

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Le operazioni di M&A
e la creazione di valore nel settore automotive:
Il caso Stellantis

RELATORE

Prof. Raffaele Oriani

CANDIDATO

Francesco Napoleoni

MATRICOLA

231401

INDICE

| | |
|---|----|
| INTRODUZIONE | 2 |
| CAPITOLO 1: Le operazioni di finanza straordinaria: fusioni e acquisizioni | 3 |
| 1.1 Introduzione | 3 |
| 1.2 Le tipologie di M&A | 7 |
| 1.3 Vantaggi e rischi delle M&A | 9 |
| 1.4 Il mercato M&A globale, negli USA e in EU: andamento storico e valutazioni | 15 |
| CAPITOLO 2: Le operazioni di M&A nel settore automotive | 24 |
| 2.1 La storia del settore | 24 |
| 2.2 La struttura competitiva e i trend | 26 |
| 2.3 Le M&A come strumento di creazione del valore: posizionamento competitivo, crescita dimensionale e diversificazione | 37 |
| 2.4 Le principali operazioni di M&A sul mercato automotive fino ad oggi | 41 |
| CAPITOLO 3: Il caso Stellantis | 44 |
| 3.1 L'operazione | 44 |
| 3.2 Le motivazioni della fusione | 46 |
| 3.3 La nuova struttura del gruppo combinato | 48 |
| 3.4 Analisi delle aspettative di creazione del valore | 54 |
| CONCLUSIONI | 61 |
| BIBLIOGRAFIA | 62 |

INTRODUZIONE

In questo elaborato si analizza come la crescita per via esterna attraverso le operazioni di Mergers & Acquisitions permetta alle società operanti nel settore *automotive* di creare valore per i propri azionisti e gli altri stakeholder.

La scelta di approfondire questo tema è legata all'interesse suscitato dalla recente fusione tra FCA e PSA, che ha dato vita al Gruppo Stellantis: quinto gruppo automobilistico mondiale.

L'obiettivo del lavoro, infatti, è quello di dimostrare attraverso ricerche, dati di mercato e report specialistici come in questo settore la crescita per via esterna genera margini operativi superiori e una maggior capitalizzazione di mercato.

Nel primo capitolo sono trattate le operazioni di finanza straordinaria, le tipologie, i vantaggi e i rischi derivanti dalla loro applicazione. Inoltre, viene analizzato il mercato M&A, sia a livello globale, che americano ed europeo, per fornire una visione della sua dimensione e dei trend che lo caratterizzano (volumi di operazioni e relativi controvalori) nonché dei valori espressi.

Nel secondo capitolo viene trattato il settore *automotive*, le sue caratteristiche (struttura competitiva e trend) e le operazioni straordinarie che negli ultimi anni hanno interessato i suoi principali attori: questa è la parte centrale della trattazione in quanto vengono affrontati i concetti principali di tutto l'elaborato.

Nell'ultimo capitolo viene approfondito il caso Stellantis, la struttura dell'operazione, le motivazioni alla base, la nuova struttura del gruppo combinato e, infine, e viene svolta un'analisi del valore creato per gli azionisti e gli altri stakeholder dall'operazione.

CAPITOLO 1: Le operazioni di finanza straordinaria: fusioni e acquisizioni

1.1 Introduzione

Con il termine “*merger and acquisitions*”, da cui l’acronimo *M&A*, si indicano le operazioni di fusione e acquisizione attraverso le quali due o più aziende, o rami di azienda, si integrano tra loro dando vita ad un nuovo attore sul mercato.

Queste sono operazioni di natura straordinaria attraverso le quali le aziende perseguono la strategia di sviluppo o di riorganizzazione per via esterna: alternativa spesso preferita alla crescita per via interna poiché, anche se più costosa, consente di accelerare i processi di sviluppo.

La forma più semplice e diretta di crescita per via esterna è l’acquisizione, cioè il processo attraverso cui una società (cd “acquirente”) acquista la proprietà (totalmente o parzialmente) di un’altra azienda (cd “*target*”), sul presupposto che, controllandone la governance, sia in grado di perseguire delle strategie integrate tali da consentire una maggiore creazione di valore¹.

L’acquisizione non è l’unica forma di crescita per via esterna: due o più società intenzionate a cogliere i benefici derivanti da una gestione integrata possono anche decidere di unirsi dando vita ad un’unica entità giuridica attraverso la fusione.

Quest’operazione può avvenire secondo due modalità: la fusione in senso stretto e la fusione per incorporazione².

La fusione in senso stretto consiste nella creazione di una nuova società che subentra in tutti i rapporti attivi e passivi delle società estinte a causa dell’operazione.

Al contrario, la fusione per incorporazione prevede che una delle società assorba al suo interno le altre partecipanti.

Le operazioni di *M&A* richiedono normalmente la disponibilità di risorse finanziarie che sono raccolte o attraverso un aumento di capitale da parte della società acquirente/incorporante e/o il ricorso all’indebitamento (cd “*Leveraged Buy Out*”), il quale però secondo la normativa civilistica richiede condizioni più stringenti per prevenire l’eccesso di indebitamento³.

Realizzare tali operazioni prevede inoltre un iter complesso sia sotto il profilo negoziale che giuridico-amministrativo, i cui contenuti vengono riassunti in corposi documenti contrattuali quali il “contratto di cessione” (cd *SPA - share purchase agreement*) o il “progetto di fusione”; quest’ultimo viene redatto dagli amministratori ed è uguale per tutte le società partecipanti, riporta al suo interno la ragione sociale, l’atto costitutivo della società risultante, il concambio

¹ Glossario finanziario, “*Acquisizione*”, Borsaitaliana.it

² Glossario finanziario, “*Fusione*”, Borsaitaliana.it

³ Codice civile, Art. 2501-bis, “*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*”, 2018.

di azioni e le modalità di assegnazione di quest'ultime: a questo documento vengono poi allegare anche la situazione patrimoniale delle partecipanti, la relazione degli amministratori e la relazione degli esperti⁴.

Le operazioni di M&A, infine, vista la loro rilevanza, sono oggetto di specifiche delibere da parte degli organi societari e, ove ricorrano i presupposti, anche di autorizzazione da parte delle autorità di controllo dei mercati; pertanto, solo successivamente si potrà procedere al suo perfezionamento con la stipula dell'atto da parte dei legali rappresentanti delle aziende interessate⁵.

Prima di dare inizio alle trattative le società compiono singolarmente l'analisi strategica e l'analisi della società target; a queste seguono la negoziazione dei termini dell'accordo di fusione, la chiusura dell'accordo e l'integrazione post M&A⁶.

Nell'analisi strategica la società acquirente/incorporante esamina i propri punti di forza e di debolezza (cd *S.W.O.T: Analysis*), definisce la propria strategia di crescita e identifica le sinergie realizzabili attraverso l'operazione⁷.

Sulla base delle valutazioni strategiche posso essere attivati dei primi contatti informali con i possibili target al fine verificare l'esistenza di intese di massima che possono anche portare alla sottoscrizione di una lettera d'intenti (cd "*memorandum of understanding*"): "documento riservato tra le parti che non prevede obblighi vincolanti ma sancisce una linea comune d'azione prestabilita"⁸.

Completata l'analisi strategica vengono presi in esame la struttura patrimoniale, finanziaria, il valore economico e la posizione competitiva della società target.

Analizzando la posizione competitiva si pone l'attenzione sul ruolo che ha l'azienda sul mercato, in particolare, sui segmenti di clienti serviti e sul valore dato da questi ultimi al marchio⁹.

Successivamente, è fondamentale analizzare la struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa target.

Quindi, diventano oggetto della valutazione tutti gli *asset* (tangibili e intangibili) e le fonti di finanziamento (capitale proprio e debito) dell'azienda in questione.

Le attività su cui viene rivolta maggior attenzione sono gli impianti, le tecnologie e i brevetti.

⁴ Codice civile, Art. 2501-ter, "*Il Progetto di fusione*", 2018.

⁵ Gian Franco Campobasso, "*Manuale di Diritto Commerciale*", 2017.

⁶ Bergamin-Braun, "*M&A, Integration and transformation as the Gateway to Success*", 2017.

⁷ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, "*Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*", 1998.

⁸ Torrente-Schlesinger, "*Manuale di Diritto Privato*", 2017; Il Sole 24 Ore, "*Memorandum d'intesa*", Sez. Parole Chiave, 2016.

⁹ Kotler-Keller-Ancarani-Costabile, "*Marketing Management*", XV Edizione, 2017.

Le società sono molto interessate a questi aspetti poiché consentono il raggiungimento di economie di scala, attraverso l'integrazione e la delocalizzazione della produzione, e un maggior grado di innovazione grazie alle nuove tecnologie acquisite.

In questa fase viene determinato il valore economico dell'azienda target.

Questa valutazione può avvenire attraverso metodi diversi: i più usati per queste operazioni sono il metodo reddituale, il metodo delle società comparabili e i metodi basati sui multipli¹⁰.

Il metodo reddituale consiste nell'attualizzare i flussi di cassa futuri di un'azienda ad un tasso che tenga conto del rischio dell'attività (cd "*Discounted Cash Flow*").

Viene anche utilizzata come modalità di valutazione la comparazione con società simili: questa è di facile applicazione per valutare le società non quotate¹¹; è il metodo meno accurato tra i tre poiché è soggetto ad una certa approssimazione in quanto è difficile trovare sul mercato un'azienda perfettamente speculare a quella oggetto della valutazione.

Al contrario, i metodi basati sui multipli, insieme ai metodi reddituali, sono quelli maggiormente utilizzati: essi sono usati "per stimare indirettamente il saggio atteso di crescita dei risultati contabili (utili e dividendi) e il rischio insito nei risultati attesi"¹².

Ad esempio, viene spesso preso in considerazione il rapporto Prezzo/Utili (P/Ut) come rapporto tra il valore dei titoli scambiati sul mercato e gli utili conseguiti dall'azienda.

Successivamente a queste fasi di mera analisi si apre la vera e propria negoziazione dell'operazione, la quale ha come scopo la determinazione del prezzo dell'operazione, delle modalità di pagamento e delle garanzie.

Nel determinare il prezzo le parti stabiliscono il valore dell'operazione usando le rispettive analisi e tenendo conto anche delle sinergie realizzabili.

Successivamente, viene scelta la modalità di pagamento che dipende fundamentalmente dagli interessi delle parti.

Nel caso in cui il target sia una società quotata di cui si vuole acquisire la partecipazione di maggioranza, la società acquirente è obbligata a presentare un'offerta pubblica di acquisto (OPA): questo nel caso in cui intenda pagarla in denaro.

In alternativa può essere pagata anche "per carta", offrendo in cambio azioni proprie (cd OPS, offerta pubblica di scambio): in questo caso viene negoziato il rapporto di concambio a cui devono essere scambiate le azioni.

Nel caso di operazioni tra aziende di dimensioni simili, in cui non è possibile distinguere l'acquirente e l'acquisito si procede alla cd "*merger of equals*" (fusione alla pari).

¹⁰ Giovanni Savioli, "*Le operazioni di gestione straordinaria*", 2020.

¹¹ Luigi Guatri, "*Trattato sulla valutazione delle aziende*", 1998.

¹² Luigi Guatri, Mauro Bini, "*I moltiplicatori nella valutazione delle aziende: (1) Principi e linee guida professionali*", 2003.

Sia l'OPA che l'OPS possono essere classificate in "amichevole" o "ostile": viene definita amichevole quando il Consiglio di Amministrazione della società target è favorevole all'operazione, mentre, nel caso questo sia contrario, essa viene definita ostile¹³.

Esempi recenti di operazioni rilevanti avvenute sul mercato sono state la fusione FCA-PSA (amichevole) e l'acquisizione di banca UBI da parte di Banca INTESA (ostile).

Riguardo le garanzie fornite dalle aziende, esse possono essere di qualunque tipo e possono riguardare qualunque aspetto operativo o finanziario: vengono esplicitate nel contratto di cessione o, nel caso di fusioni, possono essere inserite nei patti parasociali (accordi tra i soci per regolare gli impegni e le garanzie reciproche).

L'integrazione può essere realizzata anche attraverso altre modalità meno invasive come, ad esempio, gli accordi di collaborazione (cd *Partnership* o *Joint Venture*), che a differenza di quanto avviene con le operazioni di fusione o acquisizione, incidono solo limitatamente sulla *governance* delle società partecipanti in quanto non ne modificano in modo strutturale la proprietà azionaria¹⁴.

Questo tipo di operazioni, avendo un perimetro limitato risultano normalmente più facili da realizzare e sono meno costose dei tradizionali processi di fusione e acquisizione, ma possono avere degli svantaggi insiti nella loro natura intrinseca: possono essere reversibili e comportano normalmente alti costi per il coordinamento tra le parti che non sempre le sinergie e le innovazioni prodotte dall'accordo riescono a ripagare.

Inoltre, le società, continuando ad operare come entità distinte, sono soggette ognuna alla rispettiva *governance*, le quali possiedono entrambe obiettivi ulteriori a quelli dell'accordo.

Per gli investitori ciò è fonte d'incertezza nel lungo periodo poiché al termine dell'accordo le società continueranno ad operare separate.

Al contrario, essi apprezzano di più le M&A poiché garantiscono attraverso la creazione di un'unica entità una maggiore coesione sugli obiettivi da perseguire nel lungo termine.

Alla base di ogni operazione di integrazione c'è una strategia di creazione di valore, cioè c'è la convinzione sia possibile valorizzare in modo migliore le aziende coinvolte.

Per tale motivo, nonostante queste operazioni possano essere realizzate in modalità differenti sia sotto il profilo giuridico che della *governance*, queste operazioni vengono frequentemente accomunate e rappresentate con l'acronimo "M&A".

¹³ Brealy-Myers, "Principi di finanza aziendale", VIII Edizione, 2020.

¹⁴ Richard S. Markovits, "Chapter 15 Joint Ventures and Other Types of Functionally-Analogous Collaborative Arrangements", in: "Economics and the Interpretation and Application of U.S. and E.U. Antitrust Law", 2014.

1.2 Le tipologie di M&A

Le operazioni di M&A vengono classificate secondo i confini geografici dell'operazione e le attività svolte delle società partecipanti.

Secondo i confini geografici queste operazioni sono distinte in “*domestic M&A*” e “*cross-border M&A*” (o M&A transnazionali).

Le M&A domestiche avvengono tra società con sede nello stesso paese.

Un esempio di domestic M&A è rappresentato dalla fusione avvenuta nel primo trimestre del 2020 tra la finanziaria Cofide, società holding di proprietà della famiglia De Benedetti, ed il Gruppo CIR¹⁵: entrambe le società hanno sede in Italia.

Invece, le M&A *Cross Border* sono operazioni che coinvolgono società presenti legalmente ed economicamente in paesi differenti.

Un esempio di questa operazione è rappresentato dal Gruppo Campari che ha rilevato per il 100% del capitale del distributore francese Baron Philippe de Rothschild France Distribution (fusione *cross border* per incorporazione)¹⁶.

Gli obiettivi principali di queste operazioni sono la concentrazione di alcune fasi della catena produttiva in paesi esteri (cd delocalizzazione), come ad esempio la Cina, dove il costo della manodopera e dei materiali è inferiore, e il raggiungimento di nuovi mercati dove vendere i propri prodotti (strategia di internazionalizzazione).

Questo tipo di operazioni è divenuto sempre più frequente a causa della globalizzazione e della concentrazione dei mercati, ormai caratterizzati principalmente da player di grandi dimensioni operanti a livello internazionale.

Pertanto, negli ultimi anni vi sono sempre più imprese transnazionali operanti in paesi diversi a volte con vere e proprie divisioni internazionali autonome amministrativamente ed economicamente¹⁷.

Invece, la seconda tipologia classifica le operazioni di M&A come orizzontali, verticali e conglomerali.

Le M&A *orizzontali* avvengono “tra società operanti in industrie simili che possono essere più o meno diretti rivali”¹⁸.

I vantaggi principali di questo tipo di operazioni sono la diversificazione dei brand, l'ampliamento della clientela servita e il miglioramento della propria posizione competitiva (si elimina un possibile concorrente).

¹⁵ KPMG, “*Rapporto-MA-fusioni-acquisizioni-Q1-2020*”, 2020.

¹⁶ KPMG, “*Rapporto-MA-fusioni-acquisizioni-Q1-2020*”, 2020.

¹⁷ Richard L. Daft, “*Organizzazione Aziendale*”, 2017.

¹⁸ Corporate Finance Institute, “*What are Mergers & Acquisitions (M&A)?*”, 2021.

Le M&A orizzontali sono molto frequenti in quasi tutti i settori: alcuni degli esempi più recenti sono l'acquisizione di Versace da parte del gruppo Michael Kors (settore del lusso) e la fusione tra la francese Essilor e l'italiana Luxottica (settore Eyewear), avvenute entrambe nel 2018¹⁹.

Al contrario, vengono definite M&A *verticali* “quelle operazioni che coinvolgono l'azienda e i suoi fornitori o un'impresa cliente”: a monte, integrando parte della *supply chain*, o a valle, verso il consumatore finale²⁰.

Queste operazioni interessano soprattutto quei settori in cui la catena produttiva è molto ampia e articolata come nell'*automotive*, in cui i grandi gruppi spesso scelgono di assorbire i propri fornitori per raggiungere economie d'integrazione e garantire maggior coordinamento nella produzione.

Processi d'integrazione verticale possono avvenire anche nel *consumer market* se un attore della filiera decide di integrare la catena distributiva.

Un esempio di ciò è rappresentato dall'acquisizione da parte di Amazon della catena distributiva Whole Foods nel 2017: i clienti possono acquistare prodotti Whole Foods come i “365 Everyday Value®” su Amazon, e i prodotti Echo e Alexa di Amazon possono essere acquistati anche nei cento negozi Whole Foods dove è possibile ritirare o restituire pacchi Amazon nei cd “Amazon Lockers”²¹.

Infine, si definiscono *conglomerati* “quelle operazioni che coinvolgono aziende operanti in settori non correlati”²².

Un esempio è dato dall'acquisizione del network americano NBC da parte di General Electric, produttore di motori, aerei e dispositivi elettronici.

¹⁹ Versace.com, Sez. Company Profile; EssilorLuxottica.com, “Essilor and Delfin successfully complete the combination of Essilor and Luxottica by creating EssilorLuxottica, a global leader in the eyecare and eyewear industry”, Press release, 2018.

²⁰ Corporate Finance Institute, “What are Mergers & Acquisitions (M&A)?”, 2021; Brealy-Myers, “Principi di finanza aziendale”, VIII Edizione, 2020.

²¹ Ir.aboutamazon.com, “2017 Annual Report”, Amazon, 2018.

²² Brealy-Myers, “Principi di finanza aziendale”, VIII Edizione, 2020.

1.3 Vantaggi e rischi delle M&A

Le operazioni di M&A permettono la creazione di valore per le società partecipanti.

Secondo l'economia classica per creazione di valore s'intende la possibilità per gli azionisti di ottenere un profitto attraverso l'attività d'impresa²³.

I profitti sono rappresentati dal risultato di esercizio, visibile alla fine dell'anno in bilancio.

Se il margine ottenuto dalla differenza tra costi e ricavi è positivo si ottiene l'utile d'esercizio (si crea valore per gli azionisti).

In caso contrario si ha una perdita d'esercizio e si distrugge valore: viene eroso il capitale fornito dagli azionisti per l'attività d'impresa²⁴.

In ogni caso, la creazione di valore non è immediata, ma avviene in tempi e modalità diverse.

Nell'economia moderna, la creazione del valore passa anche attraverso i mercati finanziari dove le imprese si rivolgono per raccogliere capitale e vengono negoziate le proprie azioni.

Le operazioni di M&A hanno un impatto rilevante sui mercati finanziari e sulla formazione dei prezzi in quanto sono in grado di influenzare le aspettative degli investitori in tre momenti distinti: all'annuncio dell'operazione (ex ante), al suo completamento e alla fine degli esercizi successivi (ex post).

L'annuncio dell'operazione ha un forte effetto sul prezzo del titolo delle società partecipanti poiché gli investitori cominciano a metabolizzare nelle proprie aspettative gli effetti attesi dall'operazione.

Questo processo dipende dalle informazioni fornite dalle aziende attraverso i vari annunci e dalle valutazioni personali dei singoli.

Se l'operazione viene valutata positivamente il prezzo dei titoli aumenta, incorporando le attese di maggiori utili futuri, e gli azionisti vedono da subito crescere il valore delle proprie azioni.

Chi beneficia maggiormente dell'operazione da subito già nella fase iniziale sono gli azionisti delle società acquisite (o *target*) poiché “ricevono in media un premio del 20% in caso di fusione “amichevole”, e del 35% in caso di scalata ostile”, mentre il titolo delle società acquirenti/incorporanti aumenta di meno nella fase iniziale (intorno al 2-3% per le fusioni e al 3-5% per le acquisizioni)²⁵.

È possibile calcolare questi rendimenti “anomali” nel giorno della data dell'annuncio dell'operazione, definito giorno 0.

²³ Ennio De Simone, “*Storia economica*”, V Edizione, 2018.

²⁴ Fiori-Tiscini, “*Economia aziendale*”, II Edizione, 2017.

²⁵ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, “*Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*”, 1998.

Il rendimento anomalo giornaliero è costituito dal residuo di una regressione del rendimento del titolo su un indice di mercato:

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it}^{26}$$

In cui:

R_{it} = rendimento totale sull'azione i – esima nel giorno t .

a_i, b_i = l'intercetta e il coefficiente angolare di una regressione lineare di R_{it} su R_{mt} per un periodo di riferimento (diverso da quello di stima dell'equazione).

R_{mt} = il rendimento totale di un indice rappresentativo dell'intero mercato.

e_{it} = il rendimento anomalo.

Attraverso questa equazione è possibile ottenere una stima del rendimento anomalo della società in un dato giorno, dopo aver eliminato l'andamento generale del mercato. Il residuo rappresentato dal rendimento anomalo sarebbe uguale a zero se per la società non si fosse verificato un fatto specifico, nel nostro caso, l'annuncio dell'operazione²⁷.

All'annuncio dell'operazione fa seguito poi la realizzazione della stessa che va a modificare il sottostante prezzo dei titoli negoziati sul mercato: di fatto ci si trova di fronte ad un nuovo titolo (che può essere quello della società incorporante oppure della società di nuova costituzione) a cui verranno attribuiti i risultati futuri del nuovo soggetto economico.

Nella fase iniziale il prezzo del titolo continua a riflettere le aspettative degli investitori che si potranno poi modificare nel tempo in funzione dei risultati progressivamente conseguiti, rimanendo sempre soggetto a variazioni durante tutta la vita dell'impresa.

Quindi, il prezzo delle azioni svolge un ruolo fondamentale, poiché sintetizza le aspettative di crescita e anticipa i risultati delle performance future, ancora sconosciuti al momento dell'operazione²⁸.

Tecnicamente, il prezzo del titolo di una società si forma sul mercato attraverso l'attualizzazione dei cash flow futuri, ottenuta con il Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*)²⁹.

Ottenere il tasso a cui attualizzare i flussi non è complicato per gli investitori, per loro risulta molto più arduo stimare il valore dei flussi stessi.

Normalmente, questa stima avviene confrontando i dati storici della società in questione con le opportunità di crescita del settore e della società stessa.

Per le società presenti da tempo sul mercato non è difficile poiché vi sono numerosi dati storici e analisi da poter mettere a confronto.

²⁶ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, *“Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione”*, 1998.

²⁷ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, *“Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione”*, 1998.

²⁸ Giovanni Savioli, *“Le operazioni di gestione straordinaria”*, 2020.

²⁹ Bloomberg Market Concepts, *“Equities”*, 2021.

Nel caso di operazioni di M&A l'analisi dei *cash flow* futuri non è immediata poiché le società coinvolte hanno sempre operato separatamente e i risultati storici precedenti delle singole non tengono conto delle sinergie realizzabili con l'operazione.

Gli effetti delle sinergie si traducono nella possibilità della società incorporante/acquirente di incrementare i ricavi, diminuire i costi, ridurre il carico fiscale, ridurre il costo del capitale e sfruttare temporanee opportunità d'investimento sul mercato azionario.

Secondo il manuale di finanza Dallochio-Salvi le sinergie di ricavo derivano dalla possibilità che l'unione delle due imprese abbia come risultato:

- L'aumento del potere di mercato e la riduzione del numero di concorrenti; l'aumento della quota di mercato può migliorare "la capacità dell'azienda d'imporre sul mercato i prezzi dei propri beni e di sfruttare le eventuali rendite legate alla posizione competitiva acquisita". Nella realtà ciò non accade indiscriminatamente poiché le Autorità nazionali garanti della concorrenza e del mercato impongono limiti al grado di concentrazione dei settori per mantenere un livello minimo di competizione.
- Il miglioramento della capacità competitiva dell'azienda acquirente/incorporante favorendo l'ingresso in settori nuovi o correlati con la possibilità di servire anche segmenti di clienti in precedenza trascurati.
- Una funzione marketing più strutturata in grado di promuovere campagne pubblicitarie più efficaci, una rete distributiva evoluta e un portafoglio prodotti più equilibrato³⁰.

Dal lato delle sinergie di costo, la concentrazione tra imprese può condurre a miglioramenti dell'efficienza. In particolare, è possibile:

- Sfruttare appieno le economie di scala nelle attività operative attraverso l'ottimizzazione della capacità produttiva che consente la riduzione dei costi medi di produzione a fronte di un maggior numero di unità prodotte: sono molto frequenti nelle fusioni orizzontali.
- Raggiungere economie d'integrazione verticale, "migliorando il coordinamento tra le varie fasi della filiera produttiva" (cd "*supply chain*") e la condivisione delle migliori tecnologie di processo a monte e a valle della produzione.
- Favorire il rinnovo del management, soprattutto quando vi è inerzia o eccessiva resistenza "ai cambiamenti di tecnologia o nuove condizioni di mercato"³¹.

Il terzo beneficio ottenibile attraverso le M&A riguarda "la riduzione del carico fiscale sostenuto dalla società risultante".

Questo può derivare da tre fattispecie:

- La deducibilità delle perdite fiscali riportabili dall'impresa acquisita; una società potrebbe decidere di acquisirne un'altra che ha risultati negativi per sfruttare la

³⁰ Dallochio-Salvi, "*Finanza d'azienda*", 2004.

³¹ Dallochio-Salvi, "*Finanza d'azienda*", 2004.

deducibilità fiscale derivante dalle perdite fiscali di quest'ultima. Nel sistema fiscale italiano è possibile dedurre le perdite delle società acquisite dagli utili dei cinque esercizi successivi all'operazione. Per evitare il diffondersi del commercio delle cd "bare fiscali" (società non operative con rilevanti perdite pregresse), l'attuale disciplina ha disposto che "per portare a nuovo le perdite pregresse delle partecipanti occorre dimostrare la "vitalità" della società acquisita che ha subito le perdite".

- Il maggior utilizzo del debito; se la crescita esterna ha come risultato una maggiore diversificazione e un minore rischio operativo, la probabilità di *default* della risultante tende a diminuire mentre "aumenta la capacità d'indebitamento e la possibilità di poter beneficiare della deducibilità degli interessi passivi (cd scudi fiscali)"³².
- La rivalutazione dei beni iscritti in bilancio a seguito dell'operazione. Per l'autorità fiscale, le operazioni di M&A sono considerate "neutrali": non sono tassati gli eventuali avanzi e disavanzi di fusione; quindi, la società risultante potrà allocare il disavanzo ai beni presenti in bilancio rivalutandoli. In questo caso il valore fiscale di un *asset* differisce dal suo valore civilistico, divenuto più alto, e si avrà, di conseguenza, "una disallineamento tra l'ammortamento fiscale e quello civilistico".

Il fisco consente di mantenere il valore fiscale pregresso al netto della rivalutazione contabile ma in alcuni casi ha consentito di ottenere il riconoscimento fiscale di tali plusvalori attraverso l'applicazione di imposte sostitutive di favore (cd affrancamento). In questo caso, la nuova società è incentivata ad optare per l'affrancamento fiscale poiché ottiene la possibilità di dedurre quote maggiori di ammortamento o minori oneri fiscali in caso di successivi trasferimenti³³.

Attraverso le operazioni di M&A è inoltre possibile ridurre il costo del capitale aumentando il ricorso alla leva finanziaria che modifica la struttura del costo medio ponderato del capitale (WACC)³⁴.

Attraverso l'M&A è, inoltre, possibile cogliere le opportunità d'investimento che si vengono temporaneamente a creare sui mercati azionari nel caso di volatilità dei prezzi. Se il prezzo a cui vengono scambiati i titoli azionari dell'azienda *target* è inferiore al loro valore contabile, l'acquirente può decidere di acquistare comunque le azioni della società ove ritenga che in futuro il mercato possa correggere tali valutazioni³⁵.

³² Dallochio-Salvi, "Finanza d'azienda", 2004.

³³ Corso di Revisione, Deontologia e Tecnica Professionale, "Riallineamento: aspetti fiscali", 2021.

³⁴ Dallochio-Salvi, "Finanza d'azienda", 2004.

³⁵ Dallochio-Salvi, "Finanza d'azienda", 2004.

Il valore di queste sinergie non è conoscibile a priori ma verrà osservato nei bilanci degli esercizi successivi e la loro completa realizzazione avviene normalmente in un'ottica di medio-lungo periodo, in genere almeno tre anni³⁶.

È comunque importante definire la natura delle sinergie a priori e darne un valore indicativo a priori ma solo il tempo consentirà di apprezzare se vi sia stata o meno la creazione di valore.

Nella realtà, cogliere questo maggior valore non è affatto semplice e, pertanto, molte di queste operazioni richiedono tempi lunghi di esecuzione con la possibilità che la creazione di valore non si concretizzi.

Infatti, le operazioni di M&A comportano anche dei rischi.

Il successo delle operazioni è influenzato in modo rilevante sia da fattori esogeni quali lo stato di salute dell'economia, dalla legislazione del paese in cui si opera, dalla regolazione dei mercati finanziari, sia da fattori endogeni quali l'effettiva capacità di procedere nell'integrazione delle aziende post-operazione.

È importante per le società tenere conto dello stato generale dell'economia e del settore.

Nei momenti di crisi economica o addirittura di recessione gli azionisti solitamente tendono ad essere più avversi al rischio e quindi richiedono un ritorno sul capitale più alto che nei periodi di crescita: diventa più complicato portare a compimento le trattative e, quindi, il numero di operazioni di M&A che si chiudono con esito positivo si riduce³⁷.

Anche il quadro normativo gioca un ruolo fondamentale nelle M&A e nella loro valutazione.

Alcuni studi mostrano che vi sono volumi maggiori di operazioni di M&A in paesi dove gli azionisti sono maggiormente tutelati³⁸.

Una minor tutela degli azionisti rappresenta un rischio per gli azionisti: di conseguenza, essi richiederanno un ritorno maggiore sul loro capitale investito.

Un altro rischio per le operazioni di M&A è rappresentato dalla regolamentazione dei mercati finanziari. Un'eccessiva regolamentazione fa sì che molte operazioni di M&A non vengano perfezionate a causa dei limiti imposti sui processi di concentrazione dall'autorità Antitrust³⁹.

Una crescente deregolamentazione dei mercati facilita il perfezionamento delle operazioni alimentando un'ondata considerevole di M&A dovuta, però, spesso più all'ottimismo del mercato che a vere e proprie opportunità di crescita⁴⁰.

Di conseguenza molte di queste operazioni, seppur perfezionate, hanno vita breve e finiscono per distruggere più valore di quanto ne avrebbero "ottimisticamente" creato.

³⁶ Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, *"Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione"*, 1998.

³⁷ Giovanna Mariani, *"M&A and value creation: a swot analysis"*, 2017.

³⁸ Feito-Ruiz, Menendez-Requejo, *"Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments"*, International Review of Law and Economics, 2011.

³⁹ Giovanna Mariani, *"M&A and value creation: a swot analysis"*, 2017.

⁴⁰ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, E. Beccalli, *"Istituzioni e mercati finanziari"*, IX Edizione, 2019.

Tutte le operazioni di M&A, anche in presenza di periodi di crescita economica e di contenuta regolazione dei mercati finanziari rimangono comunque esposte al rischio endogeno di esecuzione: la mancata integrazione delle società partecipanti.

Molte operazioni di M&A, che sembrano convenienti economicamente, si rivelano infruttuose poiché “i manager non sono in grado di gestire la complessa fase d’integrazione fra le due imprese”⁴¹.

L’attore principale in questo processo è il management che deve curare il processo d’integrazione, mettendo in atto azioni quali, politiche comuni di gestione e retribuzione del personale idonea a favorire la formazione di una nuova cultura organizzativa e aziendale comune ed accettata da entrambe le partecipanti⁴².

Gli amministratori delle società devono essere i promotori del cambiamento: nel loro ruolo devono incentivare le occasioni di confronto, team-up e coordinamento tra le diverse unità aziendali e trasmettere questo desiderio anche ai livelli inferiori.

Infine, le M&A possono creare valore sia per gli azionisti, ma non necessariamente per l’economia, poiché, l’eventuale creazione di posizioni di monopolio, potrebbero rivelarsi dannose per il mercato.

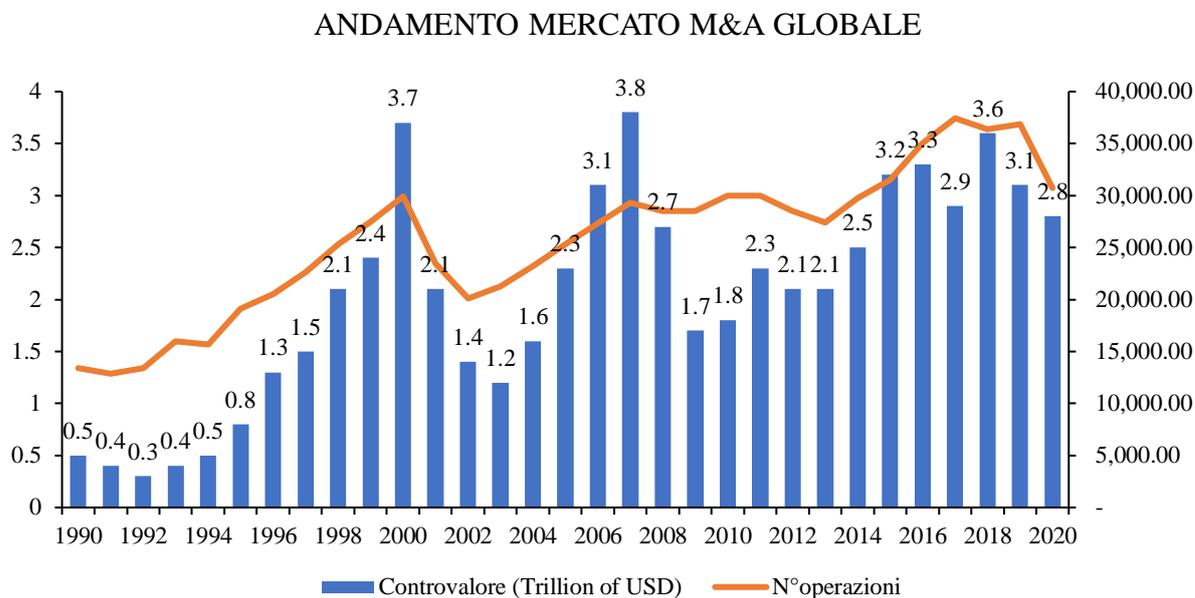
La corretta gestione di tutti i fattori di rischio rimane un aspetto rilevante al fine di poter cogliere appieno gli effetti positivi delle operazioni di M&A e la creazione di valore.

⁴¹ Brealy-Myers, “*Principi di finanza aziendale*”, VIII Edizione, 2020.

⁴² Richard L. Daft, “*Organizzazione Aziendale*”, XI Edizione, 2017.

1.4 Il mercato M&A globale, negli USA e in EU: andamento storico e valutazioni

L'andamento delle operazioni di M&A a livello globale evidenzia un trend crescente negli ultimi trent'anni, con la presenza di alcuni "picchi" (cd onde), alimentati dalle bolle speculative che hanno caratterizzato i mercati finanziari.



Fonte: KPMG, Rapporto Merger & Acquisitions 2019; S&P Global Market Intelligence, Global M&A by the numbers: 2020 Recap.

Il picco di operazioni effettuate nel 2000 è da mettere in relazione allo sviluppo di un settore completamente nuovo, legato a internet ed ai new media (cd dot.com), il quale raggiunse valutazioni e multipli elevatissimi per le società del settore: valori sicuramente "drogati" e scollegati da qualsiasi fondamentale economico⁴³.

Nel 2000 le operazioni di M&A hanno raggiunto un controvalore di circa 3.700 miliardi di USD (*United States Dollars*) con circa 30 mila operazioni concluse su scala mondiale e un valore unitario medio di circa 125 milioni di USD per operazione.

Negli anni successivi, con lo sgonfiamento della bolla delle dot.com e il ridimensionamento delle valutazioni legate ai settori high-tech, il mercato M&A si è contratto sensibilmente fino a raggiungere nel 2003 il livello più basso degli ultimi 30 anni, con solo 1.200 miliardi di USD di controvalore e circa 21 mila operazioni di M&A realizzate globalmente (con un valore medio per operazione di 58 milioni di USD).

⁴³ Tamburi Investment Partners S.p.A., "Prezzi e valori: L'enterprise value nell'era digitale", 2017.

Dopo il 2003 vi è stato un recupero progressivo delle attività di M&A, che ha portato nel 2007 ad un nuovo picco con 3.800 miliardi di USD di controvalore e oltre 29 mila operazioni concluse a livello globale e un valore medio di 130 milioni per operazione.

In questo caso a guidare il rialzo è stata la crescita generale dell'economia mondiale, in parte "drogata" dall'eccesso di credito erogato dal sistema bancario; questo trend, alimentato anche dalle operazioni di cartolarizzazioni, le quali nascondevano o trasferivano *asset* di natura tossica, ha prodotto un picco analogo ai livelli del 2000.

La crisi finanziaria del 2008 (alimentata dalla crisi dei "subprime") ha determinato un brusco crollo del mercato del M&A mondiale che nel periodo del 2008-2009 di fatto si è dimezzato in termini di controvalore delle operazioni, fino a toccare nel 2009 i 1.700 miliardi di USD (con un valore medio per operazione di circa 60 milioni di USD)⁴⁴.

I numerosi interventi di ricapitalizzazione e di ristrutturazione societarie a seguito della crisi finanziaria, sostenuti anche dai numerose iniziative pubblici degli stati, hanno comunque sostenuto il numero di operazioni di M&A.

Il crollo nei controvalori è stato determinato in particolare dal venir meno di operazioni di importo rilevante, spesso finanziate con un ampio ricorso al debito.

Negli anni successivi alla crisi finanziaria del 2008 l'attività di M&A è tornata progressivamente a crescere raggiungendo nel 2017 il numero record di 37.437 operazioni a livello globale (+31,3% rispetto al 2009 e +6,9% rispetto al 2016).

Nello stesso arco temporale il controvalore di tali operazioni è anch'esso cresciuto considerevolmente, raggiungendo nel 2018 circa i 3.600 miliardi di USD, il livello più alto di controvalore a livello globale degli ultimi dodici anni.

A trainare i valori del 2018 sono stati in particolare il *Consumer Market* (costituito, oltre che dai tradizionali prodotti di consumo, anche dal *retail* e dai comparti tessile, *food & beverage*, farmaceutico, *leisure*, turistico ed alberghiero) e il settore delle *Telecommunications Media & Technology (TM&T)*: con un totale di circa 1.600 miliardi di USD di controvalore generato (pari al 46% del totale).

In particolare, nel Consumer Market sono state realizzate 12.019 nuove operazioni, mentre nel TM&T 8.558 per un controvalore maggiore rispetto al numero di operazioni (+40% di controvalore per singola operazione rispetto al Consumer).⁴⁵

La crescita generale dell'economia mondiale ha sostenuto una progressiva crescita del numero di operazioni di M&A, con dei rallentamenti solo temporanei nei periodi di crisi dovuti alle tensioni finanziarie a cui hanno seguito recuperi nei periodi successivi, anche grazie agli interventi a sostegno dell'economia delle banche centrali (FED e BCE).

⁴⁴ Tamburi Investment Partners S.P.A., "Prezzi e valori: L'enterprise value nell'era digitale", 2017.

⁴⁵ KPMG, "Rapporto M&A 2018", 2019.

Nell'ultimo decennio la riduzione progressiva del costo del denaro e le ingenti iniezioni di liquidità per stimolare lo sviluppo dell'economia hanno dato un forte impulso all'M&A. Solo con il diffondersi dell'epidemia da Covid-19 il mercato delle M&A ha sperimentato una leggera contrazione rispetto agli ultimi cinque anni, ritornando quasi ai livelli del 2014.

In particolare, il 2020 è stato un anno che ha visto prima il declino e poi il rimbalzo dell'attività di fusione e acquisizione.

Nel primo trimestre dell'anno (i primi mesi di diffusione della pandemia) vi sono state 8.818 operazioni (-8% rispetto al Q1 2019). Il secondo trimestre, in cui si è verificata la prima fase acuta della pandemia, è stato quello con i risultati peggiori: un totale di 5.958 operazioni realizzate a fronte delle 9.003 dell'anno precedente (-34% rispetto al Q2 del 2019).

Successivamente il mercato delle M&A ha sperimentato una debole ripresa con 7.351 operazioni realizzate nel terzo trimestre (+18% rispetto al Q1), ma sono state comunque inferiori rispetto alle 9.265 del terzo trimestre dell'anno precedente.

L'ultimo trimestre del 2020, pur in presenza di una seconda ondata globale della pandemia, ha mantenuto i segnali della ripresa, raggiungendo le 8.595 operazioni⁴⁶.

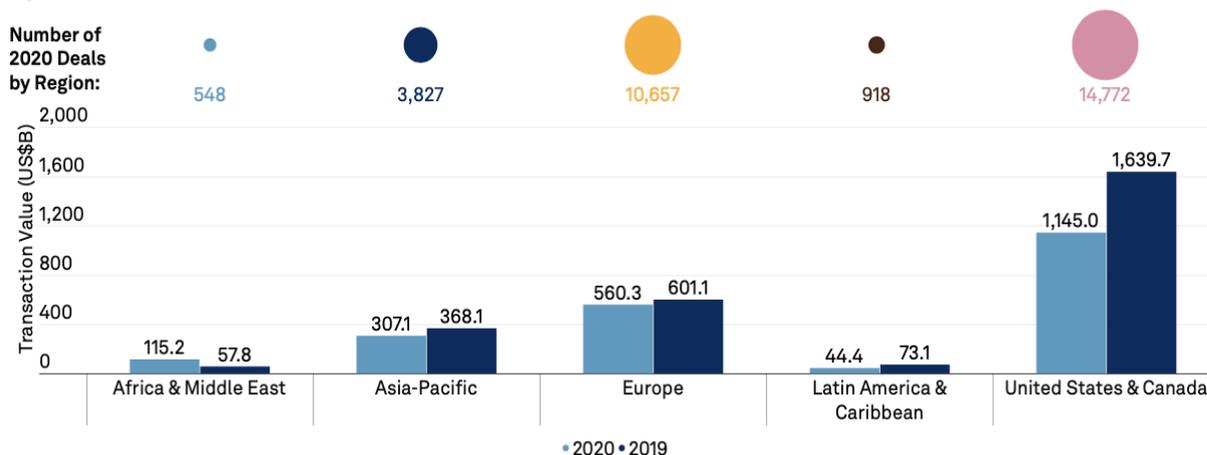
Il numero totale di operazioni è stato di 30.722 per un controvalore di 2.800 miliardi di USD.

L'attività di M&A si è concentrata soprattutto in Nord America e in Europa, rispettivamente per il 52 e il 35 per cento del numero di operazioni.

Stati Uniti e Canada detengono il controvalore più alto di tutte le transazioni (1.600 miliardi di dollari), seguono l'Europa con 600 miliardi e l'Asia con 368 miliardi⁴⁷.

2020 Regional M&A Activity Year-over-Year Comparison

By Transaction Value (\$B) and Number of Deals



Fonte: S&P Global Market Intelligence, *Global M&A by the numbers: 2020 Recap*

⁴⁶ S&P Global Market Intelligence, “*Global M&A by the numbers: 2020 Recap*”, 2021.

⁴⁷ S&P Global Market Intelligence, “*Global M&A by the numbers: 2020 Recap*”, 2021.

È interessante notare che dall'analisi di S&P Market intelligence risulta un aumento nei controvalori delle operazioni per quasi tutti i macro-mercati, tranne l'Africa & Middle East. Ciò è desumibile anche dal raffronto tra il totale di operazioni di M&A e il rispettivo controvalore per gli anni 2019-2020: nel 2019 il controvalore medio è di 84 milioni, nel 2020 di 91 milioni.

Un altro elemento importante da analizzare è l'andamento storico delle valutazioni mediamente riconosciute nelle operazioni di M&A.

Il parametro che viene normalmente utilizzato è il multiplo EV/Ebitda (*Enterprise Value/Margine Operativo Lordo*); questo parametro, che rappresenta uno dei più diffusi parametri di valutazione di mercato, consente di disporre infatti di dati sufficientemente omogenei e comparabili sia nel tempo che sui diversi mercati⁴⁸.

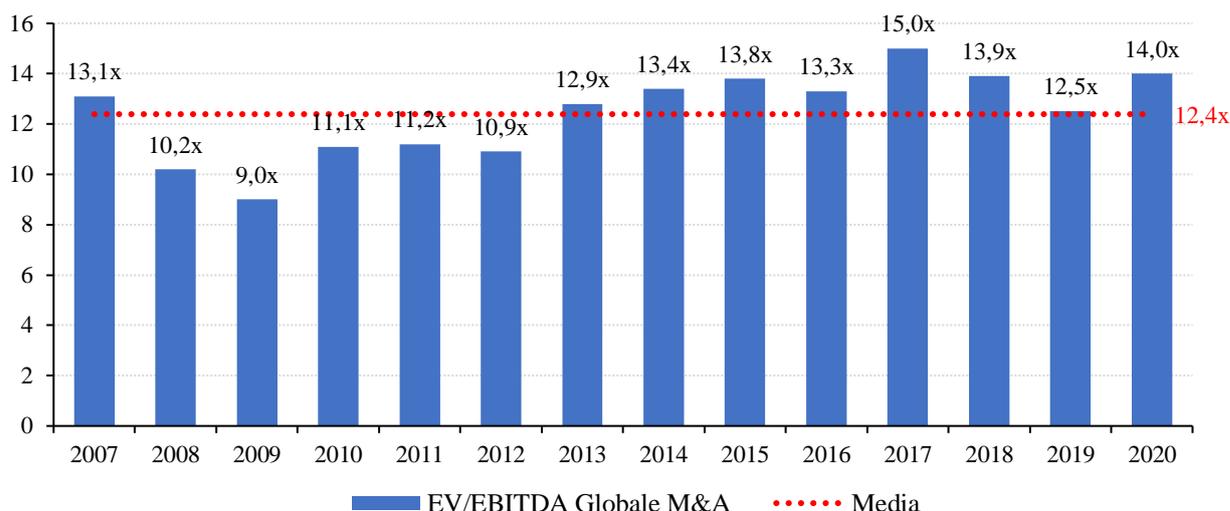
Infatti, sulla base dei dati disponibili, è stato possibile analizzare le valutazioni M&A, sia a livello globale sia a livello USA e Europa, focalizzandoci sull'arco temporale che va dal 2007, vigilia della crisi finanziari del 2008 fino ad oggi (circa 13 anni).

A livello globale è stato ricostruito l'andamento del multiplo medio EV/Ebitda prendendo come riferimento i dati estrapolati dai report annuali sulle M&A di Bain & Company.

Per l'Europa e l'America sono riportati i dati dei report annuali della società di *advisoring and data collecting* PitchBook.

Entrambi gli studi riportano l'andamento medio del multiplo EV/Ebitda prendendo come riferimento tutte le operazioni M&A di cui sono disponibili sufficienti informazioni in merito alla dimensione e i relativi controvalori/prezzi.

Mediana EV/Ebitda a livello globale M&A



Fonte: Bain & Company, *Global M&A Report 2021*.

⁴⁸ Tamburi Investment Partners S.P.A., "Prezzi e valori: L'enterprise value nell'era digitale", 2017.

Dall'analisi dell'evoluzione dei multipli medi del settore M&A a livello globale è possibile evidenziare i seguenti aspetti:

- il trend delle valutazioni presenta una buona correlazione sia con l'andamento dei cicli economici (PIL) sia con l'andamento dei mercati borsistici internazionali;
- nel periodo considerato il multiplo medio registrato a livello globale è pari a 12,4 volte rispetto a 14 volte dell'ultimo anno monitorato (2020);
- a eccezione del periodo 2008-2009, dove le valutazioni hanno risentito significativamente della crisi finanziaria internazionale, le valutazioni medie del settore M&A si sono attestate tra le 9,0 (minimo nel 2009) e le 15 volte (massimo nel 2017) senza mostrare anomalie particolari in valore assoluto e a livello di andamento;
- dalla crisi finanziaria del 2008-2009 i multipli medi sono in progressiva crescita e stabilizzazione (intorno alle 14 volte), anche durante il periodo del Covid-19.

Si può quindi affermare, sulla base delle valutazioni medie espresse dal mercato M&A globale, che i multipli M&A recenti a livello globale evidenziano un generale trend di crescita che si è stabilizzato negli ultimi anni su valori superiori alla media di periodo, indice di una progressiva riduzione della volatilità.

È comunque importante fare un focus particolare sui presupposti delle attuali valutazioni espresse dal mercato M&A a fronte della pandemia globale.

La pandemia ha messo a dura prova l'economia mondiale e, pertanto, sarebbe stato naturale attendersi una flessione delle valutazioni come già emerso a seguito della crisi finanziaria globale del 2008, quando i multipli degli accordi erano diminuiti di circa il 30% dal picco del 2007. Invece, i dati di fine 2020 evidenziano un andamento opposto.

A livello globale, il multiplo EV/EBITDA ha raggiunto le 14 volte rispetto alle 13 dell'anno precedente sostenuto da settori in forte crescita, come il settore della tecnologia e delle telecomunicazioni, e dal farmaceutico, dove i multipli sono aumentati considerevolmente⁴⁹.

Un altro fattore che ha sostenuto le valutazioni è rappresentato dalle misure di sostegno economico messe in atto dai governi e delle banche centrali.

Nel complesso, la maggior parte dei governi ha scelto di sostenere le famiglie e le imprese attraverso la crescita dei deficit pubblici che hanno raggiunto livelli più alti di quelli registrati a seguito della crisi finanziaria del 2008: 5% del Pil in Francia), 12% del Pil negli USA e 10,8% del Pil in Italia⁵⁰.

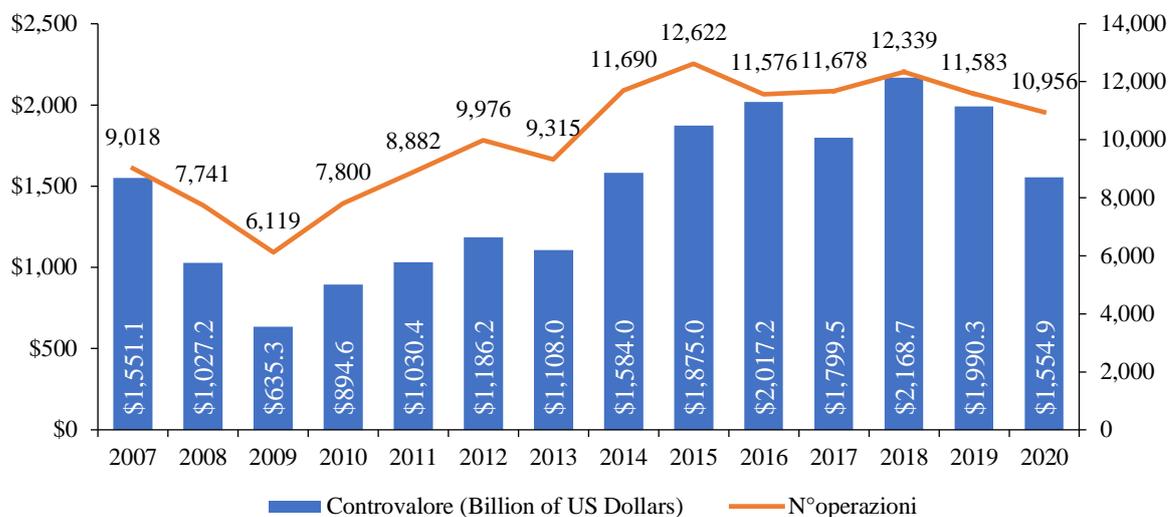
Al contempo, le Banche centrali hanno mantenuto bassi i tassi d'interesse, facilitando l'accesso al credito per imprese e famiglie, e hanno compiuto vere e proprie operazioni di mercato aperto per sostenere il debito pubblico degli stati.

⁴⁹ Statista, "Average EV/EBITDA multiples in the technology & telecommunications sector worldwide from 2019 to 2021, by industry", Statista, 2021.

⁵⁰ Bain & Company, "Global M&A Report 2021", 2021.

L'impatto a lungo termine di questi stimoli non è chiaro, anche se rimane tra gli investitori un pacato ottimismo come confermato da un sondaggio svolto da Bain & Company e le aspettative sono per una crescita delle attività di M&A nel 2021⁵¹.

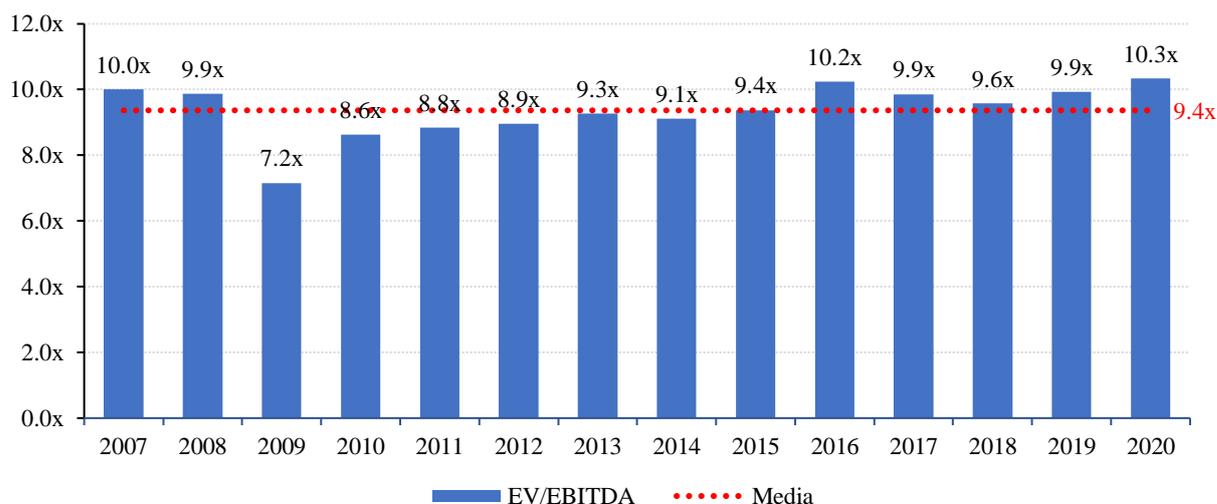
Andamento Mercato M&A statunitense



Fonte: PitchBook, 2020 Annual North America M&A Report

Analizzando l'andamento del mercato M&A nel Nord America, dove si concentra circa il 50% delle operazioni, si rileva un andamento coerente e sostanzialmente allineato rispetto a quanto già evidenziato a livello globale sia in termini di volumi che di valutazioni (di seguito viene riportato l'andamento dei multipli EV/Ebitda registrati nel mercato statunitense per il periodo dal 2008 al 2020).

Multipli EV/Ebitda delle operazioni di M&A in Nord America

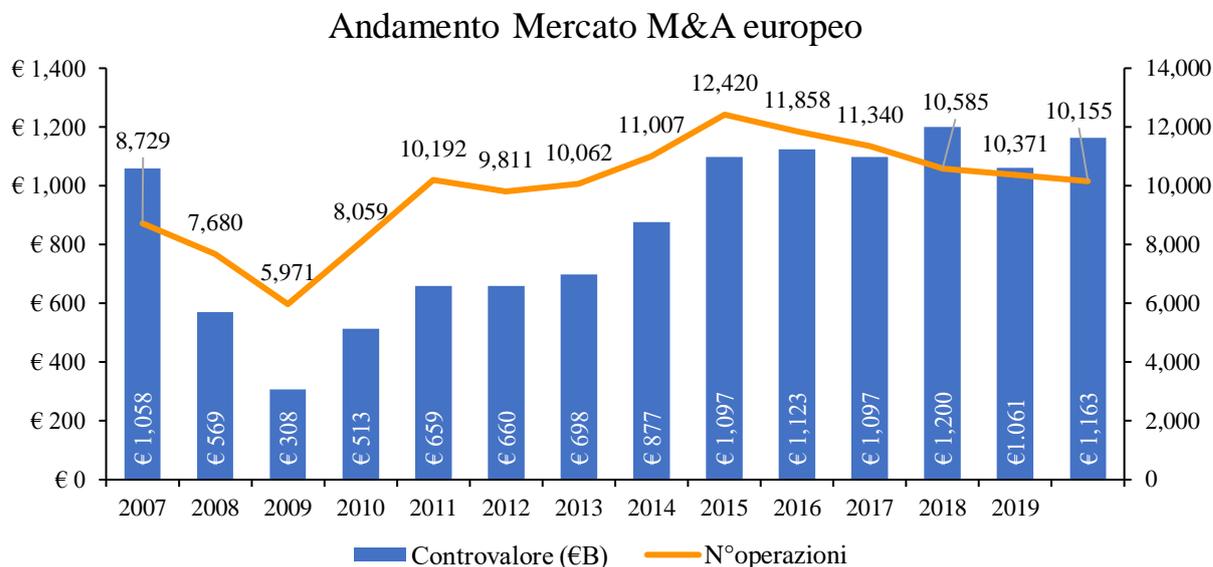


Fonte: PitchBook, 2020 Annual North America M&A Report

⁵¹ Bain & Company, "Global M&A Report 2021", 2021.

Per quanto riguarda l'Europa, che ha affrontato nel secondo trimestre del 2020 (cd Q2) la peggior crisi economica dai tempi della Grande Depressione⁵², l'andamento dell'attività di M&A è stato sorprendentemente positivo.

Per il quinto anno consecutivo, il valore delle transazioni ha superato la soglia dei 1.000 miliardi di euro, con un volume delle transazioni inferiore solo del 2,1% a quello del 2019.



Fonte: PitchBook, 2020 Annual European M&A Report.

Il Covid-19 ha avuto un forte impatto nella prima metà dell'anno mentre nel secondo semestre, la fiducia degli investitori è aumentata rapidamente.

L'intensa attività nel *mid-market* (operazioni con valore tra i 250 e 500 milioni di euro) e nei *mega-deal* (+ 2% dal 2019), ha aiutato a superare la soglia dei 1.000 miliardi di euro di controvalore delle operazioni.

In un contesto generale di contrazione del Pil europeo le operazioni di M&A hanno rappresentato l'unica strategia di crescita per le aziende.

Nel 2020, il 21,9% del volume delle operazioni europee di M&A proviene dal settore tecnologico. Il processo di digitalizzazione è stato "accelerato" dal Covid-19, dato che le aziende hanno avuto la necessità di ampliare le vendite on line e l'utilizzo dello *smart-working*⁵³.

Quando nel terzo trimestre (cd Q3) la pandemia si è stabilizzata, l'economia europea è ripartita e i *dealmaker* hanno ripreso a contrattare regolari accordi di M&A sul mercato.

Nel quarto trimestre (cd Q4), il volume di M&A ha anche raggiunto il suo più alto livello trimestrale che risaliva al primo trimestre del 2017.

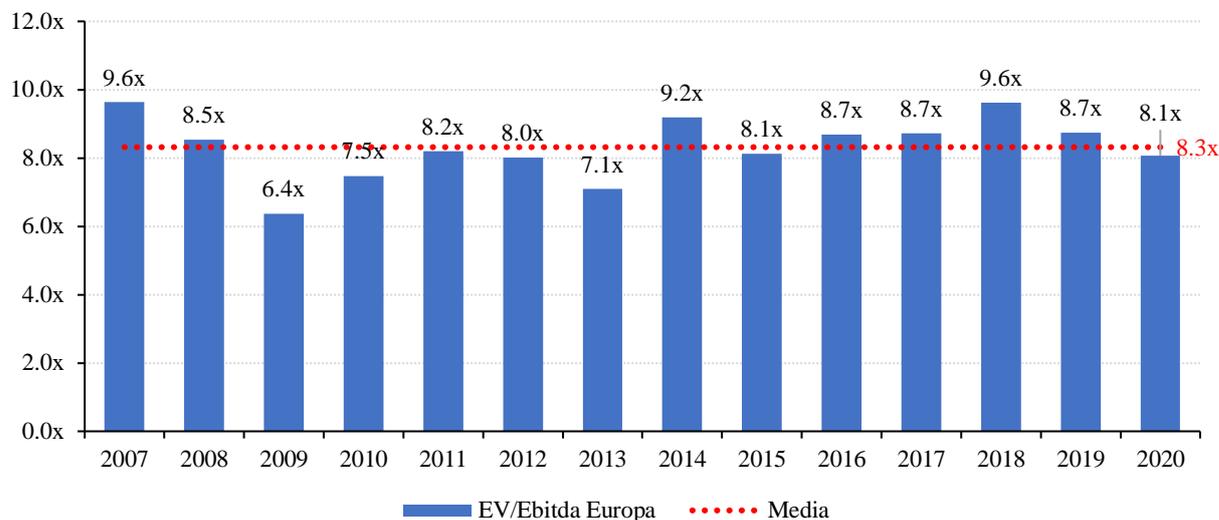
⁵² Martin Arnold & Alexander Vladkov, "Covid Vaccine Rollout Fuels Hopes of Record Eurozone Growth in 2021", Financial Times, 2020.

⁵³ PitchBook, "2020 Annual European M&A Report", 2021.

In questo periodo il PIL europeo è ricominciato a crescere (+12,7%), spingendo l'attività di M&A quasi al suo livello pre-pandemia⁵⁴.

Si riporta di seguito l'andamento dei multipli EV/Ebitda registrato nelle operazioni di M&A in Europa dal 2008 al 2020.

Multipli EV/Ebitda delle operazioni di M&A in Europa



Fonte: Pitchbook, 2020 Annual European M&A Report

Le valutazioni espresse a livello europeo sono risultate sostanzialmente stabili, con un rapporto medio EV/Ebitda di 8,3x anche se l'andamento di tali valori è stato piuttosto volatile, variando da un minimo di 6,4x ad un massimo di 9,6x, per poi ridiscendere a 8,1x nel 2020.

Da un punto di vista di trend di lungo periodo l'andamento delle valutazioni del mercato M&A europeo ha seguito un trend coerente al numero di operazioni M&A realizzate. Anche in questo caso vi è una chiara correlazione con l'andamento della crescita economica mostrata a livello internazionale.

Le medie dei multipli si sono attestate mediamente su livelli inferiori rispetto a quelle americane lungo tutto l'arco temporale analizzato.

Questo *gap* può essere posto in relazione al minore livello di crescita economica registrato in Europa rispetto agli USA, nonché alla prevalenza in Europa di operazioni *mid-market* rispetto ad operazioni di dimensione rilevanti, le quali presentano valutazioni mediamente più elevate anche a condizioni di mercato più favorevoli per questo tipo di società (tassi d'interesse praticati, condizioni di *financing*, accesso al mercato dei capitali e/o al mercato borsistico)⁵⁵.

⁵⁴ Martin Arnold & Valentina Romei, "Eurozone Economic Rebound Leaves Output Below Pre-Pandemic Levels", Financial Times, 2020.

⁵⁵ Tamburi Investemnt Partners S.P.A., "Prezzi e valori: L'enterprise value nell'era digitale", 2017.

In particolare, la crisi del 2012-2013, la quale è stata principalmente a carattere europeo, ha avuto ripercussioni minori sul mercato americano e, nel 2020, le valutazioni sono state inferiori sia in Europa che negli Stati Uniti a causa dell'incertezza nella previsione dei flussi di cassa futuri a causa di interruzioni significative delle attività⁵⁶.

⁵⁶ PitchBook, “2020 Annual European M&A Report”, 2021.

CAPITOLO 2: Le operazioni di M&A nel settore automotive

2.1 La storia del settore

Le prime fabbriche di automobili sono nate alla fine del diciannovesimo secolo in Europa e negli Stati Uniti e producevano automobili che erano molto costose in quanto prodotte con metodi artigianali: veniva costruita una vettura alla volta.

L'automobile era quindi un bene di lusso che solo le persone più abbienti potevano permettersi. Dopo questa fase proto-industriale vi sono state tre fasi principali nell'evoluzione dell'industria automobilistica: la produzione in serie, l'ampliamento della gamma e la produzione snella.

Negli anni 20 Ford ha utilizzato per la prima volta la produzione "in serie". In questo modello l'auto scorreva lungo una linea di assemblaggio, definita "in movimento" proprio perché intorno ad essa i lavoratori svolgevano le operazioni meccanicamente e in sequenza⁵⁷.

Attraverso lo sfruttamento delle economie di scala (utilizzo ottimizzato degli impianti) e di esperienza (alta specializzazione) è stato possibile ridurre sostanzialmente i costi di produzione delle autovetture e renderle appetibili per una più ampia base di clientela.

La Ford T, prodotta in un unico modello, veniva venduta anche agli operai dell'azienda sia grazie ai costi contenuti che agli alti salari che gli venivano riconosciuti (cd fordismo).

La svolta successiva del settore si è avuta quando General Motors (GM) ha, per la prima volta, deciso di segmentare il mercato ampliando la gamma di autoveicoli offerti.

La segmentazione è avvenuta secondo il potere d'acquisto della clientela: la società offriva tre auto diverse per tre diversi tipi di consumatori: un'auto di lusso dalle elevate prestazioni e caratteristiche per i clienti più abbienti (Cadillac), una per la classe media (Pontiac) e una per la massa (Chevrolet)⁵⁸.

Nasce, infatti, per la prima volta il concetto di "utilitaria".

L'auto, quindi, da bene esclusivamente di lusso diventa un oggetto di uso quotidiano.

Ciò è stato possibile grazie ad un nuovo sistema produttivo dove il lavoro nelle linee si era semplificato e i componenti delle automobili erano diventati intercambiabili.

Inoltre, la stessa casa automobilistica GM, produceva anche la componentistica che poi utilizzava per tutte le proprie autovetture⁵⁹.

Risalgono a questa fase le prime operazioni di fusione e acquisizione che hanno portato alla creazione anche in Europa e Asia di grandi gruppi automobilistici, come la Volkswagen, la Toyota, Renault e Fiat.

⁵⁷ Giorgio Pelicelli, *"Le strategie competitive nel settore auto"*, 2019.

⁵⁸ Giorgio Pelicelli, *"Le strategie competitive nel settore auto"*, 2019.

⁵⁹ Giorgio Pelicelli, *"Le strategie competitive nel settore auto"*, 2019.

Questa impostazione è andata avanti per tutti gli anni 50, fino a quando non ha ceduto il passo ad una nuova strategia che nasceva dall'esigenza di rendere la produzione più snella e ridurre le giacenze di magazzino sia di componenti che di prodotti finiti.

La casa giapponese Toyota è stata il principale fautore della cd "*lean production*" una produzione correlata alla domanda di mercato, caratterizzata dalla scomparsa dei magazzini, da volumi produttivi inferiori e da operazioni di montaggio più articolate.

Il principio cardine della *lean production* è il cd metodo "just in time": i diversi componenti arrivavano sulla linea di assemblaggio solamente poco prima dell'installazione sul veicolo e per un numero adeguato alla reale richiesta del mercato⁶⁰.

Il risultato di questo nuovo modello di produzione è stato la riduzione dell'intervallo di tempo tra l'ordine e la consegna del prodotto al cliente.

A seguito delle crisi petrolifere degli anni 80 anche gli altri grandi gruppi automobilistici hanno adottato questo sistema di produzione con l'intento di abbassare i costi di produzione, "a favore di un maggior frazionamento dell'offerta"⁶¹.

Perdeva centralità il principio della produzione di massa e lo sfruttamento di economie di scala attraverso volumi consistenti di prodotti e diventava prioritario investire nell'innovazione del prodotto "mirando a migliorare consumi, sicurezza, abitabilità, oltre che linea e immagine, dei vari modelli offerti"⁶².

È in questa fase che l'elettronica cominciava a diventare una componente fondamentale dei veicoli e ciò ha portato le case automobilistiche ad investire in ricerca e sviluppo di nuovi sistemi e componenti.

Un'ulteriore forte spinta all'innovazione è stata data anche dalla crescente sensibilità dei consumatori verso l'ambiente.

Infatti, tutti i costruttori stanno investendo in veicoli sostenibili (auto elettriche ed ibride) e ad altri trend propri di questo campo (auto connesse e guida autonoma).

Questo processo evolutivo ha spinto, a partire dagli anni 2000, tutti i maggiori gruppi automobilistici a realizzare operazioni di M&A e Joint-Venture al fine di affrontare gli alti costi degli impianti e l'innovazione continua di prodotto.

⁶⁰ Giorgio Pelicelli, "*Le strategie competitive nel settore auto*", 2019.

⁶¹ Donatella Biffignandi, "*Il Contributo italiano alla storia del Pensiero*", Tecnica, Treccani, 2013.

⁶² Donatella Biffignandi, "*Il Contributo italiano alla storia del Pensiero*", Tecnica, Treccani, 2013.

2.2 La struttura competitiva e i trend

Con il termine “*automotive*” si fa normalmente riferimento a tutto quanto è legato alla produzione e vendita degli “autoveicoli”, ovvero, tutte le autovetture adibite al trasporto di persone o al trasporto di merci⁶³.

All’interno del settore le imprese e le attività produttive sono organizzate in fasi “secondo una logica di filiera”: a monte vi è l’approvvigionamento di materie prime, seguito dalle “prime attività di lavorazione e trasformazione fino all’assemblaggio dei semilavorati e l’ottenimento dei prodotti finali (assemblaggio e produzione di veicoli)”⁶⁴.

Questi stadi rappresentano la “fase industriale” della produzione degli autoveicoli a cui si affiancano i servizi di *engineering* e *design* che operano tra le lavorazioni intermedie e finali.

A valle della produzione si colloca poi la filiera distributiva che è presidiata dalle aziende operanti nel commercio all’ingrosso e al dettaglio di autoveicoli, i venditori di ricambi, le aziende di manutenzione e le società di noleggio e *leasing*.

Le imprese si collocano “nelle diverse fasi della filiera in funzione della propria attività prevalente” (Codice ATECO 2007). Ciò non vieta che le stesse possano operare in attività diverse lungo la filiera: ad esempio, i grandi gruppi automobilistici solitamente operano anche nella produzione della componentistica attraverso società controllate collegate⁶⁵.

Ad esempio, il gruppo FCA, che ha come attività prevalente la produzione di autovetture, operava fino a poco tempo fa nel settore della componentistica attraverso la società Magneti Marelli prima della sua cessione del 2019.

La filiera si divide in due parti: la filiera “*core*” e quella “*non core*”.

La parte *core* è “direttamente specializzata nella produzione di autoveicoli e legata alla domanda di questi ultimi”: ne fanno parte le case automobilistiche (cd “*Original Equipment Manufacturers*”, OEMs) e i fornitori (cd “*Tiers*”)⁶⁶.

Il settore degli OEMs si caratterizza oggi per la presenza di un numero limitato di grandi gruppi con una elevata capacità produttiva, distribuita in più continenti, e proprietari di diversi di marchi.

Il gruppo automobilistico più grande al mondo è il Gruppo Volkswagen con 9.3 milioni di veicoli venduti nel 2020 (-15,2% rispetto al 2019 a causa del Covid-19), un fatturato di oltre €222.9 miliardi (-11,9%) ed un utile netto di 10 miliardi⁶⁷.

⁶³ Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016.

⁶⁴ Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016.

⁶⁵ Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016.

⁶⁶ Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016

⁶⁷ Volkswagengroup.com, “*Annual report 2020*”, 2021.

Questo conta oltre 131 impianti produttivi in tutto il mondo, con oltre 660 mila dipendenti, e possiede numerosi marchi quali Audi, Bugatti, Bentley, Lamborghini, Porsche, Seat, Skoda e Volkswagen.

Il Gruppo Toyota è il secondo maggior costruttore a livello globale degli ultimi cinque anni ma è il primo nel 2020 con 9,5 milioni veicoli venduti (-10,5% rispetto al 2019). Nell'ultimo anno ha avuto un fatturato di circa \$275 miliardi, un utile netto di 14,6 miliardi e impiega oltre 365 mila dipendenti⁶⁸.

Oltre al marchio Toyota la società possiede i marchi Lexus e Daihatsu.

Tra tutti i gruppi è quello che ha risentito di meno della pandemia avendo ormai da anni puntato sulle motorizzazioni ibride, e nell'ultimo anno, pur avendo dimensioni minori, ha superato il gruppo Volkswagen per produzione, vendite e valore creato.

Il terzo gruppo per importanza è il gruppo Renault-Nissan che nel 2020 ha venduto circa 8 milioni di veicoli per 108 miliardi di ricavi, a fronte però di una perdita operativa di 1,8 miliardi di USD⁶⁹.

L'alleanza tra Nissan e Renault è stata realizzata attraverso uno scambio incrociato di partecipazioni e la messa in comune delle piattaforme produttive e della *supply chain*: essa interessa i marchi Renault, Nissan, Dacia, Renault Samsung, Alpine, Lada e Infinity.

Il quarto gruppo, General Motors (GM), rappresenta il più grande produttore di auto statunitense ed è stato per molto tempo al vertice dei grandi gruppi: nel 2020 ha prodotto circa 6,5 milioni di autovetture con un fatturato di 122 miliardi (-10% rispetto al 2019) e quasi 400 stabilimenti in tutto il mondo⁷⁰.

Il gruppo ha tra i suoi marchi più famosi GMC, Cadillac, Chevrolet e Buick.

Al quinto posto, si colloca il Gruppo Stellantis con 6 milioni di autovetture vendute, nato dalla recente fusione tra FCA e PSA, che sorpassa lo Hyundai Motor Group, proprietario dei marchi Hyundai, Kia e Genesis (vendite per circa 4 milioni di autovetture)⁷¹. Il gruppo è presente sia in Europa che negli stati Uniti.

Vi sono poi altri gruppi di dimensioni rilevanti quali Ford, Honda, Daimler e BMW a cui si aggiungono altri operatori del mercato asiatico, in particolare cinesi, che stanno crescendo rapidamente anche attraverso l'acquisto di operatori europei (es. la svedese Volvo è stata acquisita dal gruppo cinese Zhejiang Geely Holding Group Co Ltd).

⁶⁸ Finbox.com, “Toyota Motor Corporation Analysis: Definition of Net Income to Stockholders Margin”, 2021; Macrotrends, “Toyota Revenue 2006-2020 | TM”, 2021; Statista, “Automotive industry worldwide dossier”, 2021.

⁶⁹ Renaultgroup.com, “Groupe Renault: Consolidated Financial Statement 2020”, 2021; Henk Bekker, “2020 (Full Year) Global: Nissan Worldwide Car Sales, Production, and Exports”, Car Sales Statistics, 2021; Nissan-global.com, “Financial Results for the Nine Months Ended December 31”, 2020.

⁷⁰ Analisi Corporate, “General Motors Company: bilancio consolidato al 31 dicembre 2020”, 2021.

⁷¹ Hyundai.com, “Financial Highlights 2020”, Financial statement, Audit, 2021.

Oltre ai marchi appartenenti ai principali gruppi sono presenti sul mercato altre case automobilistiche che operano però solamente su specifiche “nicchie di mercato” come, ad esempio, Tesla e Ferrari.

Appartengono alla filiera *core* anche i fornitori (cd “*tier*”), che vengono normalmente divisi su tre livelli in base al livello di contatto con gli OEMs⁷².

I *tiers* 1 intrattengono le relazioni più dirette con le case automobilistiche, sono aziende di grandi dimensioni che offrono prodotti complessi, in grado di affiancare gli OEMs in ogni mercato in cui producono o vendono, e con una forte propensione all’innovazione.

Inoltre, svolgono una funzione di coordinamento lungo la filiera tra gli OEMs e gli altri *tiers*.

Uno dei fornitori di primo livello di maggior rilievo è la società tedesca Bosch.

L’azienda opera a livello globale con circa 400 mila dipendenti ed è un *key partner* nello sviluppo dell’industria tecnologica, dell’*Internet of Things* e delle auto connesse: solo nel 2020 ha ottenuto ricavi per 71, 5 miliardi (–8% RV 2019)⁷³.

I fornitori di secondo livello (cd “*tiers* 2”) sono specializzati nella progettazione e nella produzione di componenti specifiche, come sottosistemi e piattaforme, o di processi di lavorazione (stampaggio metalli o pressofusione)⁷⁴.

Rispetto ai *tiers* 1 svolgono attività meno complesse ma ad alto contenuto tecnologico.

I *tiers* 3 rappresentano l’ultimo livello nella catena dei fornitori e producono parti più standardizzate a basso contenuto tecnologico e ad un più basso valore aggiunto.

Infine, tutte le altre imprese che operano nel settore *automotive*, direttamente o indirettamente, nella fornitura di beni (ferramenta, fibre e pelli) e servizi non specifici (energia e logistica) appartengono alla filiera “non core”.

Oggi gli operatori del settore sono chiamati ad affrontare diverse sfide, in particolare sul tema dimensionale e sull’innovazione tecnologica.

I principali trend evolutivi del settore sono: l’evoluzione dei servizi di mobilità, l’elettrificazione, le auto connesse e la guida autonoma: queste quattro tendenze tecnologiche si rafforzeranno e si alimenteranno a vicenda nei prossimi anni.

L’evoluzione dei servizi di mobilità è oggi influenzata da una nuova visione basata non più sulla proprietà di un singolo veicolo, bensì sull’accesso ad un numero illimitato di veicoli utilizzabili da più persone per ogni necessità (cd “*mobility as a service*”).

Questo fenomeno viene anche conosciuto con il termine di “*car sharing*” e consiste nell’utilizzo a basso costo di autoveicoli di cui non si ha la proprietà.

⁷² Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016.

⁷³ Bosch.com, “*Bosch Annual Report 2020*”, 2021.

⁷⁴ Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 2016.

Le grandi città e le aree dense per popolazione sono i luoghi più adatti all'espansione di questi servizi, in particolare in Europa e in Nord America a seguito dei limitati spazi a disposizione e del declino delle vendite di veicoli privati⁷⁵.

Il servizio è offerto da società di *car-sharing* che offrono la possibilità di usufruire di un veicolo adatto ad ogni evenienza (cd "*all purpose vehicle*") a costi decisamente più bassi rispetto a quelli che un privato paga acquistando un nuovo veicolo a titolo personale: è la società ad occuparsi delle riparazioni dei veicoli, dei contratti di assicurazione etc.

In megalopoli come Londra e Shanghai, ad esempio, le tasse sulla congestione, la mancanza di parcheggi, gli ingorghi, ecc. rappresentano un costo non più sostenibile per molti utenti.

Quindi, la mobilità condivisa rappresenta una valida alternativa poiché permette di utilizzare il veicolo all'interno delle città solo quando è essenziale e senza costi aggiuntivi senza pagare tasse sulle emissioni legate alla proprietà del veicolo privato.

Al contrario, nelle zone rurali, dove la bassa densità crea una barriera alla scala, l'auto privata rimarrà realisticamente il mezzo di trasporto preferito, ma potrà essere oggetto di noleggio a lungo termine anziché di acquisto.

La tipologia di città diventerà così l'indicatore chiave del comportamento di mobilità e delle vendite di auto, sostituendo la tradizionale prospettiva regionale sul mercato della mobilità.

Il numero degli aderenti al *car-sharing* in Nord America ed Europa è cresciuto di oltre il 30% all'anno negli ultimi cinque anni⁷⁶ e in Italia vi sono ormai più di settemila veicoli condivisi, di cui il 20% sono elettrici, e più di due milioni di utenti iscritti al servizio⁷⁷.

Vi sono diversi player in questo segmento, alcuni sono emanazione di gruppi del settore *automotive*, come Car2Go (*joint venture* tra Daimler e BMW) o LeasysGo (riconducibile al gruppo FCA), ma ci sono anche iniziative promosse da operatori non del settore come ad esempio Enjoy, che è una società del gruppo Eni.

Il completo passaggio alla mobilità condivisa consentirà ai consumatori di utilizzare i veicoli per ogni necessità e porterà sulle strade nuovi veicoli "condivisi" specializzati per esigenze più specifiche.

Il secondo trend riguarda la mobilità elettrica dei veicoli (cd "*e-mobility*").

L'*e-mobility* consiste nello sviluppo di motori che utilizzano l'elettricità, piuttosto che i combustibili fossili, come principale fonte di energia. Essa non riguarda solo i veicoli elettrici (cd "*battery electric vehicle*", BEV), ma include anche i veicoli ibridi "*plug-in*" (cd "*Plug-in Hybrid Electric Vehicle*", PHEV) e i veicoli alimentati a idrogeno.

⁷⁵ McKinsey & Company, "*Automotive revolution—perspective towards 2030*", 2016.

⁷⁶ McKinsey & Company, "*Automotive revolution—perspective towards 2030*", 2016.

⁷⁷ Osservatorio Nazionale Sharing Mobility, "*Quarto rapporto nazionale sulla Sharing mobility*", 2020.

L'obiettivo principale è raggiungere la riduzione delle emissioni e il miglioramento dell'efficienza degli autoveicoli⁷⁸.

Con paesi e città di tutto il mondo che intraprendono azioni per ridurre le emissioni di gas di scarico e il rinnovato interesse dei consumatori per le tematiche ambientali, gli OEMs stanno sviluppando rapidamente soluzioni di *e-mobility* per soddisfare le richieste del mercato e delle normative.

In particolare, le architetture a “skateboard” dei veicoli elettrici (cd “*Electric Vehicle Architectures*” o Piattaforme EV) rimangono un punto chiave nell'industria automobilistica, poiché sono un fattore critico in termini di efficienza del *powertrain* del veicolo (ad esempio, l'autonomia per kilowattora) e di efficienza dei costi (vendere un EV ricavandone un profitto, e di utilizzare l'architettura per più modelli)⁷⁹.

L'architettura EV è formata da:

- Il motore elettrico, che converte l'energia elettrica del set di batterie in energia meccanica.
- L'azionamento del motore/inverter, che controlla velocità, coppia e direzione del motore elettrico.
- La porta di ricarica (insieme al connettore e al cavo), che permette di collegare il veicolo a una fonte di energia esterna (cioè, la rete) per caricare il suo pacco batterie.
- Il caricatore e il convertitore, che gestiscono l'alimentazione in entrata per caricare il set di batterie.
- Il set di batterie, dove viene immagazzinata l'energia necessaria per la propulsione del veicolo. A sua volta questo è composto da moduli, costituiti da celle. Il set comprende anche un sistema di gestione della batteria (BMS) che regola la tensione, la corrente e la temperatura.

Inoltre, i veicoli elettrici hanno diversi componenti elettronici come cavi e connettori ad alta tensione, che permettono all'energia di viaggiare attraverso tutto il veicolo.

Quasi tutti i veicoli elettrici condividono i componenti di cui sopra. Tuttavia, il modo in cui questi componenti prendono forma nell'architettura EV è un'importante fattore di differenziazione tra gli OEMs⁸⁰.

Tesla, ad esempio, ha costruito la propria piattaforma EV attraverso una strategia d'integrazione verticale. Dopo il lancio del suo primo veicolo (la Roadster del 2008, per la quale Tesla ha acquistato parti da diversi fornitori Tier 1 e aveva una *partnership* di ingegneria e produzione

⁷⁸ Tom Phillips, “*E-Mobility Trends 2019 - Where eMobility has come from and where it is going*”, Automotive IQ, 2019.

⁷⁹ Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 2020.

⁸⁰ Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 2020.

con Lotus Cars), Tesla ha progressivamente integrato più componenti della sua architettura EV e ha ampliato la sua produzione interna. Ad oggi la società ha fabbriche attive o in costruzione in California, Shanghai, Berlino e Texas⁸¹.

L'integrazione verticale ha permesso a Tesla di differenziare il proprio prodotto e ridurre i costi attraverso le economie di scala grazie alla possibilità di produrre congiuntamente su una stessa piattaforma veicoli come la Tesla Model 3 e Tesla Model Y.

Inoltre, la società controlla direttamente sia l'hardware che il software dei propri veicoli attraverso aggiornamenti “*over the air*” (OTA) che permettono di apportare modifiche materiali al funzionamento dell'auto, di ottenere una maggiore efficienza e di migliorare continuamente la sua piattaforma EV, anche dopo la consegna dei suoi veicoli ai clienti.

Dopo il successo di Tesla anche gli altri OEMs hanno cercato di implementare le proprie architetture EV, sia attraverso operazioni di integrazione verticale (come fa Tesla), sia tramite *partnership* o *joint venture*.

Ad esempio, nel 2019, Toyota e Subaru hanno annunciato una *joint venture* per sviluppare una piattaforma dedicata ai BEV (“*battery electric vehicle*”) e un *suv* BEV, utilizzando la tecnologia AWD di Subaru e la tecnologia di elettrificazione di Toyota⁸².

Il principale fattore di successo nei confronti del mercato dei consumatori è rappresentato dall'autonomia del veicolo. Per aumentare l'autonomia dei veicoli è necessario disporre di batterie più grandi, ma anche più costose, le quali rendono il veicolo più pesante, e quindi meno performante specialmente nelle applicazioni commerciali.

Quindi, massimizzare l'efficienza della batteria (quanti km un veicolo può percorrere per kWh) è un obiettivo fondamentale per le case automobilistiche al fine di rispettare le aspettative dei clienti in materia di autonomia e prezzo.

Una buona architettura EV può aiutare a massimizzare l'efficienza della batteria.

Una recente analisi Reuters mostra che finora gli OEMs hanno già speso più di 90 miliardi di dollari in batterie e veicoli elettrici: 19 miliardi negli Stati Uniti, 21 miliardi in Cina e 52 miliardi in Germania. Di fatto, il più grande investimento annunciato da un gruppo automobilistico è quello di Volkswagen AG, che prevede di investire 40 miliardi di dollari entro il 2030 per costruire versioni elettrificate dei suoi oltre 300 modelli globali⁸³.

In questo campo, nel 2019, Jaguar Land Rover (JLR) e BMW hanno annunciato la realizzazione di una *joint venture* per lo sviluppo di unità di guida elettrica (“*electric drive units*”, EDU) di prossima generazione per portare avanti le loro strategie di elettrificazione. Le EDU saranno

⁸¹ Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 2020.

⁸² Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles 2020.

⁸³ Anna Amarotti, “*The Rise of E-Mobility*”, Automotive IQ, 2018.

sviluppate da team di ingegneri JLR/BMW e prodotte da ciascun partner nei propri impianti di produzione⁸⁴.

Anche Honda e GM hanno annunciato che svilupperanno congiuntamente gli EV Honda di prossima generazione, alimentati dalle batterie Ultium di GM, e una piattaforma EV globale, e collaboreranno su una varietà di segmenti in Nord America (con piani per condividere piattaforme di veicoli comuni sia per gli EV che per i veicoli ICE)⁸⁵.

L'ultima sfida riguardante la mobilità elettrica riguarda le stazioni di ricarica dei veicoli, le quali sono ancora per la maggior parte private (circa 7 milioni) mentre le stazioni pubbliche di ricarica sono ancora poco sviluppate (non superano 800 mila).

Un rapporto di Navigant Research prevede che verranno investiti 80 miliardi di dollari nello sviluppo dell'infrastruttura di ricarica fino al 2025⁸⁶.

I veicoli elettrificati diventeranno sempre più praticabili e competitivi, tuttavia, la velocità della loro adozione varierà fortemente a livello globale e sarà guidata dall'attrazione dei consumatori e la spinta normativa. Quindi, norme più rigorose sulle emissioni, minori costi delle batterie e la diffusione delle stazioni di ricarica saranno i driver principali per la penetrazione dei veicoli elettrificati nei prossimi anni⁸⁷.

Nel 2030, la quota di veicoli elettrificati potrebbe arrivare fino al 50% delle vendite di nuovi veicoli. Questa quota sarà più alta nelle città sviluppate e densamente popolate con rigide normative sulle emissioni e incentivi ai consumatori (agevolazioni fiscali, parcheggi speciali e privilegi di guida, prezzi scontati dell'elettricità, ecc.). Il diffondersi di questi veicoli sarà più lento nelle piccole città e nelle aree rurali con infrastrutture di ricarica di basso livello⁸⁸.

Attraverso continui miglioramenti nella tecnologia e nel costo delle batterie, queste differenze nel tempo scompariranno e si prevede che i veicoli elettrificati guadagneranno una quota di mercato sempre maggiore di quella dei veicoli a combustione termica.

Nonostante la crisi economica derivata dalla pandemia, nel 2020 lo stock globale di auto elettriche ha raggiunto la soglia dei 10 milioni, con un aumento del 43% rispetto al 2019.

I veicoli elettrici a batteria (*Battery Electric Vehicle* o BEV) hanno rappresentato due terzi delle nuove immatricolazioni di auto elettriche e due terzi dello stock nel 2020. La Cina ha conseguito il risultato più alto con oltre 4,5 milioni di auto elettriche, anche se nel 2020 l'Europa ha avuto il maggior tasso di crescita annuale raggiungendo i 3,2 milioni⁸⁹.

⁸⁴ Goldman Sachs Equity Research, "*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*", Global Automobiles, 2020.

⁸⁵ Goldman Sachs Equity Research, "*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*", Global Automobiles, 2020.

⁸⁶ Automotive IQ, "*The Rise of E-Mobility*", 2018.

⁸⁷ McKinsey & Company, "*Automotive revolution—perspective towards 2030*", 2016.

⁸⁸ McKinsey & Company, "*Automotive revolution—perspective towards 2030*", 2016.

⁸⁹ International Energy Agency, "*Global EV Outlook 2021 Accelerating ambitions despite the pandemic*", 2021.

Il mercato globale automobilistico è stato influenzato dagli effetti della pandemia Covid-19. In Europa, il mercato automobilistico si è contratto del 22%, tuttavia, le nuove immatricolazioni di auto elettriche sono più che raddoppiate, raggiungendo gli 1,4 milioni (10% delle vendite globali).

L'aumento delle immatricolazioni di auto elettriche (EV) in Europa, nonostante il crollo economico, deriva da due motivi principali:

- 1) Nel 2020 sono state limitate le emissioni di CO₂ dei veicoli fino ad un livello predeterminato.
- 2) I governi europei hanno promosso politiche per incentivare i consumatori ad acquistare veicoli elettrici.

Negli Stati Uniti il mercato automobilistico si è contratto del 23%: le immatricolazioni di auto elettriche sono diminuite ma meno del mercato complessivo. Nel 2020 sono state registrate 295.000 nuove auto elettriche, (BEV per il 78%), in calo rispetto alle 327.000 del 2019. La loro quota di vendita è stata quasi del 2%⁹⁰.

Il mercato automobilistico meno colpito dalla pandemia è stato quello cinese (-9% rispetto al 2019). In Cina le immatricolazioni di nuove auto elettriche sono state inferiori al mercato automobilistico complessivo nella prima metà del 2020.

Il terzo trend riguarda le auto connesse (cd "*connected cars*").

Ad oggi nel mondo sono connessi più di 76 milioni di veicoli, 1,4 milioni in Europa⁹¹.

Questo genere di veicoli incorpora una serie di sensori e sistemi che connettono l'automobile ad una rete chiamata "*Internet of Things*" (IoT o internet delle cose), nella quale i veicoli connessi scambiano informazioni e dati sulla viabilità, sulle condizioni metereologiche, sullo stato del veicolo e del software e sugli usi dei consumatori.

È un trend molto diffuso poiché risponde alla necessità sia dei consumatori di poter utilizzare sul proprio veicolo le applicazioni e i servizi IT dei propri smartphones sia delle case automobilistiche di ottenere un grande ammontare di dati direttamente dal veicolo attraverso la rete.

In questo modo, i consumatori sperimentano una "*guide experience*" migliore e le aziende possono modellare al meglio la propria offerta di autovetture secondo gli usi e le abitudini dei consumatori.

Tuttavia, ciò non sarebbe possibile senza l'infrastruttura a rete e in particolare senza i sistemi "*over the air*" (OVA), che permettono alla casa automobilistica di scambiare informazioni con il veicolo.

⁹⁰ International Energy Agency, "*Global EV Outlook 2021 Accelerating ambitions despite the pandemic*", 2021.

⁹¹ I. Wagner, "*Connected cars worldwide - statistics & facts*", Statista, 2020; I. Wagner, "*Connected cars in Europe - statistics & facts*", Statista, 2020.

In particolare, le auto connesse portano diversi vantaggi sia per le case che per i consumatori:

- 1) Permettono di vendere prodotti, caratteristiche o servizi direttamente al cliente.
- 2) Pubblicità su misura: consentono di sfruttare i dati dell'auto per fornire offerte individuali ai clienti.
- 3) La vendita di dati (cd “*big data*”) a terzi.
- 4) La riduzione dei costi di R&D e dei materiali grazie alla raccolta di dati direttamente dai veicoli sul campo.
- 5) La riduzione dei costi delle riparazioni per i clienti attraverso l’analisi dei modelli di utilizzo effettivi.
- 6) Il miglioramento della soddisfazione dei clienti grazie ad un miglior adattamento dei prodotti/servizi alle loro esigenze
- 7) Il miglioramento della sicurezza: il tempo di intervento sui veicoli viene ridotto attraverso avvisi in tempo reale sullo stato del veicolo.

Uno studio condotto da McKinsey & Company ha rivelato come i clienti siano più che interessati alle funzionalità abilitate ai dati che rendono la mobilità “più sicura, più conveniente o che fanno risparmiare loro tempo o denaro”. Tuttavia, al fine di sviluppare queste caratteristiche gli utenti devono essere disposti a condividere le proprie informazioni personali⁹².

L’unica fonte d’incertezza relativa a questo trend riguarda la sicurezza dei dati.

In particolare, per la connettività remota è necessario che ognuno degli OEMs investa e costruisca il proprio software su identità digitali, radici di fiducia, scambi di chiavi crittografiche e firma del codice e certificati.

Questi strumenti possono garantire la sicurezza dei dati da attacchi informatici che minerebbero l’intero sistema di scambio dei dati e, soprattutto, la fiducia dei consumatori.

Nel 2020, FCA e Hon Hai (società madre di Foxconn, assemblatore cinese di iPhone) hanno annunciato una *joint venture* alla pari per produrre veicoli elettrici e impegnarsi nel business dei veicoli connessi senza fili⁹³.

L’ultimo trend riguarda la guida autonoma.

Già da alcuni anni le case automobilistiche stanno investendo su sistemi di guida che non richiede alcun intervento del conducente, in particolare, nell’implementazione commerciale dei cd ADAS (“*advanced driver assistant systems*”), ma ad oggi non esiste sul mercato un autoveicolo completamente autonomo.

⁹² McKinsey Center for Future Mobility, “*Connectivity*”, 2021.

⁹³ Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 2020.

Ad esempio, nel 2018, Honda ha annunciato una partnership con Cruise e GM per finanziare e sviluppare un veicolo autonomo appositamente costruito per Cruise⁹⁴.

Anche il costruttore tedesco Daimler ha instaurato una *partnership* con Robert Bosch GmbH “per lo sviluppo di un sistema di guida autonoma modulare che possa essere montato su diversi tipi di veicoli”. Nel 2019, le società hanno sottoposto all’approvazione delle autorità tedesche un sistema di parcheggio a guida autonoma (cd “*automated valet parking*”). In questo stesso ambito, Daimler sta lavorando con BMW Group allo scopo di mettere sul mercato entro il 2024 auto a guida autonoma⁹⁵.

Gli ADAS sono veri e propri sistemi di assistenza stradale che aumentano la sicurezza alla guida attraverso l’utilizzo di telecamere e sensori.

Un esempio di ADAS è la frenata assistita: le telecamere e i sensori individuano un ostacolo davanti al veicolo e, prendendo il posto del guidatore, riducono la velocità o bloccando addirittura il veicolo.

In particolare, l’industria automobilistica si sta concentrando sull’implementazione degli ADAS nei veicoli semi-autonomi di livello L2+ (funzioni parzialmente o condizionatamente automatizzate) e L3 (veicolo completamente autonomo).

Questo processo è fondato sul cd “*deep learning*”, che, imitando l’attività dei neuroni, supporta alcune funzioni come il riconoscimento e la ricerca vocale, l’elaborazione delle immagini, il rilevamento del movimento e l’analisi dei dati⁹⁶.

Lavorando insieme queste funzioni aiutano i veicoli a riconoscere il traffico pedonale, gli altri veicoli, i segnali stradali, l’aderenza ai percorsi mappati e la risposta in tempo reale del traffico stradale.

In questo ambito i sensori si sono evoluti rapidamente per soddisfare le crescenti richieste di assistenza avanzata alla guida e le operazioni dei veicoli autonomi, tra cui radar, laser (“*Laser Imaging Detection and Ranging*”, *LIDaR*) e telecamere.

La sfida più grande rimane però sui costi. Questi autoveicoli richiedono tecnologie molto complesse e ad alte prestazioni come processori di fascia alta, acceleratori AI, GPU, suite di sensori e innumerevoli processi di verifica e validazione⁹⁷.

Di conseguenza aggiungere funzioni di supporto al guidatore ha tuttora un costo significativo, il che le rende ancora difficilmente acquistabili dal consumatore.

Quindi, non è ancora possibile adottare un modello di business adatto per questi veicoli.

⁹⁴ Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 2020.

⁹⁵ KPMG, “*Rapporto M&A 2019*”, 2020.

⁹⁶ Tom Phillips, “*Driving towards autonomy in passenger vehicles*”, Automotive IQ, 2019.

⁹⁷ Tom Phillips, “*Driving towards autonomy in passenger vehicles*”, Automotive IQ, 2019.

Inoltre, per i clienti vi è anche un problema legato alla sicurezza dei sistemi di questi veicoli, fondata su ottime prestazioni e al riparo da attacchi informatici.

Per commercializzare un veicolo completamente autonomo servirà sia un'ulteriore evoluzione tecnologica sia la completa accettazione da parte dei consumatori.

Però nel momento in cui il prodotto finale sarà accessibile, i veicoli autonomi rappresenteranno un valore aggiunto enorme per i consumatori.

Sicuramente, la guida autonoma spingerà anche le altre tendenze come l'elettrificazione e la guida condivisa verso un futuro dove la guida sarà autonoma, connessa, condivisa ed elettrica⁹⁸.

⁹⁸ Anna Amarotti, *"Chassis-In the age of autonomous"*, Automotive IQ, 2019.

2.3 Le M&A come strumento di creazione del valore: posizionamento competitivo, crescita dimensionale e diversificazione

L'industria automobilistica si caratterizza per la presenza di elevati investimenti in impianti e piattaforme per la produzione di automobili e componenti (cd "*capital intensive*") che impone ai costruttori la necessità di raggiungere quote di mercato adeguate a sostenerne gli ammortamenti.

Inoltre, la presenza di un'alta componente tecnologica richiede continui investimenti in ricerca e sviluppo i cui ritorni non sono immediati e incorporano un alto grado di rischiosità: le innovazioni tecnologiche non garantiscono alle aziende una posizione competitiva stabile nel lungo periodo poiché è necessario offrire sempre un prodotto all'avanguardia.

Ad oggi le società che operano nel settore stanno affrontando diverse criticità:

- 1) Vi è un'elevata pressione sui prezzi dei prodotti con volumi di produzione stagnanti in Europa e in diminuzione in Cina e USA, che riducono la capacità dei grandi gruppi di assorbire i costi fissi dell'industria attraverso (economie di scala imperfette).
- 2) Lo scandalo *dieselgate* ha peggiorato la situazione portando ad un ulteriore ribasso dei prezzi e ad un'accelerazione verso la mobilità elettrica.
- 3) La transizione verso la mobilità elettrica richiede tempi lunghi e ingenti investimenti, soprattutto perché "correlata alla presenza di piani di sviluppo delle infrastrutture per la ricarica elettrica e di incentivi pubblici" e ciò aumenta ancor di più la "*duration*" degli investimenti in R&D⁹⁹.
- 4) I margini operativi sono bassi: le società non profittevoli sono considerate più rischiose dal mercato e pertanto trovano difficoltà nella raccolta di risorse finanziarie adeguate sui mercati: l'incapacità di invertire questo trend negativo può portare al default della società con la chiusura degli impianti e alla perdita del know-how, con ripercussioni negative su tutti gli stakeholder (fornitori, dipendenti, ecc.), oltre che alla perdita di valore per gli azionisti.

In questo contesto le piattaforme modulari rappresentano la via migliore per produrre modelli anche di marche differenti a costi minori.

Gli investimenti per produrre queste piattaforme però sono molto elevati e solo pochi dei grandi gruppi automobilistici, come Volkswagen e Toyota, le hanno in dotazione.

Quindi, la necessità di raggiungere una dimensione ottimale per stare sul mercato ha portato molti gruppi, anche quelli storicamente focalizzati sulle auto di alta gamma, a porsi degli obiettivi in termini di crescita dimensionale al fine di sfruttare appieno le economie di scala e coprire i costi di R&D per lo sviluppo delle piattaforme: sia gli OEMs che i *tiers* stanno ricorrendo sempre più spesso a operazioni di consolidamento come fusioni o accordi di *joint*

⁹⁹ KPMG, "*Rapporto M&A 2019*", 2020.

venture per mettere in comune alcune attività come, ad esempio la *supply chain* (è il caso di Renault e Nissan) o le stesse piattaforme produttive (come nel caso di SEVEL, storica joint venture tra FCA e PSA per la realizzazione dei veicoli commerciali leggeri).

Gli accordi di collaborazione, avendo un perimetro limitato, risultano più facili da realizzare ma possono risultare meno efficaci perché reversibili e con alti costi di coordinamento; pertanto, alcuni operatori hanno preferito ricorrere a operazioni di fusione e acquisizione che hanno garantito in tempi brevi la risoluzione di queste problematiche.

I nuovi gruppi nati da queste integrazioni possono sfruttare nuove opportunità di crescita, i vantaggi della diversificazione dei marchi di autoveicoli e l'ampiamiento della posizione competitiva sui mercati serviti (in alcuni casi vi è proprio l'ingresso in un nuovo mercato).

In primo luogo, la crescita dimensionale permette alla casa automobilistica o al fornitore risultante di usufruire di sinergie di costo e di ricavo, rappresentate dalla condivisione di piattaforme industriali per la produzione di automobili e componenti, dall'integrazione delle funzioni produttive e dall'ottimizzazione degli elevati costi di ricerca e sviluppo.

Ad esempio, il gruppo Volkswagen utilizza ormai da diversi anni una piattaforma unificata (cd *Modularer Querbaukasten*) per tutti i modelli con motore trasversale prodotti da fabbriche diverse: essa permette alimentazioni di ogni tipo ed è stata utilizzata anche per produrre macchine ibride ed elettriche¹⁰⁰.

In questo modo ogni marchio Volkswagen ha la possibilità di produrre vetture totalmente diverse per stile, brand e tipologia.

È stato possibile sviluppare questa piattaforma nel tempo grazie alla grande dimensione raggiunta a seguito di numerose operazioni di M&A (tra cui l'acquisto del gruppo Seat e Skoda nel settore delle auto o di Scania, Man e Volvo nei veicoli industriali).

Le sinergie ottenibili, seppur abbiano un valore aleatorio nei primi anni, possono rappresentare un'importante fonte per lo sviluppo tecnologico futuro.

L'aumento della dimensione e l'integrazione dei processi produttivi permettono anche di ampliare il *know-how* aziendale e ottimizzare gli investimenti in R&D.

Infatti, la condivisione di idee e brevetti all'interno dello stesso gruppo permette di creare nuovi componenti o sistemi innovativi anche per modelli con caratteristiche diverse.

La maggioranza delle operazioni di M&A nel settore sono ormai di tipo *cross-border*;

l'azienda risultante, operando in più aree geografiche, può reagire meglio ai differenti cicli economici che si possono verificare su mercati diversi.

Inoltre, nel caso di coinvolgimento di società quotate in mercati differenti, la nuova realtà risultante può beneficiare del fatto di essere quotata su più borse dove raccogliere i mezzi

¹⁰⁰ Mario Cianflone, "Auto, nelle piattaforme vince la modularità. Il segreto di Marchionne si chiama «Small Wide»", Il Sole 24 Ore, 2017.

finanziari necessari per portare avanti l'attività d'impresa; in questo caso anche i prezzi formati su due mercati differenti consentono di avere una maggiore trasparenza sul valore economico sottostante, anche grazie alla funzione di arbitraggio che tende ad allinearli.

Inoltre, l'unione di due gruppi automobilistici permette l'ampiamiento del portafoglio di marchi di proprietà con cui poter diversificare la produzione.

Un portafoglio di brand più diversificato è percepito dal mercato come elemento di solidità poiché consente di operare in diversi segmenti (lusso, utilitarie, elettriche, ibride, sportive, *suv*, ecc.).

Le caratteristiche specifiche del gruppo in termini di dimensione, di nuovi mercati raggiunti, di capacità di accesso ai mercati dei capitali e di diversificazione del portafoglio prodotti, consentono allo stesso di avere una posizione competitiva più forte sul mercato.

Gli investitori nelle loro valutazioni pre e post operazione tengono conto di queste caratteristiche e le riflettono nelle stime dei cash flow futuri.

Il processo di rendicontazione periodico dei risultati al mercato (ogni tre mesi vengono comunicati prospetti sui ricavi generati nel periodo - cd "*quarter revenues*"¹⁰¹) rappresenta un importante momento di verifica delle aspettative degli azionisti.

Se con il passare del tempo i maggior valori attesi dai processi d'integrazione non trovano riscontro nei risultati del gruppo gli investitori correggeranno al ribasso le aspettative e il prezzo di mercato si abbasserà, con la conseguente perdita di valore delle azioni.

Pertanto, il maggior valore creato per gli azionisti dall'operazione di M&A non deriva solo dal margine operativo conseguito dal gruppo ma anche dalle aspettative degli investitori sulle sinergie realizzabili attraverso i processi di integrazione.

La creazione di valore non avviene solamente per gli azionisti (cd "*shareholder*") ma anche per tutti quegli altri attori che sono coinvolti nell'attività del gruppo automobilistico stesso: fornitori, dipendenti e consumatori.

Questi attori, che vengono raggruppati insieme agli stessi azionisti sotto il nome di "*stakeholder*", maturano anch'essi aspettative riguardo le operazioni di M&A.

Se le case automobilistiche vendono meno auto rischiano di andare in crisi, contagiando anche i fornitori che ne risentirebbero per il venir meno degli ordini.

La creazione di un gruppo di maggior dimensioni dà sicurezza ai fornitori sulla continuità dei contratti di consegna per materiali e componenti.

Anche i dipendenti sono interessati agli esiti delle operazioni straordinarie.

Un gruppo di modeste dimensioni è più fragile e ha una minore capacità di fare fronte alle sfide del mercato e potrebbe essere costretto a comprimere le spese per il personale; anche se dall'altra parte un gruppo che cresce, acquistando altri competitor, potrebbe mettere in atto

¹⁰¹ Bloomberg Market Concepts, "*Equity research - revenue seasons*", 2021.

operazioni di ristrutturazione e razionalizzazione dei siti operativi e licenziare di conseguenza i dipendenti degli stessi.

Quindi, per i dipendenti la creazione di un gruppo più grande può essere letto come elemento di sicurezza, ma anche di minaccia del proprio posto di lavoro.

Il cliente finale trae tendenzialmente benefici dalla creazione di un gruppo automobilistico più ampio in quanto aumenta la capacità di mettere sul mercato un prodotto innovativo, attento all'ambiente e a minor costo per il cliente.

Pertanto, nel settore *automotive* la creazione di valore attraverso le M&A non avviene solo per gli azionisti ma anche per tutti gli altri *stakeholder*.

2.4 Le principali operazioni di M&A sul mercato automotive fino ad oggi

Il settore *automotive* è da sempre stato interessato da numerose operazioni di fusione e acquisizione, in particolare per gli alti costi degli impianti produttivi e per lo sviluppo dei prodotti.

Queste hanno coinvolto sia gli OEMs che i *tiers* lungo la filiera.

Sono riportati qui di seguito i dati dei principali *deal* degli ultimi cinque anni.

Nel 2015 vi sono stati due *deal* di notevole importanza che hanno interessato sia i produttori di componentistica sia le case automobilistiche.

Il primo è l'acquisto da parte della società tedesca ZF Friedrichshafen AG, leader mondiale nella produzione di cambi e trasmissioni, del Gruppo statunitense TRW Automotive Holdings Corp, produttore di sterzi, freni e componenti di sicurezza, per un ammontare di 12,5 miliardi di USD¹⁰².

L'acquisizione ha contribuito allo sviluppo della società favorendo la diversificazione del portafoglio prodotti e aumentando la sua forza contrattuale nei confronti delle case automobilistiche.

Il secondo *deal* è avvenuto ad opera delle società Audi AG, BMW AG e Daimler AG, che hanno acquisito congiuntamente per 2,7 miliardi di USD dal Gruppo finlandese Nokia Oyj la controllata HERE, società leader nella cartografia digitale e nella raccolta di dati sul traffico automobilistico: circa l'80% delle auto dotate di sistemi di navigazione in Europa e negli Stati Uniti utilizzano le mappe sviluppate con i sistemi forniti da questa azienda¹⁰³.

“Le mappe digitali ad alta definizione, che mostrano l'ambiente attorno alla vettura in 3D, sono considerate un elemento essenziale per le auto a guida autonoma, nuovi modelli che tutte le più grandi case *automotive* hanno incominciato a sviluppare”¹⁰⁴.

Infatti, è interesse di queste tre società aprire la piattaforma anche ad altri gruppi in una fase successiva e beneficiare dei vantaggi di una partnership allargata.

Anche nel 2016 sono avvenuti *deal* di notevole importanza.

Nel segmento dei *tiers* il Gruppo statunitense LKQ Corporation ha rilevato per 1 miliardo di USD l'intero capitale di Rhiag-Inter Auto Parts Italia S.p.A., una delle maggiori aziende europee attive nella produzione e distribuzione di parti di ricambio per autovetture, veicoli commerciali e industriali¹⁰⁵.

Sempre tra i produttori di componenti la società italiana Brembo, leader nella produzione di sistemi frenanti, nell'ambito della sua strategia di crescita all'estero, ha acquisito sul mercato

¹⁰² KPMG, “*Rapporto M&A 2015*”, 2016.

¹⁰³ KPMG, “*Rapporto M&A 2015*”, 2016.

¹⁰⁴ KPMG, “*Rapporto M&A 2015*”, 2016.

¹⁰⁵ KPMG, “*Rapporto M&A 2016*”, 2017.

cinese la società ASIMCO Meilian Braking Systems, produttore di freni a disco per autovetture con sede vicino a Pechino per un controvalore di €78 milioni per una quota del 66% della società¹⁰⁶.

Ma il *deal* più importante dell'anno rimane quello tra Nissan Motor Co Ltd e Mitsubishi Motors Corp per 2,2 miliardi di USD.

Questo accordo, che nasce come risposta agli effetti negativi dello scandalo *dieselgate*, evidenzia come anche l'industria automobilistica giapponese si stia rafforzando attraverso operazioni di consolidamento tra gli operatori del settore.

Potendo contare anche sull'alleanza con Renault SA, Nissan con questa acquisizione ha portato alla costituzione del terzo gruppo mondiale del settore: con quasi 10 milioni di veicoli venduti nel 2016, Renault-Nissan-Mitsubishi si posiziona dopo Toyota e Volkswagen e prima di General Motors¹⁰⁷.

Nel 2017, tra le transazioni nel comparto *automotive*, è stata particolarmente significativa l'acquisizione per un controvalore di 1,2 miliardi di USD da parte di Peugeot SA (PSA) delle attività europee di General Motors Co, rappresentate dalla casa tedesca Adam Opel AG e da General Motors UK Limited (che opera con il marchio Vauxhall Motors): il pagamento è avvenuto sia in contanti che in titoli con "*warrant*" convertibili in circa 39 milioni di azioni ordinarie PSA¹⁰⁸.

Nel 2018 il *deal* principale nel settore è stato l'acquisizione da parte dello Zhejiang Geely Holding Group Co Ltd, attraverso la controllata Tenaclou3 Prospect Investment Ltd, del 9,7% del capitale di Daimler AG per un controvalore di 8,9 miliardi di USD.

Il Gruppo cinese è diventato il primo azionista della casa automobilistica tedesca, che controlla, tra le altre, anche Mercedes-Benz AG. All'inizio del 2018 aveva anche rilevato l'8,2% di Volvo AB per 3,6 miliardi, aumentando ulteriormente la sua influenza tra i principali gruppi automobilistici¹⁰⁹.

L'obiettivo principale del gruppo cinese attraverso queste operazioni consiste nel creare una *partnership* tra le diverse case automobilistiche per sviluppare nuovi modelli di auto elettriche. Il 2019 è stato un anno significativo per i *deal* tra *tiers*, mentre a livello delle case automobilistiche c'è stato il tentativo di fusione tra la FCA e la Renault, sul cui esito hanno inciso le resistenze di Nissan.

¹⁰⁶ KPMG, "*Rapporto M&A 2016*", 2017.

¹⁰⁷ KPMG, "*Rapporto M&A 2016*", 2017.

¹⁰⁸ KPMG, "*Rapporto M&A 2017*", 2018.

¹⁰⁹ KPMG, "*Rapporto M&A 2018*", 2019.

La giapponese CK Holdings Co Ltd, holding di Calsonic Kansei Corporation, ha acquisito il 100% del capitale di Magneti Marelli S.p.A. per un controvalore di 6,5 miliardi, dando vita al settimo gruppo a livello mondiale nella componentistica per autoveicoli¹¹⁰.

Nel 2020 il settore è stato segnato dalla pandemia globale, eppure, in questo ambito si sono svolte le trattative per la fusione alla pari tra FCA e Peugeot SA.

Queste si sono concluse lo scorso gennaio 2021 ed hanno portato alla creazione di Stellantis, il quinto gruppo automobilistico al mondo per dimensioni.

¹¹⁰ KPMG, “*Rapporto M&A 2019*”, 2020.

CAPITOLO 3: Il caso Stellantis

3.1 L'operazione

I gruppi automobilistici FCA e PSA hanno scelto, dopo numerose trattative, di operare sul mercato come un unico gruppo dando vita al gruppo Stellantis, che diventa il quinto operatore mondiale del settore.

In passato entrambi i gruppi avevano già completato importanti operazioni di crescita per vie esterne, FCA con la fusione di Fiat e Chrysler, e PSA con l'acquisizione di Opel Vauxhall. Ciò nonostante, il top management di entrambi i gruppi aveva continuato a valutare possibili operazioni integrazione o di collaborazione con altri operatori del settore in coerenza con i propri obiettivi strategici in uno scenario di consolidamento nell'industria automobilistica.

In particolare, FCA già sotto la guida del precedente CEO, Sergio Marchionne, era alla ricerca di un partner con cui poter affrontare le nuove sfide della guida elettrica, connessa e autonoma. Dopo un lungo processo di negoziazione, iniziato nell'ottobre 2018, le società hanno optato per una fusione per incorporazione, i cui termini sono stati riassunti nel "Combination Agreement", il documento contenente la struttura della società risultante e il risultato del processo di *due diligence* svolto da entrambe le società.

L'operazione di integrazione è stata realizzata attraverso una fusione alla pari ("*merger of equals*"), approvata dagli azionisti dei due gruppi lo scorso 16 gennaio, attraverso la quale FCA ha incorporato PSA sulla base di un rapporto di cambio di 1,742 azioni ordinarie Stellantis per ogni azione ordinaria in circolazione di PSA (gli azionisti FCA un numero di azioni Stellantis pari a quelle precedentemente possedute di FCA (rapporto 1:1)¹¹¹.

Il rapporto di cambio adottato riflette una valutazione di PSA alla data dell'annuncio (30 ottobre 2019) pari a complessivi 15,5 miliardi con un premio del 27% rispetto alla quotazione media dell'ultimo mese e una valutazione di FCA di 19 miliardi.

Ad ogni azionista PSA, quindi, è stato riconosciuto un valore di 17,10€ per azione, pari al valore delle azioni assegnate FCA in funzione del rapporto di concambio stabilito: gli azionisti FCA hanno pagato agli azionisti PSA un premio di 3,68€ per ogni azione detenuta e pari al 27% della quotazione media di 13,42€ delle azioni PSA nel mese prima dell'annuncio (ottobre 2019).

L'ammontare del premio riconosciuto risulta pertanto in linea con quanto affermato in precedenza sui premi ottenuti dalle società acquisite nelle fusioni amichevoli¹¹².

¹¹¹ Stellantis.com, "EU Prospectus", 2020.

¹¹² Vedi 1.3; Tom Copeland, Tim Koller and Jack Murrin, "Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione", 1998.

A seguito della pandemia di COVID-19 le due società hanno condiviso di apportare alcune modifiche¹¹³ ai termini originari dell'operazione in modo da preservare la posizione finanziaria del nuovo operatore; in particolare:

- 1) è stato ridotto da 5,5 a 2,9 miliardi di euro il dividendo straordinario da distribuire agli azionisti da parte di FCA;
- 2) è stato deciso di procedere post fusione alla distribuzione della partecipazione in Faurecia detenuta da PSA a beneficio di tutti gli azionisti di Stellantis, con precisi impegni di *lock-up* a carico degli azionisti di riferimento.

Infine, al completamento dell'operazione, avvenuta il 16 gennaio 2021, le azioni del nuovo gruppo risultano negoziate su tre diversi mercati azionari: nel Mercato Telematico Azionario in Italia, nel New York Stock Exchange in America e nel Euronext a Parigi sotto il codice "STLA".

¹¹³ Stellantis.com, "EU Prospectus", 2020.

3.2 Le motivazioni della fusione

Alla base della decisione di integrarsi in un unico gruppo ci sono una serie di fattori condivisi da tutti gli attori coinvolti: i vantaggi operativi strategici, la valutazione delle società, la *governance* del gruppo risultante e la certezza dell'operazione.

In particolare, sotto il profilo strategico/operativo, l'operazione ha consentito la creazione di un gruppo di maggiori dimensioni, con una migliore presenza geografica, e in grado di sviluppare piattaforme innovative e di conseguire rilevanti sinergie.

Infatti, il Gruppo risultante dalla fusione è diventato il quinto OEM al mondo sulla base dei risultati del 2020 (il terzo secondo i risultati del 2019) e possiede marchi altamente complementari che coprono tutti i segmenti di veicoli, dalle autovetture di lusso, *premium* e *mainstream* fino ai *suv*, ai camion e ai veicoli commerciali leggeri.

Inoltre, la fusione consente al nuovo gruppo, oltre alla maggiore capacità di diversificazione dei prodotti, una presenza più equilibrata sui diversi mercati geografici.

Grazie alla forte presenza di FCA in Nord America e America Latina e alla solida posizione di PSA in Europa, il nuovo gruppo si presenta, sulla base dei dati combinati del 2019-2020 (esclusa Faurecia), con circa il 46% dei ricavi derivanti da Europa, Medio Oriente e Africa ed Eurasia (EMEA) e circa il 44% dal Nord America (NA)¹¹⁴.

Il nuovo Gruppo possiede, infine, una solida base per promuovere l'innovazione e guidare ulteriormente lo sviluppo e la trasformazione dei veicoli nella mobilità sostenibile, nella guida autonoma e nella connettività con una struttura di R&D composta in totale (esclusa Faurecia) da oltre 51 centri e oltre 33.000 dipendenti dedicati, ed è in grado di fare leva su un'ampia serie di piattaforme, propulsori e veicoli e di far convergere il loro lancio sulle tecnologie più efficienti.

Pertanto, rispetto a FCA e PSA separatamente, Stellantis NV ha la capacità di accelerare la diffusione delle tecnologie di elettrificazione e sarà in grado di implementarle nella sua vasta gamma di marchi in un periodo di tempo più breve.

Nel prospetto informativo presentato ai mercati finanziari sono evidenziate sinergie nelle seguenti quattro aree:

1. Tecnologia, piattaforme e prodotti: la condivisione e la convergenza delle rispettive piattaforme, prodotti e motopropulsori di PSA e FCA, insieme all'ottimizzazione degli investimenti in R&S e dei processi produttivi, consentirà di migliorare la produttività, in particolare perché gli investimenti saranno ammortizzati sulla produzione combinata di FCA e PSA.

¹¹⁴ Stellantis.com, "EU Prospectus", 2020.

2. Acquisti: è previsto che i risparmi negli acquisti deriveranno dallo sfruttamento della scala allargata del gruppo, che porterà a costi di prodotto più bassi e a un più ampio accesso a nuovi fornitori (in particolare per quanto riguarda i componenti elettrici o di alta tecnologia), così come dall'armonizzazione delle piattaforme.
3. Spese di vendita, generali e amministrative (SG&A): si prevedono risparmi dall'integrazione di funzioni come le vendite e il marketing, e l'ottimizzazione dei costi nelle regioni in cui entrambe le parti hanno una presenza consolidata (ad es. EMEA e LATAM).
4. Altre funzioni: le sinergie sono attese dall'ottimizzazione di altre funzioni, compresa la logistica, dove ci si aspettano risparmi dall'ottimizzazione della logistica per le nuove auto e dall'effetto dell'aumento del volume degli acquisti sulle spese combinate di FCA e PSA, così come dalla *supply chain*, dalla qualità e dalle operazioni *after-market*¹¹⁵.

Un altro driver di notevole importanza per la fusione è stato il raggiungimento di una maggiore solidità: l'operazione ha creato un gruppo più stabile e resiliente, migliorando significativamente la sua capacità di resistere all'andamento dell'economia che, nell'industria automobilistica, sono tipicamente amplificate dall'elevata ciclicità e dai bassi margini.

Oltre ad un bilancio più solido, e alla maggiore flessibilità finanziaria, unitamente alle sinergie e al migliore equilibrio tra le varie aree geografiche, la forza del Gruppo poggia su due pilastri fondamentali: il top management e la *governance*.

Sia PSA che FCA hanno una storia di acquisizioni e aggregazioni aziendali che dimostra la capacità di entrambi di eseguire acquisizioni e integrare aziende e culture diverse rapidamente e con successo.

La *governance* equilibrata di Stellantis è stata progettata per assicurare la continuità nella gestione, con un team management formato da membri di entrambe le società, supportato allo stesso tempo dell'esperienza degli azionisti di lungo termine e dalla presenza di amministratori indipendenti¹¹⁶.

Entrambe le società hanno previsto che Stellantis continuerà a beneficiare del sostegno di un gruppo di azionisti FCA e di azionisti PSA di lungo periodo che sono rappresentati dalle famiglie fondatrici di Fiat (Agnelli) e Peugeot (Peugeot).

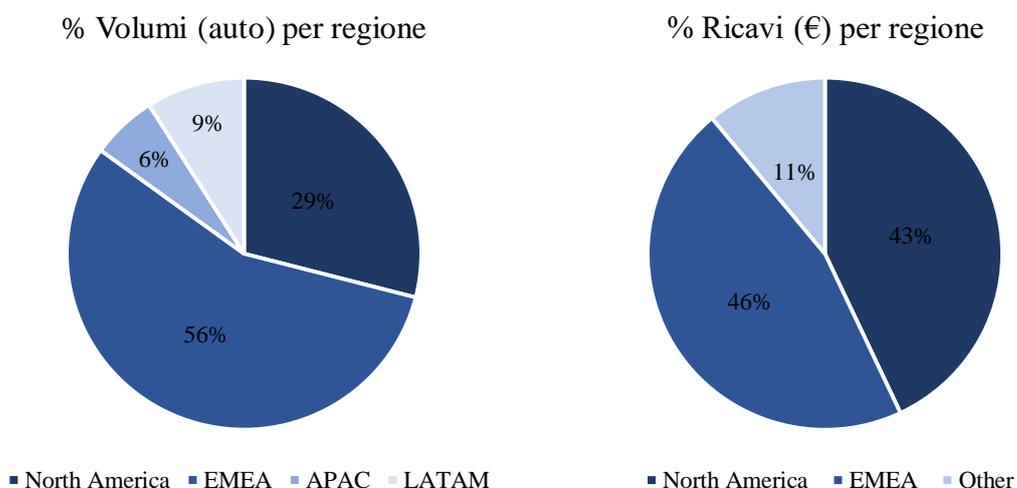
¹¹⁵ Stellantis.com, "EU Prospectus", 2020.

¹¹⁶ Stellantis.com, "EU Prospectus", 2020.

3.3 La nuova struttura del gruppo combinato

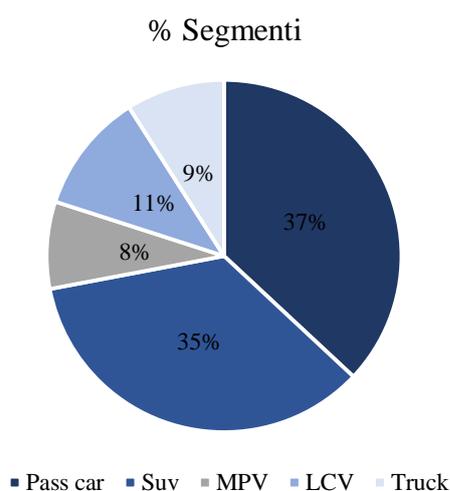
La combinazione tra FCA e PSA ha dato vita al quinto OEM al mondo per volume di produzione con poco più del 50% delle vendite provenienti dal segmento EMEA (*Europe, Middle East, Africa*) e la restante parte dal Nord America, l'Asia e il Pacifico (APAC) e dall'America Latina (LATAM).

I ricavi sono distribuiti in modo uniforme tra i vari mercati geografici ma con volumi di vendite (numero auto vendute) e redditività molto diverse tra loro: infatti, il segmento americano, che rappresenta il 29% dei volumi di auto vendute, ha una redditività quasi uguale al mercato EMEA, i cui volumi sono quasi doppi rispetto a quelli nel Nord America.



Fonte: Company data

Le autovetture e i *suv* rappresentano la quota maggiore del mix di segmenti serviti.



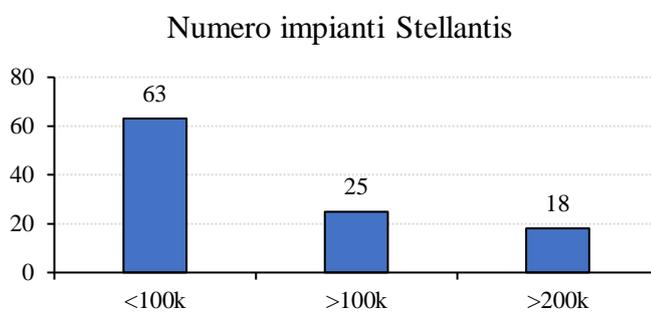
Fonte: Company data

Complessivamente, Stellantis presenta 14 marchi, la maggior parte operanti nei segmenti principali e alcuni nei segmenti premium e del lusso.

| | Lusso | Premium | Mainstream | | |
|-----|----------|----------------|------------|-------------------------------|------------------------|
| | | | SUV | Utilitarie, CUV, MPV | Camion/LCV |
| FCA | Maserati | Alfa Romeo | Jeep | Fiat, Lancia, Dodge, Chrysler | RAM, Fiat Professional |
| PSA | | DS Automobiles | | Peugeot, Opel | Citroen, Vauxhall |

Fonte: Company data

Il gruppo produce autoveicoli in più di 60 stabilimenti, presenti in vari continenti, 18 dei quali producono più di 200k unità l'anno.



Fonte: Company data

Rispetto alle società separate, il gruppo combinato presenta nuove opportunità di crescita, in particolare nel mercato delle utilitarie “full-size”, nel segmento EMEA, nel processo di elettrificazione e nella razionalizzazione dei costi (sinergie).

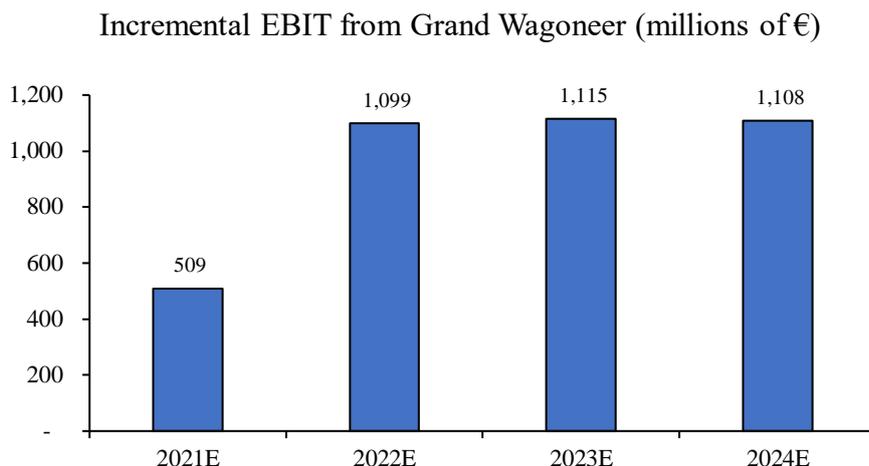
Ad oggi il segmento di veicoli più redditizio a livello globale, in termini di margine, è quello delle utilitarie full-size, detenuto interamente da GM e Ford con quote di mercato 2019 di circa il 70% e il 30% rispettivamente.

Nel corso del 2021, Stellantis entrerà su questo mercato con la Jeep Grand Wagoneer, la quale, rispetto ai prodotti Ford e GM, avrà alcune componenti della vettura completamente ridisegnati, e con una maggiore differenziazione rispetto al pick-up su cui il prodotto è basato.

La società di analisi di mercato IHS Markit prevede nel 2022 la vendita di circa 53k unità (contro le 95k di Ford e 270k di GM nello stesso segmento) e, se la quota di utilitarie full-size dovesse uniformarsi ai due OEMs statunitensi, le vendite potrebbero arrivare anche a 110 mila¹¹⁷.

¹¹⁷ Goldman Sachs, “Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds”, Equity Research, 2021.

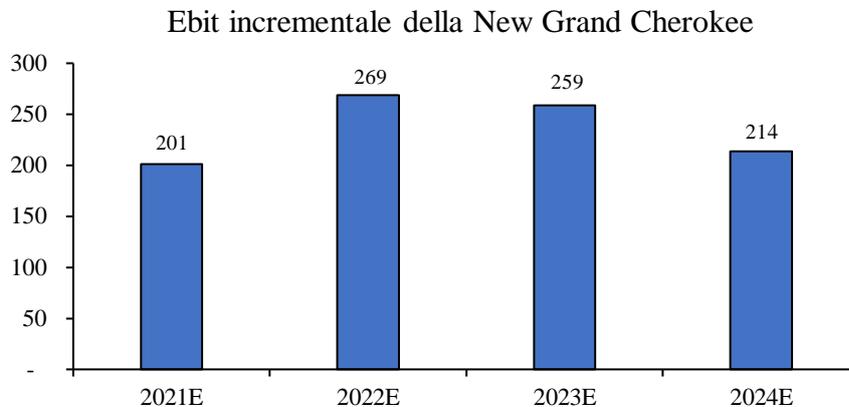
La Grand Wagoneer da sola potrebbe contribuire al fatturato con circa 5,5 miliardi di euro (+1 miliardo di EBIT incrementale) ad eccezione del 2021 il primo anno di lancio del prodotto¹¹⁸.



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

Un altro modello che porterà un aumento dei margini del gruppo consolidato è la nuova Jeep Grand Cherokee, la quale già da diversi anni gode di popolarità nel mercato statunitense con una quota di circa il 14% nel segmento dei *suv* di grandi dimensioni.

L'introduzione di una variante con tre file di sedili offre l'opportunità di conquistare una quota maggiore del mercato e di ottenere un incremento di 200 milioni di euro l'anno (EBIT).



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

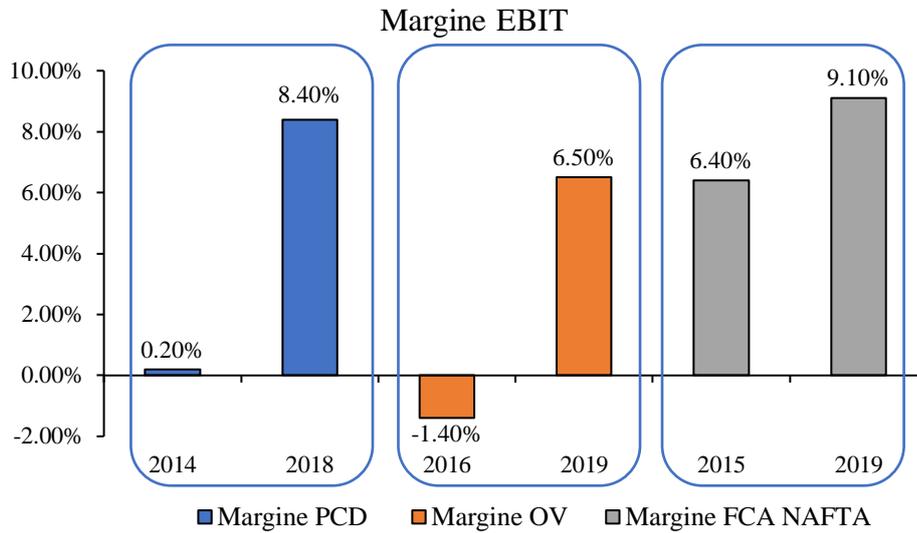
Gli investitori hanno aspettative positive sul business americano di FCA, anche di fronte a minacce competitive come l'introduzione da parte di Ford del nuovo *suv* Bronco, concorrente diretto del Wrangler di Jeep, che non dovrebbe mettere in discussione le opportunità stimate dal Grand Wagoneer e dal Grand Cherokee.

Non è facile realizzare *turnaround* nel settore automobilistico, tuttavia, negli ultimi sette anni il management di Stellantis ne ha portati a termine con successo almeno tre: la costituzione del

¹¹⁸ Goldman Sachs Equity Research, "Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds", 2021.

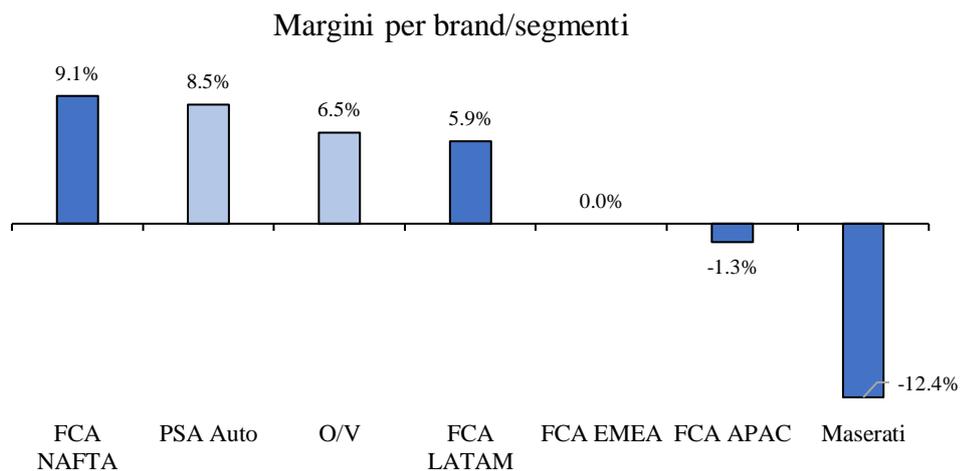
gruppo PCD (Peugeot/Citroen/DS) in Europa (2014-18), l'integrazione di Fiat-Chrysler (FCA NAFTA) in Nord America (2015-19) e l'acquisizione di Opel Vauxhall (OV) in Europa (2017-2019).

Le operazioni di PCD e quella di OV hanno visto un miglioramento del margine EBIT superiore 8%, mentre quella di FCA nel Nord America del 2,5%, grazie ad approcci paralleli aventi come priorità una chiara strategia di prezzo e mix di prodotti offerti anche a scapito dei volumi di vendita.



Fonte: Company data

La riorganizzazione dell'attività europea di FCA rappresenta oggi una grande opportunità per un'operazione simile.



Fonte: Company data

FCA da sola ha una quota del 6% nel mercato europeo, con il 4% detenuto dal marchio principale Fiat e con una quota ancora più bassa (tra l'1% e il 3%) nei mercati più redditizi della Germania e del Regno Unito. Al contrario, Stellantis diventerebbe il secondo più grande OEM

in Europa con una quota superiore al 20% e al 12%-13% rispettivamente in Germania e Regno Unito¹¹⁹.

Nell'esperienza di PSA il prezzo e il mix di prodotti offerti sono stati i principali fattori per la crescita dei ricavi e degli utili, contribuendo rispettivamente a €7,4 miliardi e €3,3 miliardi, consentendo di migliorare i prezzi del marchio Peugeot di circa 370bp (rispetto al benchmark) e del marchio Citroen di circa 470bp: per fare ciò la società è stata anche disposta a cedere una quota significativa del mercato; analogamente è successo anche per OV¹²⁰.

Al contrario, il business EMEA di FCA ha sperimentato prezzi netti negativi, che hanno determinato la riduzione dei margini in Europa.

Una delle principali cause della debole performance di prezzo di FCA è stato l'invecchiamento della sua offerta di prodotti che ha portato a prezzi meno competitivi rispetto a quelli dei nuovi veicoli concorrenti.

Il management di FCA, infatti, aveva preferito investire nel mercato nordamericano, dove vi erano margini e i ritorni sul capitale investito più alti, piuttosto che nella regione EMEA, altamente competitiva e meno redditizia. Tuttavia, questa decisione ha prodotto una progressiva riduzione della redditività nel mercato EMEA.

Anche il Gruppo Opel Vauxhall aveva sofferto di una dinamica simile quando era controllato da GM e, proprio per questo motivo, appena acquistato dal gruppo PSA, quest'ultimo aveva spinto sull'introduzione di nuovi prodotti Opel Vauxhall sfruttando la propria tecnologia e consentendo così alla società di migliorare i prezzi e il mix di prodotti.

Ora anche il business EMEA di FCA può essere oggetto di uno sviluppo simile, aiutato dal forte crossover nella segmentazione dei veicoli e da margini prossimi al pareggio: una posizione decisamente migliore rispetto a OV, che prima dell'ingresso nel gruppo PSA, produceva perdite.

L'elettrificazione rimane un aspetto importante del nuovo gruppo poiché entrambe le aziende sono in una fase iniziale per quanto riguarda lo sviluppo di programmi dedicati ai veicoli elettrici a batteria (BEV).

La fusione eviterà la duplicazione dei costi di R&D e il gruppo introdurrà, oltre alle due piattaforme per le auto elettriche (BEV) già presentate all'inizio del 2020 da PSA, una nuova architettura BEV dedicata, meglio nota come EVMP o EMVA (*electric vehicle modular platform/architecture*), che sosterrà i veicoli del segmento C e D e i modelli 2WD e AWD, i quali avranno dai 400 ai 650 km di autonomia con set di batterie di dimensioni che vanno da 60kWh a 100kWh.

¹¹⁹ Goldman Sachs Equity Research, "*Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds*", 2021.

¹²⁰ Goldman Sachs Equity Research, "*Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds*", 2021.

Oltre al recente lancio dei veicoli e-208, Corsa-e e Fiat 500e, PSA introdurrà una serie di BEV nel 2021 e 2022 basati sulle piattaforme multi-energia esistenti dell'azienda (cd EMP2, “Efficient Modular Platform 2”), che giocheranno un ruolo importante nella conformità sulle emissioni CO₂ insieme alle offerte di *mild-hybrid* e *plug-in hybrid*.

Lanci BEV di Stellantis

| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|-----|---------------|--------|---------------|---------|--------|
| PSA | Peugeot | iON | e-208, e-2008 | e-308 | e-3008 |
| | Citroen | C-zero | e-C4, Ami | | |
| | DS | | DS3 e-Tense | | |
| | Opel/Vauxhall | | Corsa-e | Mokka-E | |

| | | | |
|-----|------------|--------------|------------------------------|
| FCA | Fiat | 500e, Ducato | 500X BEV, Panda BEV |
| | Alfa Romeo | | Brennero BEV |
| | Maserati | | Granturismo BEV, Grecale BEV |
| | Jeep | | Renegade BEV |
| | RAM | | 1500 Pick-up BEV |

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research

Inoltre, come mostrato nella tabella seguente, Stellantis integrerà verticalmente i componenti chiave della catena di fornitura BEV grazie alla tecnologia PSA e una *joint venture* con TOTAL: la SAFT Automotive Cells Components.

Stellantis: Strategia d'integrazione BEV

| Stellantis | Celle Batteria | Set di batterie | Sistema Batteria Mgmt | Caricatore On-board | Motore Elettrico | Trasmissione Elettrica | Invertitore ad alto voltaggio |
|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------------|
| In produzione oggi? | No | Si | Si | No | No | No | No |
| Fornitori | LG Chem CATL | - | LG Chem CATL | Metasystem Mahle | Vitesco | Vitesco | Vitesco |
| Piani futuri | JV SAFT ACC | PSA | PSA | Rimane in outsourcing | Motori Nidec-PSA dal 2022 | Motori Nidec-PSA dal 2022 | Motori Nidec-PSA dal 2022 |

Fonte: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

3.4 Analisi delle aspettative di creazione del valore

Le azioni FCA, scambiate al NYSE e alla borsa di Milano, hanno cambiato la propria denominazione in STLA a seguito della fusione con il gruppo PSA lo scorso 16 gennaio.

Da quel momento anche le azioni PSA sono state ritirate dal mercato francese e sostituite da azioni FCA, poi rinominate “Stellantis”, che gli azionisti hanno ricevuto in cambio.

Nel grafico seguente viene riportato qui di seguito l’andamento del titolo FCA-STLA al NYSE dal 2011 fino ad oggi.



Fonte: Refinitiv

Il titolo nel 2011 quotava poco più di 4 dollari ad azione e solo dopo l’ottobre 2016, ha iniziato una fase di crescita fino a raggiungere nel 2018 i 17 dollari ad azione, anche sulla base delle interlocuzioni avviate con il gruppo Renault.

Nell’anno successivo il titolo ha iniziato una fase di progressiva flessione, dovuta sia al fallimento delle trattative con Renault sia alla crisi del mercato dell’auto.

Solo l’annuncio dell’accordo con PSA (al 31 ottobre 2019) ha permesso al titolo di invertire il trend, anche se poi l’esplosione della pandemia del Covid-19 e i negativi impatti sull’economia hanno portato il titolo a cadere sino a raggiungere il valore più basso di 5 dollari a febbraio 2020.

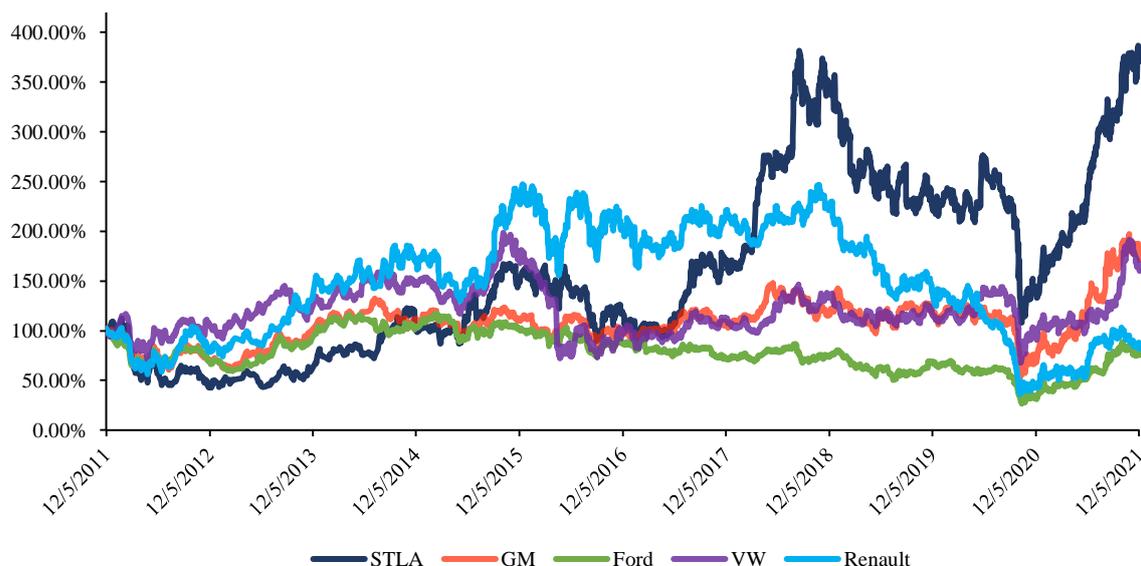
Subito dopo il titolo ha ripreso a crescere raggiungendo, dopo una breve flessione tecnica dovuta alla distribuzione delle azioni Faurecia agli azionisti Stellantis, il record di 18,16 dollari ad azione.

La forte crescita del valore del titolo dal 2019 in poi è stata sostenuta principalmente dalla fusione tra FCA e il gruppo PSA.

L'impatto dell'operazione in termini di creazione di valore risulta ancora più evidente se si raffronta l'andamento del titolo con quello degli altri principali OEMs quotati sui mercati finanziari.

Le azioni di questi gruppi sono scambiate a prezzi e valute diversi a seconda dei mercati in cui sono negoziati (New York, Londra, Roma, Parigi, ecc.), quindi, per poterli confrontare è stato necessario utilizzare il cd "rebased": è stata scelta una data comune di partenza per tutti i gruppi dalla quale sono stati misurati i tassi di variazione cumulata di ogni singolo titolo.

Tassi di crescita dei principali OEMs (2010-2021)



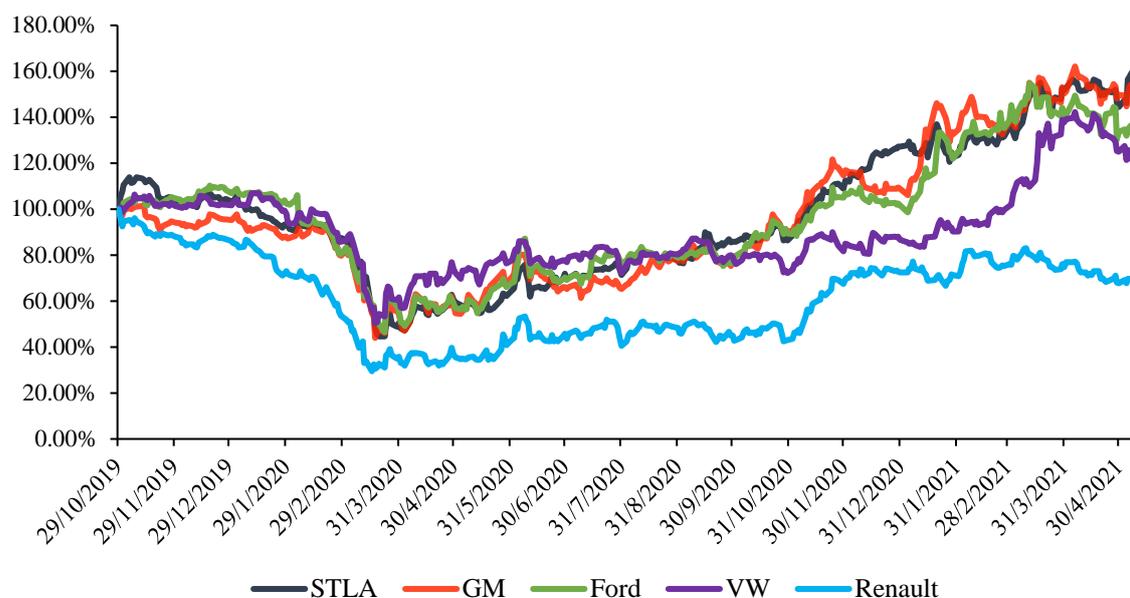
Fonte: Refinitiv

Dall'analisi del grafico emerge chiaramente che la capacità di creare valore da parte del Gruppo FCA è risultata costantemente inferiore agli altri OEMs almeno fino al 2016, quando con lo spin-off di Ferrari c'è stata una sostanziale inversione del trend che ha portato, insieme alla notizia della fusione con PSA, il valore del titolo a performare molto meglio degli altri operatori nonostante l'effetto "pandemia".

La crescita del titolo da agosto 2017 è superiore a quella di tutti gli altri OEMs e, a seguito della pandemia e del perfezionamento della fusione, non solo ha mantenuto questo primato ma addirittura ha raggiunto in minor tempo un livello di crescita cumulata doppia rispetto agli altri gruppi e superiore al picco di crescita del 2017.

È stato poi svolto con lo stesso metodo un'analisi degli stessi andamenti dalla data di annuncio della fusione ad oggi.

Tassi di crescita dei principali OEMs (2019-2021)



Fonte: Refinitiv

A seguito dell'annuncio della fusione al 31/10/19 il valore del titolo è cresciuto partendo da una percentuale cumulata del 100% fino al 113%, superando i livelli di crescita di tutti gli altri OEMs.

Nel periodo Covid-19 il titolo ha seguito l'andamento discendente del mercato per poi riprendere a crescere più degli altri OEMs (tranne GM) nei due mesi prima del perfezionamento della fusione, partendo da una percentuale cumulata del 78% al 5 novembre 2020 fino al 125% ad operazione completata.

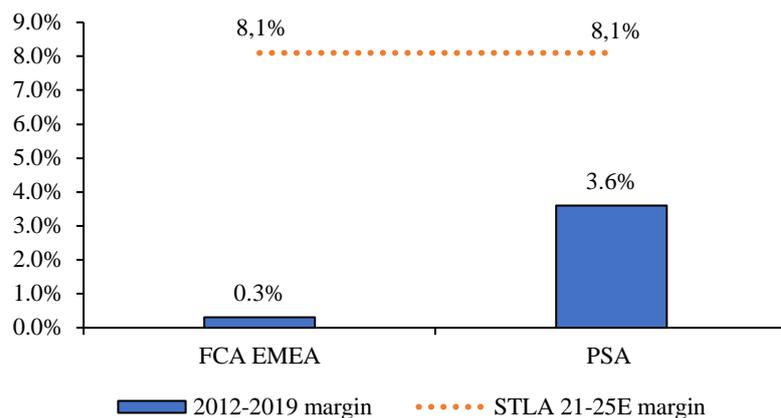
Anche post operazione la crescita di valore è continuata e ad oggi i tassi di crescita del titolo STLA sono inferiori solamente a GM.

La continua crescita del valore del titolo, così come evidenziato da un accurato studio di Goldman Sachs Global Investment Research, è sostenuta dalle aspettative di creazione di valore del gruppo unificato.

Secondo le loro analisi il margine EBIT dei segmenti del gruppo unificato crescerà ad un tasso annuo composto del 7 % (*"Compounded Average Growth Rate"*, CAGR), con un margine operativo medio dell'8,1% e con un cash flow cumulato di 31 miliardi di euro fino al 2025¹²¹.

¹²¹ Goldman Sachs Equity Research, *"Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds"*, 2021.

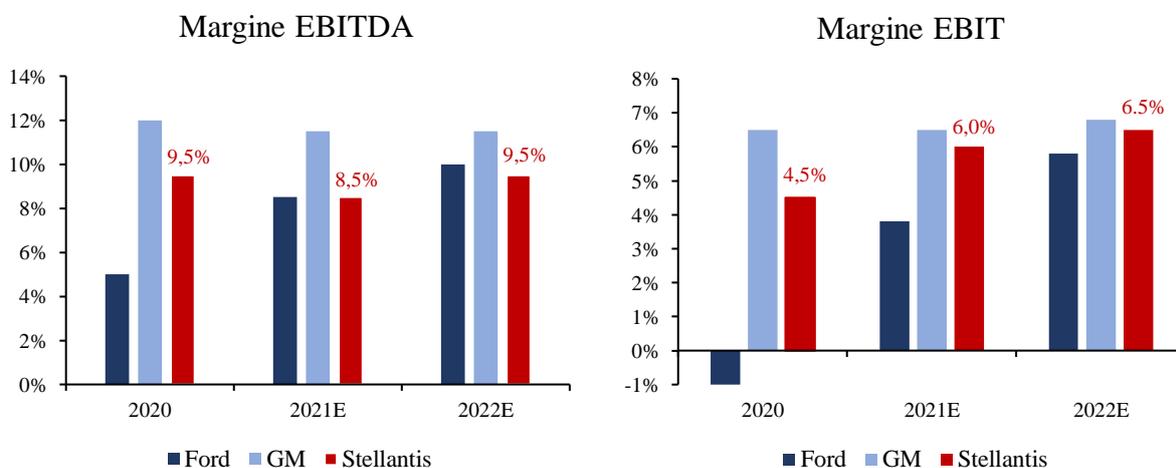
Margine EBIT



Fonte: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

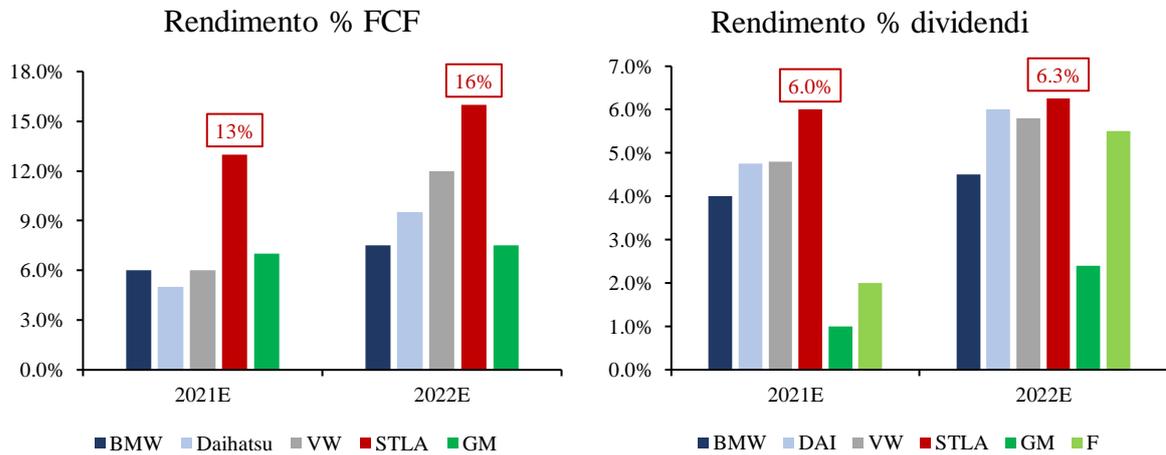
Il gruppo unificato raggiungerà, quindi, margini maggiori rispetto a quelli derivanti dalle società separate, le quali hanno avuto negli ultimi otto anni tassi di crescita rispettivamente dello 0,3% e del 3,6%.

Secondo lo stesso studio, nei prossimi anni i margini percentuali EBITDA ed EBIT del gruppo raggiungeranno il livello degli OEMs statunitensi: questa valutazione è in linea con i tassi di crescita cumulati negli ultimi tre anni visti precedentemente.



Fonte: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Il Gruppo unificato, inoltre, sarà in grado di raggiungere risultati migliori sia in termini di *free cash flow* che di dividendi attesi.

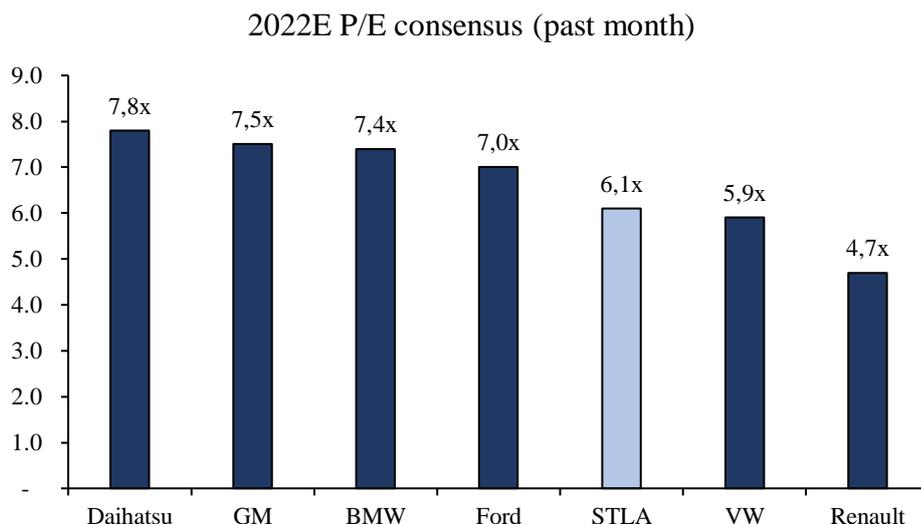


Fonte: Factset, Goldman Sachs Global Investment Research

Secondo questi dati, Stellantis genererà un'ingente liquidità che investirà nella transizione verso l'elettrificazione e la guida assistita/autonoma al fine di espandere la creazione di valore anche ai clienti.

Il gruppo unificato è stato valutato positivamente anche dagli investitori: in passato, il titolo FCA veniva scambiato con uno sconto maggiore del 40% sul multiplo medio Ford/GM a causa dei bassi livelli di redditività, del bilancio poco sicuro e dei dubbi sulla conformità delle emissioni CO₂.

Secondo il mercato, questi fattori non intaccheranno il gruppo unificato, il quale, seppur scontato del 15%, viene valutata con un multiplo *Price/Earnings* obiettivo di 6.1x al 2022, ottenuto attraverso una media semplice tra Ford e GM (7x - 7.5x)¹²².



Fonte: Datastream

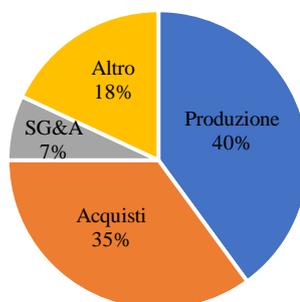
¹²² Goldman Sachs Equity Research, "Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds", 2021.

Queste valutazioni sul titolo sono in larga parte riconducibili alle sinergie previste dalla fusione e alla marginalità dei nuovi prodotti BEV e *pick-up/suv* immessi sul mercato dal gruppo unificato (vedi 2.3).

In primis, i marchi di PSA e FCA in Europa coprono segmenti con dimensioni e prezzi simili: vi è, quindi, la possibilità di eliminare la duplicazione dei costi per lo sviluppo delle piattaforme e di gran parte dei componenti del veicolo (vedi la strategia d'integrazione di Stellantis, 2.3) e di ottenere economie di scala in particolare sull'attività EMEA di FCA.

Il gruppo Stellantis ha previsto sinergie di cassa per 5 miliardi di euro divise in; 2,0 miliardi legati alla convergenza delle piattaforme, al consolidamento delle tecnologie ICE e BEV, e alle efficienze di processo; 1,75 miliardi dagli acquisti; 350 milioni dalle spese di vendita, generali e amministrative (cd SG&A); 900 milioni legate ad altri componenti.

% Sinergie attese per area



Fonte: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Secondo le previsioni dello stesso studio, le sinergie saranno positive già dal primo anno e che 4 dei 5 miliardi complessivi saranno raggiunti entro il quarto anno.

Secondo Goldman Sachs l'azienda raggiungerà con successo il 90% dei suoi obiettivi per quanto riguarda il prodotto e gli acquisti e il 75% per quanto riguarda le SG&A e altro: sono previste sinergie di circa 1,2 miliardi di euro nel 2021, 2,2 miliardi di euro nel 2022, 3,0 miliardi di euro nel 2023, e di circa 3,5 miliardi di euro/4,3 miliardi di euro nel 2024/25¹²³.

Gli stessi dipendenti hanno visto positivamente l'operazione poiché, sebbene negli ultimi anni PSA abbia ridotto la forza lavoro dell'11% tra il 2017 e il 2019, la fusione è stata presentata da entrambe le società come un'opportunità per proteggere i posti di lavoro a lungo termine.

In conclusione, si può ragionevolmente sostenere sulla base delle analisi svolte finora che la fusione tra FCA e PSA ha già creato valore per gli azionisti, come ben evidenziato dall'andamento del titolo dall'annuncio dell'operazione, e pone le basi per ulteriori rivalutazioni del valore delle azioni sul mercato, legate ai risultati attesi (margini Ebitda e Ebit,

¹²³ Goldman Sachs Equity Research, "Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds", 2021.

FCF, Dividendi e P/E consensus), sostenuti anche dagli investimenti che il gruppo sarà in grado di fare nell'elettrificazione e agli altri trend del settore.

In conclusione, si può ragionevolmente sostenere sulla base delle analisi svolte finora che la fusione tra FCA e PSA ha già creato valore per gli azionisti, come ben evidenziato dall'andamento del titolo dall'annuncio dell'operazione, e pone le basi per ulteriori rivalutazioni del valore delle azioni sul mercato, legate ai risultati attesi (margini Ebitda e Ebit, FCF, Dividendi e P/E consensus), sostenuti anche dagli investimenti che il gruppo sarà in grado di fare nell'elettrificazione e agli altri trend del settore.

CONCLUSIONI

Dall'analisi svolta in questo elaborato è possibile concludere che nel settore automobilistico la crescita per via esterna attraverso le operazioni di M&A sono uno strumento importante per il conseguimento delle strategie di crescita e creazione di valore per gli stakeholder.

Nel settore automobilistico, dove i costi di produzione e di R&D sono molto alti e la concorrenza è elevata, la crescita dimensionale attraverso operazioni d'integrazione (sia verticale che orizzontale) rappresenta un'opportunità per le società partecipanti di continuare ad operare sul mercato con margini significativi, minimizzando il rischio di default.

Attraverso la condivisione delle rispettive risorse (piattaforme multi-veicolari, impianti, know-how e competenze manageriali) e l'eliminazione delle inefficienze, i gruppi automobilistici possono aumentare i ricavi operativi, diminuire i costi di produzione, affrontare ristrutturazioni aziendali e sostenere l'innovazione dei prodotti.

Nella trattazione è stato analizzato come tutte queste considerazioni, prima di trovare un riscontro nei rendiconti annuali, vengono colte dai mercati finanziari e riflesse nei prezzi di borsa, determinando una maggiore capitalizzazione dell'azienda.

Il caso analizzato ha dimostrato, infatti, come il titolo di FCA al NYSE sia cresciuto dall'annuncio della fusione più di quelli degli altri OEMs; tale crescita continua tuttora, anche a seguito della pandemia da Covid-19, sostenuta dalle aspettative di margini e positive sinergie, oltre che da una maggiore capacità di investimento del gruppo.

Sfortunatamente non è stato possibile all'interno dell'elaborato analizzare i risultati degli esercizi successivi al perfezionamento dell'operazione poiché quest'ultimo è avvenuto solamente lo scorso 16 gennaio.

Sarà, quindi, interessante analizzare negli anni a venire se le aspettative di crescita createsi sul mercato dall'annuncio della fusione fino ad oggi troveranno riscontro nei risultati del gruppo combinato.

BIBLIOGRAFIA

Amarotti A., *“The Rise of E-Mobility”*, Automotive IQ, 26 settembre 2018, disponibile al seguente link: <https://www.automotive-iq.com/electrics-electronics/reports/the-rise-of-e-mobility>

Amarotti A., *“Chassis-In the age of autonomous”*, Automotive IQ, 19 marzo 2019, disponibile al seguente link: <https://www.automotive-iq.com/chassis-systems/reports/chassis-in-the-age-of-autonomous-1>

Analisi Corporate, *“General Motors Company: bilancio consolidato al 31 dicembre 2020”*, 31 marzo 2021, disponibile al seguente link: <https://www.analiscorporate.net/general-motors-risultati-2020/>

Arnold M. & Vladkov A., *“Covid Vaccine Rollout Fuels Hopes of Record Eurozone Growth in 2021”*, Financial Times, 28 dicembre 2020, disponibile al seguente link: <https://www.ft.com/content/4893d5c0-a069-430e-9594-e221afadd37>

Arnold M., Romei V., *“Eurozone Economic Rebound Leaves Output Below Pre Pandemic Levels”*, Financial Times, 30 ottobre 2020, disponibile al seguente link: <https://www.ft.com/content/b8500f74-fb4d-4888-9da0-984c2d970b5c>

Bain & Company, *“Global M&A Report 2021”*, 2021, disponibile al seguente link: https://www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain_report_global_m_and_a_report_2021.pdf

Bekker H., *“2020 (Full Year) Global: Nissan Worldwide Car Sales, Production, and Exports”*, Car Sales Statistics, 28 gennaio 2021, disponibile al seguente link: <https://www.best-selling-cars.com/brands/2020-full-year-global-nissan-worldwide-car-sales-production-and-exports/>

Bergamin S., Braun M., *“M&A, Integration and transformation as the Gateway to Success”*, Springer, 11 agosto 2017.

Biffignandi D., *“Nascita e sviluppo dell’industria automobilistica”*, in *“Il Contributo italiano alla storia del Pensiero”*, Tecnica, Treccani, 2013, disponibile al seguente link: https://www.treccani.it/enciclopedia/nascita-e-sviluppo-dell-industria-automobilistica_%28Il-Contributo-italiano-alla-storia-del-Pensiero:-Tecnica%29/

Bloomberg Market Concepts, disponibile al seguente link: <https://www.bloomberg.com/professional/product/bloomberg-market-concepts/>

Borsa italiana, disponibile al seguente link: <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercato-mta.htm>

Bosch.com, “*Bosch Annual Report 2020*”, 2021, disponibile al seguente link:
https://assets.bosch.com/media/global/bosch_group/our_figures/pdf/bosch-annual-report-2020.pdf

Brealy R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., “*Principi di finanza aziendale*”, VIII Edizione, MacGraw-Hill, 21 gennaio 2020.

Campobasso G.F., Campobasso M., “*Manuale di Diritto Commerciale*”, VII Edizione, Utet Giuridica, 29 settembre 2017.

Cianflone M., “*Auto, nelle piattaforme vince la modularità. Il segreto di Marchionne si chiama «Small Wide»*”, Il Sole 24 Ore, 27 marzo 2017, disponibile al seguente link:
https://www.ilsole24ore.com/art/auto-piattaforme-vince-modularita-segreto-di-marchionne-si-chiama-small-wide-AEPAGNr?refresh_ce=1

Copeland T., Koller T., Jack M., “*Il valore dell’impresa: strategie di valutazione e gestione*”, III Edizione, il Sole 24 Ore Libri, 1° gennaio 1998.

Corporate Finance Institute, “*What are Mergers & Acquisitions (M&A)?*”, 2021, disponibile al seguente link: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/mergers-acquisitions-ma/>

Corso di Revisione, Deontologia e Tecnica Professionale, “*Riallineamento: aspetti fiscali*”, 2021, disponibile al link:
https://learn.luiss.it/pluginfile.php/1102729/mod_resource/content/1/4_Riallineamento_aspetti%20fiscali%202021%20-%20-%20Modalità%20compatibilità.pdf

Daft R.L., “*Organizzazione Aziendale*”, VI Edizione, Maggioli Editore, 28 febbraio 2017.

Dalocchio M., Salvi A., “*Finanza d’azienda*”, IV Edizione, Egea, 4 marzo 2021.

De Simone E., “*Storia economica*”, V Edizione, FrancoAngeli, 26 luglio 2018.

Feito-Ruiz, Menendez-Requejo, “*Cross-border Mergers and Acquisitions in different legal environments*”, International Review of Law and Economics, settembre 2011, disponibile al seguente link: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014481881100024X>

Fiori G., Tiscini R., “*Economia aziendale*”, II Edizione, Egea, 14 settembre 2017.

Finbox.com, “*Toyota Motor Corporation Analysis: Definition of Net Income to Stockholders Margin*”, 2021, disponibile al seguente link:
https://finbox.com/OTCPK:TOYO.F/explorer/ni_margin

Franchi L., Feroci V., Ferrari S., “*Codice civile e leggi complementari*”, Hoepli Editore, 23 Dicembre 2017.

Gao P., Kaas H.W., Mohr D., Wee D., “*Automotive revolution—perspective towards 2030*”, McKinsey & Company, 1 gennaio 2016: disponibile al seguente link:
<https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/disruptive-trends-that-will-transform-the-auto-industry/de-de>

Goldman Sachs Equity Research, “*EV architectures: Efficiency in focus - implications for margins, market share and partnerships*”, Global Automobiles, 21 dicembre 2020.

Goldman Sachs Equity Research, “*Stellantis NV: Synergies, Jeeps and turnarounds*”, 1 febbraio 2021.

Guatri L., “*Trattato sulla valutazione delle aziende*”, Egea, 1° dicembre 1998.

Hyundai.com, “*Financial Highlights 2020*”, Financial statement, Audit, 2021, disponibile al seguente link:

<https://www.hyundai.com/content/dam/hyundai/ww/en/images/company/ir/financial-statements/hyundai-motor-company-annual-2020-consolidated-final-v2.pdf>

Il Sole 24 Ore, disponibile al seguente link: <https://www.ilsole24ore.com>

International Energy Agency (IEA), “*Global EV Outlook 2021 Accelerating ambitions despite the pandemic*”, aprile 2021, disponibile al seguente link:

<https://www.iea.org/reports/global-ev-outlook-2021>

Ir.aboutamazon.com, “*2017 Annual Report*”, Amazon, 2018, disponibile al seguente link:
https://s2.q4cdn.com/299287126/files/doc_financials/annual/Amazon_AR.PDF

Kotler P., Keller K., Ancarani F., Costabile M., “*Marketing Management*”, XV Edizione, Pearson, 27 gennaio 2017.

KPMG, “*Rapporto M&A 2015*”, 2 agosto 2016, disponibile al seguente link:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2016/08/Rapporto-2015.pdf>

KPMG, “*Rapporto M&A 2016*”, 14 luglio 2017, disponibile al seguente link:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2017/07/KPMG-Rapporto-MA-2016.pdf>

KPMG, “*Rapporto M&A 2017*”, 28 agosto 2018, disponibile al seguente link:
<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/08/KPMG-Rapporto-M&A-2017-fusioni-acquisizioni.pdf>

KPMG, “*Rapporto M&A 2018*”, 15 luglio 2019, disponibile al seguente link:
https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2019/07/KPMG_Rapporto_MA2018.pdf

KPMG, “*Rapporto M&A 2019*”, 26 giugno 2020, disponibile al seguente link:
<https://home.kpmg/it/it/home/insights/2020/06/rapporto-mergers-acquisitions-2019.html>

KPMG, “*Rapporto-MA-fusioni-acquisizioni-Q1-2020*”, 21 aprile 2020, disponibile al seguente link: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/04/KPMG-Rapporto-MA-fusioni-acquisizioni-Q1-2020.pdf>

Macrotrends, “*Toyota Revenue 2006-2020 | TM*”, 2021, disponibile al seguente link: <https://www.macrotrends.net/stocks/charts/TM/toyota/revenue>

Mariani G., “*M&A and value creation: a swot analysis*”, G. Giappichelli Editore, 31 marzo 2017.

Markovits R.S., “*Economics and the Interpretation and Application of U.S. and E.U. Antitrust Law*”, Springer, 22 Maggio 2014.

McKinsey Center for Future Mobility, “*Connectivity*”, 2021, disponibile al seguente link: <https://www.mckinsey.com/features/mckinsey-center-for-future-mobility/overview/connectivity>

Mishkin F.S., Eakins S.G., Beccalli E., “*Istituzioni e mercati finanziari*”, IX Edizione, Pearson, 2 settembre 2019.

Nissan-global.com, “*Financial Results for the Nine Months Ended December 31*”, 13 febbraio 2020, disponibile al seguente link: https://www.nissan-global.com/EN/DOCUMENT/PDF/FINANCIAL/ABSTRACT/2019/20193rd_financialresult_428_e.pdf

Osservatorio Nazionale Sharing Mobility, “*Quarto rapporto nazionale sulla Sharing mobility*”, 2020, disponibile al seguente link: <http://osservatoriosharingmobility.it/wp-content/uploads/2020/12/IV-RAPPORTO-SHARING-MOBILITY.pdf>

Pelicelli G., “*Le strategie competitive nel settore auto*”, Wolters Kluwer, 27 Giugno 2019.

Phillips T., “*Driving towards autonomy in passenger vehicles*”, Automotive IQ, 7 settembre 2020, disponibile al seguente link: <https://www.automotive-iq.com/autonomous-drive/reports/driving-towards-autonomy-in-passenger-vehicles>

Phillips T., “*E-Mobility Trends 2019 - Where eMobility has come from and where it is going*”, Automotive IQ, 20 giugno 2019, disponibile al seguente link: <https://www.automotive-iq.com/electrics-electronics/reports/automotive-iqs-emobility-trends-2019-report>

PitchBook, “*2020 Annual European M&A Report*”, 3 febbraio 2021, disponibile al seguente link: <https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-european-ma-report>

PitchBook, “*2020 Annual North America M&A Report*”, 20 gennaio 2021, disponibile al seguente link: <https://pitchbook.com/news/reports/2020-annual-north-american-ma-report>

Refinitiv Workspace, disponibile al seguente link: <https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/layout?layoutTemplate=marketMonitoring>

Renaultgroup.com, “*Groupe Renault: Consolidated Financial Statement 2020*”, 2021, disponibile al seguente link: <https://www.renaultgroup.com/wp-content/uploads/2021/03/renault-consolidated-accounts-2020-1.pdf>

Savioli G., “*Le operazioni di gestione straordinaria*”, V Edizione, Giuffrè Editore, 2 ottobre 2020.

Statista, “*Automotive industry worldwide dossier*”, Statista, 2021, disponibile al seguente link: <https://www.statista.com/study/9644/automotive-industry-statista-dossier/>

Statista, “*Average EV/EBITDA multiples in the technology & telecommunications sector worldwide from 2019 to 2021, by industry*”, Statista, 18 gennaio 2021, disponibile al seguente link: <https://www.statista.com/statistics/1030065/enterprise-value-to-ebitda-in-the-technology-and-telecommunications-sector-worldwide/>

Stellantis.com, “*EU Prospectus*”, 20 novembre 2020, disponibile al seguente link: https://www.fcagroup.com/it-IT/investors/events/FCA_PSA_Merger/11_2020/EU_Prospectus.pdf

S&P Global Market Intelligence, “*Global M&A by the numbers: 2020 Recap*”, 10 febbraio 2021, disponibile al seguente link: <https://pages.marketintelligence.spglobal.com/rs/565-BDO-100/images/2020-recap-global-manda-by-the-numbers.pdf>

Tamburi Investment Partners S.p.A., “*Prezzi e valori: L’enterprise value nell’era digitale*”, Milano Finanza, 17 ottobre 2017.

Torrente A., Schlesinger P., “*Manuale di Diritto Privato*”, XXIII Edizione, Giuffrè Editore, 17 luglio 2017.

Unioncamere, Prometeia, “*Il settore automotive nei principali paesi europei*”, 31 luglio 2015, disponibile al seguente link: <https://www.unioncamere.gov.it/P42A2786C189S123/presentato-il-rapporto--il-settore-automotive-nei-principali-paesi-europei-htm>

Versace.com, Sez. Company Profile; EssilorLuxottica.com, “*Essilor and Delfin successfully complete the combination of Essilor and Luxottica by creating EssilorLuxottica, a global leader in the eyecare and eyewear industry*”, Press release, 1 ottobre 2018, disponibile al seguente link: <https://www.essilorluxottica.com/it/essilor-e-delfin-completano-con-successo-la-combinazione-tra-essilor-e-luxottica-nasce>

Wagner I., “*Connected cars in Europe - statistics & facts*”, Statista, 30 settembre 2020, disponibile al seguente link: <https://www.statista.com/topics/7060/connected-cars-in-europe/>

Wagner I., “*Connected cars worldwide - statistics & facts*”, Statista, 15 settembre 2020, disponibile al seguente link: <https://www.statista.com/topics/1918/connected-cars/>