nell'arco del 2019.

Un altro indice reddituale fondamentale che ci fornisce un'idea di come un'azienda sfrutti i propri asset per generare guadagni è il ROA (*Return on Assets*). Anche qui FCA e PSA fanno registrare numeri fra i più alti del settore con un valore rispettivamente del 8,16% e del 6,20%.

Entrambe le società appaiono dunque solide ottenendo ottimi risultati a tutti i livelli; finanziario, operativo e reddituale. I numeri appaiono, infatti, in linea con quelli dei competitor e molto spesso tendono a superarli.

Il bilancio di Stellantis, a seguito della fusione paritetica, ingloberà questi risultati diventando a tutti gli effetti uno dei leader del settore automotive. Inoltre, questo subirà l'impatto positivo delle sinergie provenienti dall'unione dei due gruppi, che ancora sono difficili da quantificare ma che come visto, quelle finora identificate dalle direzioni delle due imprese, ammontano già a diversi miliardi di euro. I primi bilanci del gruppo, tuttavia, si pronosticano danneggiati dalla crisi che stiamo attraversando ma questo potrà vantare di ampi margini provenienti dalle gestioni degli anni passati che gli consentiranno di affrontare e superare la crisi senza troppe conseguenze negative.

3.5 Le ripercussioni della crisi sull'operazione

La fusione fra FCA e PSA si è quasi del tutto sviluppata all'interno di un contesto internazionale fortemente colpito dalla pandemia, che ha avuto forti impatti a livello sociale, sanitario ed economico.

In precedenza, è stato già analizzato l'impatto della crisi odierna a livello macroeconomico e in particolare sul mercato M&A, che ha subito una forte contrazione nei primi trimestri per poi dimostrarsi fortemente resiliente nella seconda parte dell'anno.

La nascita di Stellantis, proprio in questa fase storica, accompagnata dagli ottimi risultati a livello M&A negli ultimi trimestri permettono a tutti gli operatori del settore di guardare avanti con fiducia. Tuttavia, nonostante la notevole capacità dei management delle due società nel portare avanti l'operazione, questa non ha potuto essere esente da alcune difficoltà provenienti dal complesso contesto in cui è progredita.

La pandemia ha innanzitutto impattato sulle tempistiche dell'operazione, la quale nasce ufficialmente nella fine del 2019 con l'auspicio di essere completata nel minor tempo possibile, di certo entro il 2020. La diffusione del virus a livello globale ha invece fatto slittare e rallentato molte delle fasi cruciali dell'operazione, la quale si è conclusa soltanto nel gennaio del 2021.

Il settore automotive è stato notevolmente colpito dalla crisi ed ha portato ad un netto calo delle vendite in tutto il mondo. Questo ha avuto un effetto negativo sui bilanci di tutti gli operatori del settore, FCA e PSA inclusi.

Tali conseguenze negative hanno portato ad alcune modifiche di quelli che erano gli accordi per il completamento dell'operazione.

Nel dettaglio, nell'attuazione della fusione erano previste una serie di iniziative che avrebbero portato all'uscita di ingenti quantità di liquidità da entrambe le società.

Era infatti previsto per i soci di FCA l'emissione di un dividendo straordinario di ammontare complessivo pari a circa 5,5 miliardi e dal fronte opposto, quello di PSA, era prevista una cedola rappresentata dal 46% detenuto in Faurecia, del valore di 2,7 miliardi. A queste due distribuzioni se ne aggiungeva un'ulteriore esercitabile da entrambe le società per l'esercizio 2019 del valore di 1,1 miliardi.

A seguito dell'avvento della crisi risultò subito chiaro che tali accordi non potevano essere rispettati e fu necessario trovare un'altra intesa per il completamento dell'operazione che consentisse una minore uscita di cassa dalle società in modo da non depauperare eccessivamente i fondi che saranno nel presente e nel futuro fondamentali per affrontare le vicissitudini della pandemia.

Si è deciso così innanzitutto di annullare la distribuzione da 1,1 miliardo per ciascuna società del dividendo previsto per il 2019. Inoltre, i termini sono stati modificati come già anticipato nei paragrafi precedenti, con il dividendo per FCA passato dai 5,5 miliardi previsti a 2,9 e un'equa divisione delle azioni di Faurecia per un valore di 1,3 miliardi per ciascuna delle due partecipanti all'operazione.

CONCLUSIONI

Col presente elaborato si è cercato di offrire un quadro il più esaustivo possibile su cosa sono le operazioni di M&A e su quali sono stati i trend storici che hanno portato alla loro realizzazione.

Si è osservato, in particolare, come nel corso dei secoli si sono susseguite sette diverse ondate di M&A, ovvero periodi caratterizzati da forti livelli di attività che si alternavano a periodi con livelli di attività inferiori. Ciascuna ondata ha avuto le sue peculiarità ed è stata contraddistinta da finalità strategiche comuni a livello globale

L'elaborato compie l'analisi del mercato M&A basandosi su un contesto fortemente complesso come quello creato dalla pandemia da COVID-19. In particolare, coerentemente con gli obiettivi prefissati, si sono voluti confrontare gli effetti di tale crisi sul mercato M&A con le precedenti crisi. A riguardo, sono state analizzate tre differenti crisi precedenti a quella odierna, 1990-1991, 2001-2002 e 2008-2009, cercando di evidenziare quelli che sono stati gli impatti sul mercato M&A e per quanto tempo questi ne hanno influenzato l'attività, con l'obiettivo di cercare analogie e differenze e poter quindi provvedere a previsioni su ciò che ci aspetta nei prossimi anni. Le tre crisi analizzate avevano tutte natura differente e quella che si avvicina maggiormente a quella odierna è quella del 1990-1991 in quanto si tratta di una crisi *event-driven* e quindi del tutto in linea con quella. Si è visto come le crisi di questo tipo, oltre a presentare un impatto più lieve, presentano dei tempi di ripresa di gran lunga più brevi rispetto alle crisi cicliche o sistemiche. I primi dati sull'andamento del mercato M&A nel corso del 2020 sembrano confermare questo trend, con un'attività che ha subito un forte ridimensionamento a livello globale soprattutto nei primi due trimestri, ma che già dal terzo trimestre ha mostrato segnali di ripresa che permettono di guardare con fiducia al 2021 in cui si presume già un'importante crescita nell'attività; il che porterebbe a tempi di *recovery* persino inferiori alla crisi del 1990-1991. La crisi ha avuto un forte impatto anche sulle operazioni di M&A circoscritte al settore *automotive*, nel quale però ci si aspetta una ripresa, anche qui, già nel 2021 caratterizzata dall'attuazione di investimenti in tecnologie *CASE* e soprattutto sull'aumento di operazioni *distressed* indirizzate all'acquisizione di quegli operatori, come i fornitori, che hanno visto i loro bilanci fortemente danneggiati dalla crisi e la cui incorporazione può essere fortemente conveniente per i giganti del settore che comunque detengono importanti livelli di liquidità. Liquidità che, nelle casse degli operatori a livello globale di ogni settore, ha un valore stimato di 7,6 trilioni di dollari e questo porta ad attendersi nel corso del 2021 numerosi *megadeal* focalizzati soprattutto sul settore della tecnologia. L'acquisizione di aziende operanti nel settore *tech* è stato uno dei trend caratterizzanti gli

ultimi anni di attività; le operazioni di M&A, infatti, sono considerate come lo strumento più rapido ed efficiente per permettere alle aziende di entrare in possesso di tecnologie utili a stare al passo con i tempi.

Nel terzo capitolo si è focalizzata l'attenzione sull'operazione di fusione fra FCA e PSA la quale ha dato vita a Stellantis, società che entrerà di fatto fra i quattro principali player del settore automotive. Si è cercato di comprendere quali potessero essere le ragioni alla base della scelta da parte dei due gruppi di unirsi e nell'analisi si è compreso come le caratteristiche di FCA e PSA fossero molto complementari fra loro. In particolare, si è riscontrato come il punto di forza del gruppo italoamericano fosse la forte presenza nel mercato americano, grazie soprattutto alla presenza, nel portafoglio dei prodotti del gruppo, di marchi statunitensi dalla grande rilevanza storica. Il gruppo, tuttavia, faticava a guadagnare quote di mercato in Europa, soprattutto per via della difficoltà di aggiornamento delle proprie piattaforme e della mancata offerta di veicoli ibridi ed elettrici, che rappresentano il trend principale di questi ultimi anni grazie anche all'intervento del piano UE che prevede emissioni zero entro il 2050. Dal fronte opposto, PSA, presentava una forte offerta di veicoli elettrici e ibridi e volumi di vendita molto elevati sul territorio del vecchio continente ma un'assenza totale dal mercato americano. Inoltre, il gruppo francese garantiva un'offerta principalmente basata su veicoli di piccole dimensioni e dai prezzi accessibili, contrariamente a FCA che offre ai propri clienti un'ampia offerta di veicoli di grandi dimensioni, come SUV e Pick-up, e anche autovetture appartenenti ai segmenti Premium e Luxury, attraverso i marchi Alfa Romeo e Maserati. La fusione appare, dunque, da un punto di vista strategico ottimale in quanto permette ai gruppi di unirsi cercando di sfruttare al meglio i propri punti di forza e limitando, quasi del tutto, i propri punti di debolezza. Il gruppo Stellantis godrà inoltre di un bilancio molto solido e di risultati importanti dal punto di vista sia reddituale che finanziario. La crisi odierna ha ovviamente avuto degli impatti sull'operazione rallentando ancor di più una trattativa che fin dai primi momenti è stata caratterizzata da forti difficoltà per portare le parti coinvolte ad un accordo finale. Si è riscontrato, quindi, come questi accordi siano stati rivisti a causa dell'impatto potenziale della pandemia sui conti per il 2020, soprattutto in termini di liquidità. I due gruppi, infatti, hanno deciso di diminuire le uscite di cassa previste a seguito della fusione sotto forma di distribuzione di dividendi, al fine di non depauperare eccessivamente la nascente Stellantis di quei mezzi necessari per il superamento della crisi ed il successivo rilancio.

Bibliografia

- ABRIANI N., CALVOSA L., *Diritto delle società*, Giuffrè Editore, 2012
- BCG, *COVID-19's Impact on the Automotive Industry*, 2020
- BCG, *The 2020 M&A Report: Alternative deals gain traction*, 2020
- BERK J., DEMARZO P., *Corporate Finance*, Pearson, 2017
- BRAGG S., *Mergers and Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide*, Wiley, 2009
- CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, 2017
- DEPAMPHILIS D., *Merger and Acquisitions basics: Negotiation and Deal Structuring*, Elsevier, 2011
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *The impact of COVID-19 on potential output*, 2020
- FCA, *Annual Report 2019*
- FORNARO L., WOLF M., *Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy*, 2020
- FRANKEL M., FORMAN L., *Mergers and acquisitions basics*, Wiley, 2017
- GOLE W., MORRIS J., *Mergers and Acquisitions: Business Strategies for Accountants*, Wiley, 2007
- GAUGHAN P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Wiley, 2008
- GOLDMAN SACHS, *Bear essentials: a guide to navigating a bear market*, 2020
- GUATRI L., UCKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, EGEA, 2011
- GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, 2009
- HERBERT SMITH FREEHILLS, *M&A in 2021: resilient, agile and coming off mute*, 2021
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World economic outlook*, 2021
- J.P. MORGAN, *2020 Global M&A Outlook*, 2020
- J.P. MORGAN, *2021 Global M&A Outlook*, 2021
- J.P. MORGAN, *The future is electric*, 2020
- KEOUGH-BROWN, *The possible macroeconomic impact on the UK of an influenza pandemic*, 2010
- KPMG, *Mercato M&A in Italia nel 2020: il rapporto KPMG*, 2021
- MORERA U., OLIVIERI G., *Il diritto delle società*, Il Mulino, 2012
- OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles), *car production in 2019*
- OICA (Organisation Internationale des Constructeurs d'Automobiles), *Estimated global vehicle production growth from 2016 to 2019, by region*

- POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli editore, 2016
- PSA, *UNIVERSAL REGISTRATION DOCUMENT Including the annual financial report*, 2020
- PSA-FCA, *Merger Prospectus*, 2020
- PSA-FCA, *Proposed Merger: Building a Leader for a new era in sustainable mobility*, 2019
- PWC, *Automotive deals Insights: 2021 outlook*
- PWC, *Global M&A Industry Trends*, 2021
- RAJESH KUMAR B., *Mega Mergers and Acquisitions*, Palgrave Macmillan, 2016
- ROLAND BERGER, *Covid-19 highlights automotive industry's structural deficits*, 2020
- SHERMAN A., *Mergers and Acquisitions from A to Z*, Amacom, 2018
- SUDARSAMAN S., *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, Pearson, 2010
- WAGNER I., *Automotive Industry Worldwide*, 2021

Sitografia e Banche Dati

- Borsa Italiana: www.borsaitaliana.it
- Corporate Finance Institute: www.corporatefinanceinstitute.com
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances: www.imaa-institute.org
- Investopedia: www.investopedia.com
- Orbis: www.orbis.bvdinfo.com
- Thomson Reuters: www.eikon.thomsonreuters.com