

Dipartimento di Impresa e Management

Corso di Laurea Magistrale in Amministrazione, Finanza e Controllo

Cattedra di Operazioni Straordinarie e Valutazione d'Azienda

Le operazioni di Corporate Restructuring nel mercato automotive come strumento di creazione del valore: il caso Automobili Lamborghini

Prof. Eugenio Pinto

RELATORE

Prof. Alessandro Musai

CORRELATORE

Giulio Salvadori
Matr. 744081

CANDIDATO

Indice

Introduzione

Capitolo 1. La riorganizzazione aziendale.....	1
1.1 Le operazioni di M&A	4
1.1.1 Definizione e descrizione delle operazioni	5
1.1.2 Obiettivi, opportunità e criticità	8
1.1.3 Le Merger Waves e le ultime tendenze.....	12
1.1.4 Valutazione finanziaria di un'operazione di M&A	15
1.2 Le operazioni di Corporate Divestiture	18
1.2.1 Definizione e descrizione delle operazioni	19
1.2.2 Obiettivi, opportunità e criticità	22
1.3 Le alleanze strategiche.....	27
1.3.1 Definizione e descrizione delle operazioni	27
1.3.2 Obiettivi, opportunità e criticità	32
Capitolo 2. Le operazioni di Corporate Restructuring nel mercato automotive.....	35
2.1 Overview dell'industria automobilistica	35
2.1.1 L'industria in numeri	36
2.1.2 I Player del mercato	41
2.1.3 Industry Analysis	47
2.2 I trend del mercato automotive	54
2.2.1 Neutralità carbonica.....	54
2.2.2 Digitalizzazione e intelligenza artificiale.....	66
2.2.3 Condivisione.....	69
2.3 Le operazioni di riorganizzazione aziendale nell'industria automobilistica	71
Capitolo 3. Il caso Automobili Lamborghini	81
3.1 Company Overview.....	81
3.2 Strategie future: esplorazione delle opzioni	88
3.3 Valutazione finanziaria di Automobili Lamborghini SpA	103
3.3.1 Discounted Cash Flow	104
3.3.2 Multipli di mercato	110
3.3.3 Ipotesi di IPO.....	111

Conclusioni

Bibliografia e sitografia

Indice delle Tabelle

Tabella 1: Modelli di serie prodotti e venduti nell'era Volkswagen

Tabella 2: Positioning dei modelli Lamborghini attualmente in produzione

Tabella 3: Confronto nelle vendite tra Lamborghini e Ferrari

Tabella 4: Sintesi del confronto tra le diverse possibilità di disinvestimento strategico

Indice dei Grafici

Grafico 1: Comportamento dei maggiori investitori della Parent company

Grafico 2: Ricavi globali dell'industria manifatturiera automobilistica tra il 2019 e il 2022

Grafico 3: Produzione e vendita globale di autoveicoli tra il 2014 e il 2021

Grafico 4: Produzione di automobili e veicoli commerciali a confronto

Grafico 5: Maggiori Paesi produttori di autoveicoli

Grafico 6: Principali player dell'industria manifatturiera automobilistica globale

Grafico 7: Paesi più importanti nell'estrazione e nella lavorazione degli elementi necessari alla produzione delle batterie per gli autoveicoli elettrici

Grafico 8: Stock globale di automobili BEV e PHEV

Grafico 9: Maggiori brand per vendita di autoveicoli elettrici nel 2022

Grafico 10: Andamento dei ricavi e degli utili di Lamborghini tra il 2014 e il 2022

Grafico 11: Ricavi annuali nel segmento sport-luxury a confronto

Indice dei Fogli Excel

Foglio 1: Discounted Cash Flow

Foglio 2: Calcolo del Net Working Capital

Foglio 3: Calcolo del WACC

Foglio 4: Calcolo del Beta

Foglio 5: Multipli di mercato

Indice delle Figure

Figura 1: Build, buy or partner?

Figura 2: Fasi di un M&A deal (buy-side)

Figura 3: Le sei Merger Waves

Figura 4: Attività M&A a livello globale nel periodo 2018-2022

Figura 5: Differenze principali tra Sell-Off e Spin-Off

Figura 6: Assetto proprietario di un'azienda prima e dopo un'operazione di Spin-Off

Figura 7: Extra-rendimenti medi della Parent company e della scorporata rispetto all'indice S&P 500 nei 12 mesi successivi all'operazione di Spin-Off

Figura 8: Extra-rendimenti della Parent company e della scorporata rispetto all'indice S&P 500 negli anni 2004-2006 e 2007-2009

Figura 9: Forme di collaborazione tra aziende

Figura 10: Step principali di un processo di alleanza

Figura 11: Modello delle cinque forze competitive

Figura 12: Assetti proprietari Bugatti-Rimac

Figura 13: Logo societario di Automobili Lamborghini

Figura 14: Assetto proprietario di Ferrari pre e post Equity Carve-Out

Figura 15: Performance delle azioni FCA dal giorno dell'annuncio del Carve-Out alla separazione di Ferrari

Figura 16: I 10 brand italiani più forti al 2023

Figura 17: Assetto proprietario di Lamborghini pre e post IPO

Introduzione

Cento anni fa l'automobile rappresentava il paradigma del progresso tecnologico dell'uomo ed era elogiata quale strumento di dinamismo e modernità. Nel corso dell'ultimo secolo sono state molte le innovazioni che hanno contribuito allo sviluppo e alla diffusione di questo prodotto rivoluzionario, ma mai come oggi l'industria automobilistica ha affrontato trasformazioni così radicali: i disruptive trend legati alla sostenibilità ambientale, alla digitalizzazione e alla condivisione stanno modificando irreversibilmente non solo il mercato, ma l'intero ecosistema della mobilità. Gli autoveicoli saranno tra pochi anni alimentati solo da motori elettrici, si guideranno autonomamente, saranno connessi l'uno a l'altro e cambieranno i modi attraverso cui i consumatori li acquisteranno e li utilizzeranno. In un simile contesto si sono aperte molte opportunità e allo stesso tempo sono aumentati i rischi, nuovi player si sono affacciati sul mercato e la catena di approvvigionamento globale dipende sempre di più da Paesi ricchi di terre rare o produttori di minuscoli chip. Il Covid-19 ha velocizzato tale processo di cambiamento e numerose aziende sono state costrette a riorganizzarsi per poter sopravvivere; altre invece lo hanno fatto con l'ambizione di poter cogliere un'occasione, crescere, creare valore: operazioni quali acquisizioni e fusioni, disinvestimenti strategici e alleanze rappresentano e rappresenteranno per le imprese del mercato automotive una chiave fondamentale per affrontare il futuro.

Il presente elaborato ha l'intenzione di approfondire il potenziale di queste operazioni, definite di Corporate Restructuring, per dimostrare come esse debbano essere considerate dalle aziende parte integrante della propria strategia e non singole e isolate attività nel corso del tempo. In particolare è stato scelto come perimetro dell'analisi il mercato automobilistico, in quanto oggetto di profonda innovazione e rinnovazione e dunque terreno fertile per molteplici operazioni di riorganizzazione. Sarà condotta anche una valutazione sperimentale su una singola impresa operante nel mercato al fine di dimostrare qualitativamente e quantitativamente il processo di potenziale creazione di valore legato alla realizzazione di operazioni di restructuring.

Nel primo capitolo saranno descritte ed analizzate alcune tra le più importanti operazioni di riorganizzazione aziendale, quali le M&A, i Sell-Off e gli Spin-Off e le partnership strategiche, al fine di comprendere il meccanismo che le regola e identificarne i principali vantaggi e le criticità associate.

Nel secondo capitolo, invece, verrà trattato il mercato automotive: saranno presentati i più rilevanti player che vi operano e di seguito analizzate nel dettaglio le tendenze che lo stanno rivoluzionando. Vi sarà poi spazio per una trattazione inerente alle operazioni di Corporate Restructuring all'interno dell'industria e saranno anche disussi importanti casi avvenuti di recente per cogliere pienamente la portata del tema.

Il terzo ed ultimo capitolo sarà infine dedicato al caso di studio dell'azienda italiana Automobili Lamborghini: dopo una company overview e un'approfondita analisi che includerà anche un confronto con i più importanti competitors, saranno valutate le possibili opzioni di disinvestimento strategico del brand da parte della controllante Audi per identificare eventuali possibilità di creazione di valore. L'elaborato si concluderà con una valutazione finanziaria dell'impresa, destinata a verificare le ipotesi realizzate.

CAPITOLO 1.

LA RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE

In ambito aziendale, il termine “riorganizzazione” può assumere diverse accezioni, ma tutte le operazioni ascrivibili a questa categoria hanno in comune una caratteristica: la loro criticità.

Sia che si tratti di cedere una società per far fronte a uno stato di insolvenza, sia che si intenda realizzare un’acquisizione strategica, la cura dei dettagli è difatti essenziale per raggiungere l’obiettivo prefissato.

Le operazioni di questo genere si verificano sia durante i periodi di shock finanziario che in quelli di grande espansione economica e sono maggiormente evidenti all’interno di mercati coinvolti in profonde trasformazioni e innovazioni tecnologiche.

Quello di oggi è forse uno dei periodi di massimo cambiamento della storia recente: dopo la Grande Recessione e l’avanzamento della digitalizzazione, l’umanità ha preso coscienza dell’emergenza climatica, affrontato una pandemia globale ed assistito al ritorno della guerra in Europa.

In un contesto di massima volatilità come quello descritto, condurre un’azienda su un tracciato di profittabilità sostenibile e duratura non è affatto semplice: doti quali la visione strategica, la flessibilità e la capacità di adattamento risultano in tal senso vitali per cercare di anticipare quanto basta i trend del mercato e superarli senza esserne travolti.

Come è facilmente intuibile, molte aziende non sopravvivono ai periodi di grande trasformazione; quelle che ci riescono, tuttavia, optano spesso per una riorganizzazione.

Questo elaborato ha l’intento di approfondire ed analizzare questa categoria di operazioni focalizzandosi su un mercato in particolare, quello automobilistico, poiché esso rappresenta per eccellenza l’attuale periodo di cambiamento: la digitalizzazione e l’elettrificazione stanno modificando in modo irreversibile un’industria rimasta pressoché inalterata per decenni e le aziende sono consapevoli della necessità di adeguarsi per continuare le proprie attività.

Le operazioni di Corporate Restructuring

Per Corporate Restructuring, in italiano “ristrutturazione” o “riorganizzazione” aziendale, si intende un insieme molto ampio di operazioni di cui l’ordinamento non fornisce una definizione precisa. Possono tuttavia essere incluse in questa categoria tutte quelle finalizzate a modificare la struttura organizzativa e/o finanziaria, la posizione di mercato o la strategia di un’azienda, con l’obiettivo di migliorarne la redditività, l’efficienza o la competitività.

Secondo diversi autori, dunque, sarebbero da ricondurre a questa classe anche le operazioni di finanza straordinaria, cioè quelle attraverso cui una società modifica il suo patrimonio e/o la propria compagine sociale al fine di liquidare ovvero riorganizzare l’attività d’impresa (Corasaniti et al, 2008).

A differenza di queste ultime, che spesso coinvolgono un cambio di controllo o una riorganizzazione sostanziale della struttura aziendale, le operazioni di Restructuring hanno lo scopo più generico di

migliorare le prestazioni dell'azienda o di adattarla a nuove opportunità di mercato, e per questo includono anche riorganizzazioni operative, come la riduzione dei costi o la razionalizzazione del personale, e riorganizzazioni finanziarie come la ristrutturazione del debito.

Le operazioni di Corporate Restructuring possono essere suddivise in base alla loro natura, distinguendole tra proattive, difensive e finalizzate alla gestione delle situazioni di crisi¹.

Le operazioni proattive mirano ad anticipare le potenziali sfide e opportunità del mercato, consentendo all'azienda di adattarsi in modo flessibile alle mutate condizioni di business. Queste attività includono, ad esempio, le fusioni e acquisizioni e le partnership strategiche. D'altra parte, le operazioni difensive di Corporate Restructuring sono orientate alla tutela dell'impresa dagli attacchi esterni, come le offerte ostili o le acquisizioni ostili, attraverso la creazione di barriere difensive. Queste attività comprendono, ad esempio, la realizzazione di pacchetti di golden share, la creazione di una struttura azionaria complessa e l'implementazione di piani di difesa aziendale.

Infine, le operazioni di Restructuring volte alla gestione delle situazioni di crisi rappresentano un'ulteriore tipologia di attività, finalizzata a risolvere le difficoltà economico-finanziarie dell'azienda. Tali operazioni includono la ristrutturazione dei debiti, la liquidazione delle attività non-core e la riduzione dei costi.

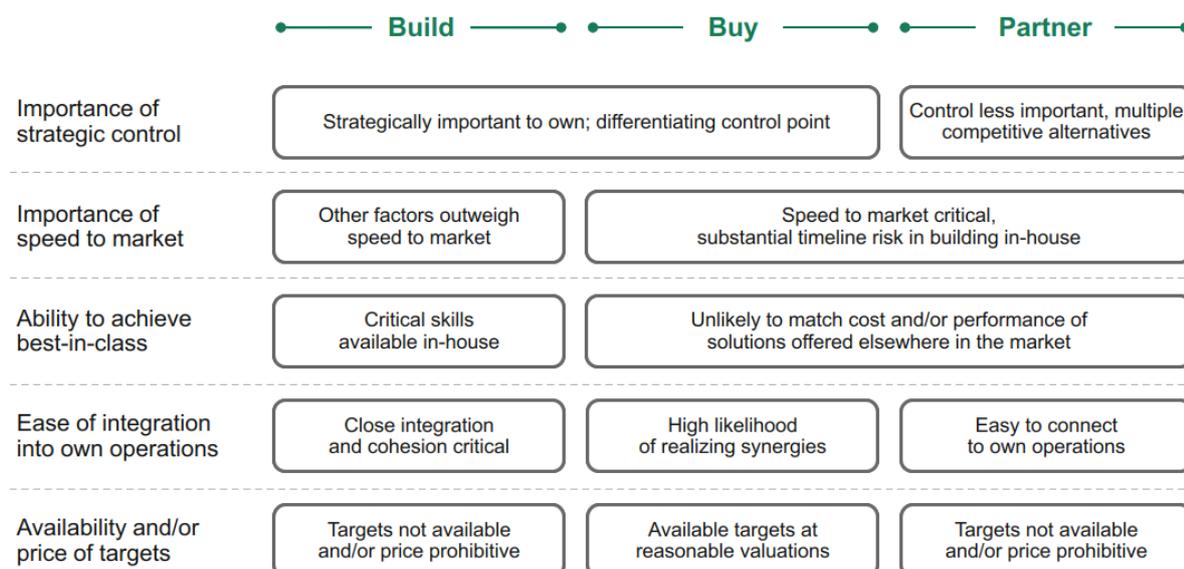
In questo elaborato si concentrerà l'attenzione sulle operazioni rientranti nella categoria delle ristrutturazioni di portafoglio. Queste ultime rappresentano un insieme di operazioni atte a ridefinire la composizione del portafoglio strategico dell'azienda e, conseguentemente, il perimetro delle sue attività, al fine di creare valore per l'azienda. (M. Brauer²)

Esistono infatti tre modi principali per crescere e creare valore: sviluppo interno (*build*), fusioni ed acquisizioni (*buy*) ed alleanze strategiche (*partner*).

¹ La situazione di crisi può essere passeggera e coinvolgere società in bonis o anche grave e duratura: in questo caso, società in periodo di financial distress possono avere problemi di liquidità, difficoltà a generare profitti o avere un eccessivo indebitamento. Tali problemi mettono a rischio la sopravvivenza stessa delle aziende e possono richiedere interventi straordinari per riportare la situazione sotto controllo, come la rinegoziazione dei debiti, la riduzione dei costi e la vendita di asset non essenziali.

² M. Brauer, "What we have acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda", Journal of Management, 2006

Figura 1 – Build, buy or partner?



Fonte: U. Pidun, “Corporate strategy. Theory and practice”, 2019

Lo sviluppo interno (anche denominato crescita organica) ha due grandi vantaggi: (i) richiede un investimento iniziale piuttosto limitato e (ii) consente di distribuire le spese nel tempo, essendo quindi facilmente scalabile con un rischio gestibile. Una focalizzazione sullo sviluppo interno può favorire una cultura organizzativa di imprenditorialità che incoraggia la ricerca continua di nuove opportunità di crescita e diventa un’importante competenza dinamica dell’azienda. Tuttavia, la strategia *build* è un modo piuttosto lento di cogliere un’opportunità di crescita e comporta il rischio di non riuscire a raggiungere l’obiettivo prefissato solo con risorse interne. Ciò risulta particolarmente complesso in caso di significativi ostacoli all’ingresso. Tali barriere possono essere strutturali se, ad esempio, gli incumbent: (i) controllano risorse chiave, (ii) sono protetti dalla regolamentazione o da elevati switching costs³, oppure (iii) beneficiano di economie di scala o apprendimento che sono difficili da recuperare. Le barriere all’ingresso possono anche essere strategiche, se gli incumbent impiegano efficaci strategie di dissuasione come la minaccia credibile di una guerra dei prezzi. Se tali barriere risultano consistenti, lo sviluppo interno potrebbe non essere fattibile e si dovrebbe considerare l’opzione di un’acquisizione/fusione di un player consolidato. Un’acquisizione potrebbe essere anche la via preferita se il tempo è critico, ad esempio, a causa di vantaggi del *first mover*.

Le acquisizioni offrono accesso a nuove risorse e capacità che potrebbero essere difficili da sviluppare internamente. L’organizzazione acquisita non solo fornisce le competenze dirette necessarie per entrare in

³ Gli switching costs si riferiscono ai costi economici, temporali o di altro tipo che un consumatore deve sostenere quando decide di passare da un prodotto, servizio o fornitore ad un altro. Questi costi sono legati all’adattamento, alla formazione o al cambiamento delle abitudini, nonché alla perdita di vantaggi o relazioni accumulate con il fornitore precedente.

un mercato, ma può anche sfidare le convinzioni esistenti e aprire nuove prospettive e opportunità per lo sviluppo aziendale. Inoltre, un'acquisizione invia un segnale forte e credibile di impegno per la concorrenza. Tuttavia, questi vantaggi sono bilanciati da un alto investimento iniziale, significativi costi di transazione e rischi specifici. Le partnership o le alleanze possono essere una buona alternativa: funzionano anche nei casi in cui un'acquisizione diretta non è possibile a causa di leggi nazionali, regolamentazioni anti-trust o resistenza dell'obiettivo. Per un'impresa che vuole entrare in una nuova area di crescita, una partnership potrebbe essere un buon modo per testare le acque e limitare il proprio impegno e investimento iniziale. Entrambi i partner condividono il rischio dell'iniziativa, ma aumentano anche la probabilità di successo combinando le loro forze e le loro capacità complementari. Tuttavia, a differenza di un'acquisizione, le alleanze offrono solo un accesso limitato alle risorse e alle capacità del partner e il loro modello di controllo condiviso diventa difficile da gestire in caso di filosofie aziendali, priorità strategiche o orizzonti temporali di investimento divergenti. Il risultato può essere un comportamento opportunistico, un impegno limitato o addirittura una diffidenza aperta, conflitti di interesse e lotte di potere tra i partner che richiedono schemi di governance notevolmente più complessi di quanto originariamente previsto.

Tra le modalità di attuazione della ristrutturazione di portafoglio figurano operazioni appartenenti alle categorie delle c.d. *Expansion Techniques* e *Divestment Techniques*. Le prime includono le fusioni e acquisizioni e le alleanze strategiche e prevedono un'espansione verso l'esterno da parte dell'impresa, che sceglie dunque una strategia di tipo *buy o partner*.

Le seconde, invece, includono operazioni di disinvestimento come i Sell-Off e gli Spin-Off e ricercano la creazione di valore attraverso la riorganizzazione interna e il refocus dell'azienda, tramite una strategia di tipo *build* che non prevede l'acquisizione di risorse/competenze dall'esterno.

Di seguito saranno trattate dapprima le operazioni di M&A, successivamente quelle di Divestiture ed infine le alleanze strategiche.

1.1 Le operazioni di M&A

La locuzione anglosassone M&A (Mergers & Acquisitions), in italiano fusioni e acquisizioni, indica due attività strategiche che hanno il fine ultimo di migliorare la posizione competitiva e creare valore per le aziende.

Le operazioni M&A rappresentano una strategia di crescita per le imprese che desiderano acquisire nuovi asset, tecnologie, clienti o competenze, oppure per quelle che desiderano espandersi in nuovi mercati. Tuttavia esse possono anche comportare rischi significativi, come l'acquisizione di passività o asset non performanti, la perdita di sinergie o il fallimento dell'integrazione post-acquisizione. Per questo motivo, le operazioni di M&A richiedono una pianificazione e una valutazione attente e una gestione *post-merger*

efficace.

Le fusioni e le acquisizioni possono essere distinte in base alla natura delle attività delle imprese coinvolte in verticali, orizzontali e conglomerali.

Le operazioni “verticali” si verificano tra due imprese che operano in diverse fasi della catena di produzione in modo da creare un’unica entità integrata in grado di gestire una più ampia porzione del processo produttivo. In questo modo, l’azienda risultante ha un maggiore controllo sulla catena di approvvigionamento, può ridurre i costi di produzione e di conseguenza divenire più efficiente nel caso di integrazioni “a monte”, o aumentare la propria capacità distributiva nel caso di integrazioni “a valle”.

Le operazioni “orizzontali” si verificano invece tra due imprese che operano nella stessa fase della catena di produzione, al fine di creare un’entità più grande e con un maggior potere di mercato. In questo caso, l’obiettivo principale è quello di aumentare la propria market share e il potere contrattuale e generare sinergie attraverso la riduzione dei costi e l’ottimizzazione delle attività.

Le operazioni “conglomerali”, infine, coinvolgono imprese che operano in settori diversi e non correlati. L’obiettivo principale in questo caso è quello di diversificare il portafoglio di attività, ridurre il rischio di mercato e aumentare la presenza in diversi settori.

1.1.1 Definizione e descrizione delle operazioni

La fusione aziendale, detta anche *merger*, è un’operazione che comporta la riallocazione del capitale azionario di una o più società. Ne esistono due tipologie diverse: la fusione “per unione” e la fusione “per incorporazione”.

Nella prima, tutte le società coinvolte perdono la propria identità giuridica, e il loro patrimonio viene trasferito ad una nuova società formalmente costituita. La nuova compagine sociale sarà formata da tutti i soci delle entità fuse.

Nella seconda tipologia di fusione, una legal entity già esistente, l’incorporante, acquisisce una o più società incorporate che, in questo modo, perdono la loro identità giuridica. In questo caso, non si costituisce una nuova entità societaria, ma si assiste alla confluenza dei patrimoni e della compagine sociale della società incorporata nella società incorporante.

L’acquisizione rappresenta, invece, il trasferimento di proprietà di un’impresa da un soggetto ad un altro, che può avvenire attraverso l’acquisto delle azioni dell’impresa (*share deal*) o delle sue attività e passività (*asset deal*).

In uno *share deal*, il compratore acquista le azioni e diventa il proprietario di un’entità giuridica. Nonostante il cambiamento di proprietà, le attività della società target continuano ad essere svolte regolarmente. Acquistando le azioni, il compratore acquisisce tutti gli asset e le passività della società target (incluse

quelle non note⁴) con i relativi rischi associati.

In un asset deal, invece, il compratore acquisisce il business, ma non la legal entity.

La nuova entità assumerà dunque solo una parte degli asset e delle passività (solo alcuni contratti, dipendenti...). Inoltre, le operazioni commerciali della società target continueranno sotto una diversa persona giuridica (il compratore creerà una nuova legal entity o ne utilizzerà una esistente).

Tramite un asset deal, pertanto, il compratore è esposto a rischi minori rispetto allo share deal, poiché viene molto ridotta la possibilità di rinvenire passività sconosciute.

Sebbene sembri quindi preferibile optare per questo genere di acquisizione, si ricorre ad un asset deal solo quando non vi è altra scelta, ad esempio quando si ha la necessità di vendere una singola Business Unit all'interno di una più grande legal entity, o quando il buyer è effettivamente certo della presenza di passività potenziali che rappresentano un rischio inaccettabile. Il motivo risiede nel fatto che di solito l'asset deal non risulta fiscalmente favorevole per il venditore, e inoltre esso è generalmente più complesso dal punto di vista legale rispetto allo share deal, poiché richiede la destrutturazione e la ricostruzione del business.

In campo finanziario internazionale, a differenza della normativa italiana, si riscontra generalmente una tendenza a considerare le operazioni di fusione ed acquisizione come un unico processo, noto appunto come Mergers & Acquisitions (M&A). Le fasi di un deal di M&A possono variare in base alle specifiche circostanze, ma generalmente si distinguono sei tappe principali, come visibile in Figura 2.

Figura 2 – Fasi di un M&A deal (buy-side)



Fonte: Elaborazione dell'autore

Il processo che porta alla finalizzazione di un deal di M&A solitamente ha una durata di diversi mesi. L'iter ha inizio con la fase preparatoria (fase pre-deal) in cui la società acquirente sviluppa una strategia di acquisizione ed effettua un'analisi del mercato per identificare le opportunità offerte dallo stesso.

⁴ Potrebbero emergere, per esempio, "passività legali" come contenziosi in corso che la società target sta affrontando e di cui la società acquirente non era a conoscenza, o "passività fiscali" non note, come obbligazioni tributarie, imposte arretrate o controversie con le autorità fiscali. Queste passività possono avere un impatto significativo sul bilancio e sulla situazione finanziaria della società acquirente.

Successivamente, viene stilata una short-list dei potenziali target e viene effettuata un'analisi preliminare per verificare la fattibilità dell'operazione e la capacità finanziaria nel sostenere il takeover, nonché per identificare eventuali problematiche legate alla normativa antitrust. Con ogni possibile società target viene siglato quindi un contratto preliminare e un accordo di riservatezza. Successivamente, si procede con la selezione del target più appropriato e si intraprende una fase di *due diligence* (dovuta diligenza).

Lo scopo della due diligence è quello di sviluppare una comprensione più profonda dell'obiettivo al fine di valutare l'attrattività del target. La due diligence strategica comporta l'analisi dell'azienda target, del suo modello di business, dei mercati e della posizione competitiva, l'esame del suo piano aziendale, la verifica e la quantificazione delle potenziali fonti di sinergie e di creazione di valore aggiunto, l'individuazione di potenziali rischi nascosti e la revisione della fattibilità dell'operazione. Oltre alla due diligence strategica, ci sono moduli aggiuntivi che esaminano la situazione finanziaria, legale, fiscale, tecnologica ed ambientale dell'azienda target. La complessità del processo, il breve lasso di tempo e l'ampio campo di indagine richiedono un rigoroso project management da parte del team esteso dell'operazione, che di solito coinvolge esperti interni ed esterni all'azienda, tra cui banche d'affari, avvocati, revisori contabili e consulenti strategici.

La due diligence è la base per la successiva valutazione finanziaria dell'obiettivo. La sfida nella valutazione non risiede nella metodologia o nel modello tecnico, ma nelle ipotesi relative alla proiezione dei flussi di cassa, che devono derivare dalla valutazione strategica ed essere coerenti con essa. La valutazione è generalmente suddivisa in tre componenti che vengono modellate separatamente: il valore intrinseco del target, il potenziale di miglioramento e le sinergie generate dall'integrazione. È buona pratica non solo quantificare il valore autonomo del target sulla base di un calcolo dei flussi di cassa scontati (DCF), ma anche derivare una valutazione relativa dai valori di mercato effettivi di società quotate comparabili o di transazioni recenti (valutazione basata su multipli). Per i dettagli tecnici di questi metodi di valutazione, si rimanda al paragrafo 1.1.4 ("Valutazione finanziaria di un'operazione di M&A"). La valutazione è un processo iterativo; il modello di valutazione viene continuamente migliorato e affinato man mano che arrivano informazioni aggiuntive, ad esempio dalla due diligence, da diversi esperti o dalle negoziazioni. È anche comune applicare analisi di sensibilità o di scenario per identificare le ipotesi critiche e quantificare i rischi principali. Il risultato della valutazione non è una stima puntuale, ma un intervallo ragionevole.

La valutazione fornisce un input per la negoziazione del prezzo stabilendo il limite massimo che l'acquirente è disposto a pagare e identificando i principali fattori di valore e rischio che possono essere utilizzati per la contrattazione. Il corso dettagliato della negoziazione dipende dalla tipologia di fusione/acquisizione e varia se l'accordo è privato o viene raggiunto tramite asta. La portata della negoziazione non riguarda solo il prezzo, ma anche le condizioni dell'accordo, come le garanzie e le rappresentazioni che il venditore è disposto a dare e i meccanismi di adeguamento post-transazione. Se l'attività acquisita è solo una parte di un'azienda esistente, le discussioni comprenderanno anche quali asset sono inclusi nella trattativa, quali contratti sono assunti e come le future relazioni con la società madre

venditrice possono essere strutturate.

Quando la trattativa giunge ad un accordo, viene firmato il contratto. Di solito questo è anche il momento in cui la fusione viene annunciata al pubblico. Prima che possa essere eseguito, potrebbe essere necessaria l'approvazione degli azionisti di entrambe le società e, in caso di fusioni di maggiori dimensioni, delle autorità antitrust di tutte le giurisdizioni in cui la NewCo avrà una posizione significativa. Questo processo può richiedere diversi mesi e comporta un'accurata indagine delle quote di mercato della società fusa all'interno di ciascuno dei suoi segmenti di mercato e del potenziale di ostacoli significativi alla concorrenza effettiva. In alcuni casi, le autorità antitrust richiedono rimedi per evitare una posizione di mercato dominante, tra cui la vendita di parti dell'attività combinata. In parallelo al processo di approvazione, dovrebbe iniziare anche la preparazione dell'integrazione per evitare ritardi e garantire un processo di consolidamento agevole e il precoce conseguimento delle sinergie. Una volta ricevuta l'approvazione, il contratto viene formalmente chiuso e può iniziare l'integrazione.

La Post-Merger Integration (PMI) dà inizio alla fase post-deal ed è essenzialmente un compito di progettazione organizzativa in cui due organizzazioni indipendenti vengono integrate in una nuova organizzazione comune, che è la più adatta per il business combinato e consente di sfruttare le sinergie che inizialmente hanno motivato l'operazione. Un'idea generale dell'organizzazione obiettivo deve già essere presente durante la valutazione e la negoziazione, poiché stabilisce molte delle assunzioni e dei termini negoziati. Philippe Haspeslagh e David Jemison (1993) hanno analizzato un gran numero di PMI e hanno identificato quattro archetipi principali di integrazione: assorbimento, conservazione, simbiosi e mantenimento. L'assorbimento è un'integrazione asimmetrica con tutto il potere detenuto dall'acquirente. Risulta più adatto quando entrambi i business sono molto interdipendenti. La PMI di conservazione dovrebbe essere perseguita quando l'interdipendenza è bassa e l'autonomia del target è critica: in questo caso, il target viene solo debolmente integrato e lasciato in gran parte intatto. La PMI di simbiosi è un modello di integrazione simmetrica e altamente sinergica e si applica quando entrambi i business sono molto interdipendenti, ma è essenziale proteggere l'autonomia del target in una certa misura. Il modello di mantenimento della PMI, infine, non comporta una vera integrazione, ma per lo più il mantenimento dello status quo delle operazioni aziendali; non è molto comune e rappresenta meno del 10% di tutte le operazioni.

1.1.2 Obiettivi, opportunità e criticità

Raramente un'impresa riesce ad acquisirne un'altra senza corrispondere un prezzo superiore al valore di mercato di quest'ultima.

L'offerta di acquisto, difatti, è quasi sempre pari al valore di mercato della società target incrementato da un premio di acquisizione: esso rappresenta il valore aggiunto che l'acquirente ritiene di ottenere dall'operazione rispetto al valore attuale dell'azienda acquisita sul mercato. Solitamente, il premio di

acquisizione viene pagato per motivi strategici, come la possibilità di ampliare il proprio portafoglio prodotti o servizi, di acquisire nuovi clienti e soprattutto di creare valore tramite sinergie che permettono di aumentare i ricavi o di ridurre i costi. Secondo una ricerca condotta da Gregor Andarde, Mark Mitchell ed Erik Stafford ⁵, tale premio si aggira mediamente intorno al 38% del prezzo dell'impresa pre-fusione. Di seguito sono riportate alcune tra le molteplici ragioni che possono motivare un'azienda ad intraprendere un processo di M&A:

- Economie di scala: in seguito ad un'operazione di fusione/acquisizione, si manifestano economie di scala ogni volta che l'aumento delle quantità prodotte genera una riduzione del costo medio unitario. Esse possono derivare, per esempio, dalla riduzione delle spese ridondanti o dalla condivisione di servizi centralizzati, come la gestione del personale, l'amministrazione, la pianificazione strategica e il controllo finanziario.

Le economie di scala sono uno dei benefici più ricercati tramite le operazioni orizzontali.

- Economie di scopo: esse si realizzano laddove, in seguito alla diversificazione della gamma di prodotti offerti, la produzione congiunta di beni differenti tramite gli stessi fattori, come risorse, know-how e impianti produttivi, genera un risparmio all'azienda.
- Integrazione verticale ed aumento dell'efficienza: l'aumento dell'efficienza è un obiettivo spesso ricercato nel caso di un'operazione verticale di M&A tra due società operanti nello stesso settore, ma in una fase diversa del processo produttivo. L'integrazione può avvenire a monte, nel caso di acquisizione del controllo degli input produttivi, oppure a valle, nel caso di acquisizione del controllo dei canali distributivi.
- Diversificazione: in seguito ad un'operazione di M&A, la diversificazione delle attività potrebbe comportare la riduzione del rischio e, di conseguenza, un minor costo del debito e dunque ad una maggiore capacità di indebitamento. Le operazioni conglomerali hanno spesso questo come obiettivo principale.
- Espansione geografica: tra gli obiettivi strategici di un'operazione di M&A, l'espansione geografica risulta essere tra i più importanti, poiché tramite l'acquisizione di un'impresa straniera è possibile ovviare a difficoltà derivanti dall'ingresso in un nuovo territorio come la lontananza geografica e i relativi problemi logistici, le differenze culturali con il paese target e la necessità di costruire una nuova rete di relazioni con gli attori del sistema economico locale. Bisogna tuttavia considerare che un'operazione tra due aziende geograficamente e culturalmente lontane renderebbe più complesso il processo di integrazione *post-merger*, con il rischio che si verifichi il cosiddetto *culture clash*.
- Crescita della quota di mercato e delle competenze: le operazioni orizzontali vengono spesso attuate con l'obiettivo di accrescere la *market share*, con il fine di aumentare il potere di mercato dell'azienda all'interno del proprio settore. Inoltre, in un'ottica *make or buy*, un'operazione di

⁵ G. Andarde, M. Mitchell ed E. Stafford, "New Evidence and Perspectives on Merger", Journal of Economic Perspectives, 2001.

fusione/acquisizione (*buy*) permetterebbe di crescere, in termini di grandezza, know-how e base clienti, in modo molto più veloce rispetto ad una paragonabile crescita interna (*make*). Questa casistica è particolarmente frequente tra le operazioni messe in atto nel mondo tecnologico, dove le imprese preferiscono spesso acquisire dall'esterno competenze in modo da crescere più rapidamente.

Oltre alle opportunità che possono derivare dalla realizzazione degli obiettivi appena citati, che spesso muovono le aziende ad effettuare operazioni di M&A, vi sono i possibili benefici fiscali: le fusioni e le acquisizioni possono generare infatti importanti benefici fiscali alle aziende coinvolte. Ad esempio, le spese sostenute durante il processo di acquisizione possono essere dedotte, riducendo così la base imponibile dell'azienda acquirente. Inoltre, l'acquisizione di una società in perdita può consentire all'acquirente di sfruttare le perdite fiscali accumulate dalla società acquisita per ridurre le proprie imposte. Le M&A possono infine offrire l'opportunità di ristrutturare la struttura fiscale dell'azienda, consentendo di usufruire di un regime fiscale più favorevole o di beneficiare di crediti d'imposta⁶. Tuttavia, è importante notare che ogni operazione è unica e i benefici fiscali dipendono dalle circostanze specifiche dell'operazione.

Le fusioni e le acquisizioni possono tuttavia comportare anche una serie di criticità: in seguito alla conclusione dell'operazione potrebbero effettivamente generarsi le sinergie ipotizzate o viceversa, potrebbero sorgere problemi di varia natura durante il processo di integrazione.

Si tratta infatti di operazioni molto complesse, dall'esito tutt'altro che prevedibile.

La percentuale di operazioni di fusioni e acquisizioni che si concludono in modo negativo, sebbene vari notevolmente a seconda del periodo e dell'industria di riferimento, è infatti generalmente molto elevata: esistono diverse statistiche che suggeriscono che un numero significativo di operazioni non riesca a raggiungere gli obiettivi prefissati e dunque che esse possano essere considerate insoddisfacenti o addirittura fallimentari. Ad esempio, uno studio⁷ del 2019 condotto da McKinsey & Company ha rilevato che il 79% degli acquirenti non è stato in grado di ottenere valore dalla fusione/acquisizione. Inoltre, uno studio⁸ di Harvard Business Review del 2017 ha scoperto che il 70% delle fusioni e acquisizioni non ha raggiunto gli obiettivi previsti. In generale, è importante considerare che le operazioni di M&A coinvolgono molte variabili, tra cui la cultura aziendale, la gestione del cambiamento e l'integrazione dei processi e delle tecnologie. Pertanto, è necessario che le aziende siano consapevoli di questi fattori e lavorino per mitigare i rischi associati a tali operazioni per aumentare le probabilità di successo.

Di seguito sono riportate alcune tra le diverse criticità che possono emergere in seguito ad un'operazione di M&A:

⁶ Il miglioramento della fiscalità può derivare, ad esempio, dal consolidamento delle risorse fiscali: attraverso una fusione o acquisizione, le società possono consolidare le passività fiscali, sfruttando sinergie e riducendo gli oneri fiscali complessivi.

⁷ McKinsey & Company, "M&A should benefit from a value-creation mindset", 2019

⁸ Harvard Business Review, "The Truth About Mergers and Acquisitions", 2017

- **Diversificazione:** la diversificazione è una strategia aziendale che mira a ridurre il rischio investendo in diverse attività, settori o Paesi. Tuttavia, se questa strategia viene portata all'eccesso, può comportare una perdita di focus sull'attività principale dell'azienda e un aumento della complessità nella gestione. Un caso esemplificativo è quello di General Electric (GE), che per diversi decenni ha adottato una strategia di diversificazione aggressiva, acquisendo imprese operanti in molti settori diversi, tra cui energia, trasporti, finanza, sanità e media. Ciò ha comportato una notevole complessità organizzativa e di gestione, rendendo difficile la definizione di una strategia comune per l'intero gruppo e la generazione di sinergie tra le diverse attività. Negli ultimi anni, GE ha avviato un processo di razionalizzazione delle attività e di vendita di alcune delle sue divisioni non-core, con l'obiettivo di ridurre la complessità e concentrarsi sulle attività principali dell'azienda.
- **Culture clash:** l'integrazione di culture aziendali differenti può comportare difficoltà nella gestione delle risorse umane, nella creazione di una visione comune per l'azienda post-merger e nell'armonizzazione dei processi aziendali. Il "culture clash" è una delle maggiori criticità associate alle fusioni e alle acquisizioni, poiché può comportare un impatto negativo sulla produttività, sul morale dei dipendenti e sulla riuscita stessa dell'operazione.

Un caso di operazione fallita a causa di una mancata integrazione culturale è quello di Daimler-Chrysler. Nel 1998, la casa automobilistica tedesca Daimler-Benz ha acquisito l'americana Chrysler: tuttavia, mentre la cultura aziendale di Daimler era fortemente incentrata sulla precisione, la disciplina e la gerarchia, quella di Chrysler era più informale, dinamica e incentrata sulla creatività. Inoltre, i dipendenti di entrambe le aziende hanno avuto difficoltà a integrarsi anche a causa delle differenze linguistiche. Ciò ha comportato una serie di problemi operativi, tra cui ritardi nella produzione, problemi nella gestione delle forniture e una diminuzione della soddisfazione dei dipendenti. Nel 2007, dopo nove anni, Daimler ha venduto Chrysler a un gruppo di investitori privati.

- **Empire building:** un rischio concreto che può emergere durante un'operazione di M&A è che il management dell'azienda acquirente persegua i propri interessi piuttosto che quelli della società che gestisce (problema di agenzia⁹). Tale situazione può manifestarsi in diverse forme, tra cui il cosiddetto "empire building", ossia la volontà da parte dei manager di costruire un'organizzazione sempre più grande e prestigiosa, che può essere motivata dal desiderio personale di una maggiore remunerazione e visibilità professionale.

Spesso infatti i bonus a breve termine dei manager sono legati ad obiettivi parametrati alla grandezza dell'impresa in termini di ricavi e pur di raggiungerli vengono portate a termine operazioni che non sono negli interessi dell'azienda e dei suoi azionisti. L'empire building può comportare una serie di

⁹ I problemi di agenzia si verificano quando vi è una discrepanza di interessi tra i proprietari di un'azienda (azionisti o principali) e i manager o dirigenti che la gestiscono per conto dei proprietari. Questa discrepanza di interessi può portare a comportamenti opportunistici da parte dei manager che cercano di massimizzare i propri benefici personali a spese degli interessi degli azionisti.

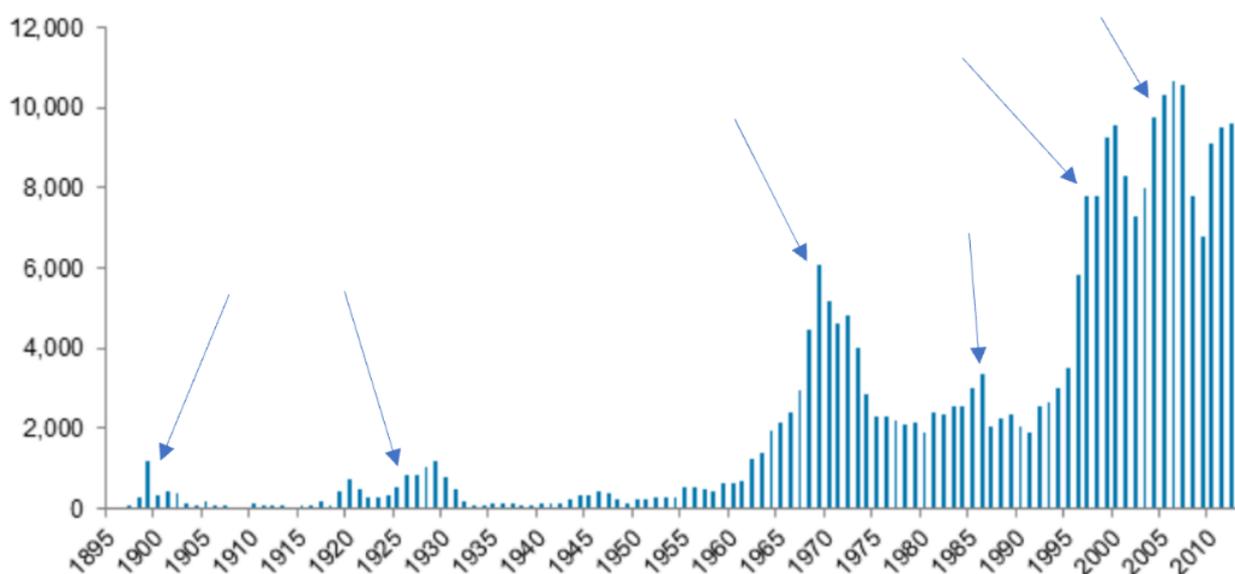
conseguenze negative, come l'acquisizione di attività non strategiche o non redditizie, il conseguente aumento dei costi e l'indebolimento della posizione finanziaria dell'azienda. Per prevenire questo tipo di comportamenti, una possibile soluzione potrebbe essere quella di aumentare la *CEO ownership*¹⁰ e di legare la retribuzione dei manager alle prestazioni a lungo termine dell'azienda.

1.1.3 Le Merger Waves e le ultime tendenze

Il mercato globale delle operazioni di M&A appare molto attivo ed è caratterizzato da *merger waves*, cioè periodi di elevata attività associati a shock tecnologici, economici e cambiamenti istituzionali.

Si sono verificate sei distinte “ondate”, ciascuna con caratteristiche uniche.

Figura 3 – Le sei Merger Waves



Fonte: Asset Management Study Association, 2019

La prima ondata (1897-1904), nota come *monopoly wave*¹¹, è stata caratterizzata dalla consolidazione delle aziende manifatturiere ed estrattive in grandi monopoli e giganti industriali, come DuPont, General Electric e Eastman Kodak. In questa fase, molte aziende operanti in un settore simile si sono fuse per generare

¹⁰ La *CEO ownership* si riferisce alla percentuale di azioni dell'azienda di cui è in possesso il CEO (Chief Executive Officer), e, più in generale, il top management. Essa è importante poiché influisce sulla motivazione e e sugli incentivi dei manager a prendere decisioni che siano nell'interesse a lungo termine dell'azienda e dei suoi azionisti.

¹¹ Asset Management Study Association, 2019

economie di scala. I fattori che hanno portato a una diminuzione dell'intensa integrazione orizzontale di questo periodo sono stati il crollo del mercato azionario, il panico bancario e le normative anti-trust.

La seconda ondata (1916-1929), nota come *oligopoly wave*, ha coinvolto la consolidazione delle operazioni precedentemente intraprese al fine di rafforzare gli oligopoli indeboliti dalla Prima Guerra Mondiale. A differenza delle fusioni orizzontali della prima ondata, la seconda ha visto prevalere le fusioni verticali, attraverso cui sono nate società come General Motors e IBM. Le principali industrie interessate sono state quelle chimiche, bancarie e dei servizi pubblici. Il punto di svolta di questa ondata è stato il crollo del mercato azionario del 1929.

La terza ondata (1960-1970), nota come *conglomerate wave*, ha avuto inizio con il boom economico degli anni '60 ed è stata principalmente caratterizzata da fusioni conglomerali come risposta alle restrizioni antitrust sulle operazioni verticali ed orizzontali.

Beneficiando delle opportunità di crescita post-bellica, queste fusioni si sono concentrate sull'espansione e la diversificazione. La recessione del 1971 ne ha segnato la fine.

La quarta (1981-1992), nota come *refocusing wave* o come l'ondata degli *hostile takeovers*, è stata molto ampia, ha toccato quasi tutti i settori ed è stata per lo più caratterizzata da acquisizioni ostili¹², un maggiore coinvolgimento delle banche, strategie più sofisticate da parte delle multinazionali e l'avvio di operazioni transfrontaliere¹³. Questa ondata è stata inoltre guidata dal calo dei tassi di interesse, dalle innovazioni dei mercati di capitali e dalle deregolamentazioni. Le acquisizioni con leva finanziaria e il Private Equity hanno iniziato a diventare sempre più popolari, così come un uso più intensivo del debito.

La fine è stata causata dalla crisi dei risparmi e dalla recessione del 1990.

La quinta ondata (1992-2000), nota come *strategic wave*, è stata guidata dalla deregolamentazione, dall'innovazione tecnologica e dall'integrazione dei mercati e ha coinvolto un numero consistente di fusioni e acquisizioni di natura *cross-border*, che hanno affiancato le *domestic*¹⁴ M&A. Molti mega-deal si sono concretizzati, con accordi che spesso hanno superato la valutazione di un miliardo di dollari. La fine di questa ondata è avvenuta piuttosto bruscamente con l'esplosione della bolla di Internet nel 2000 e ha visto molte aziende affermate, come Worldcom ed Enron, dichiarare bancarotta. La sesta ondata è iniziata nel

¹² Un'acquisizione ostile è un'operazione di acquisizione in cui l'azienda acquirente procede all'acquisto di una società bersaglio senza l'approvazione o il consenso del management di quest'ultima.

¹³ Le fusioni e acquisizioni transfrontaliere, note anche come *cross-border* M&A, rappresentano transazioni in cui le attività di imprese provenienti da Paesi diversi vengono combinate per creare una nuova entità legale.

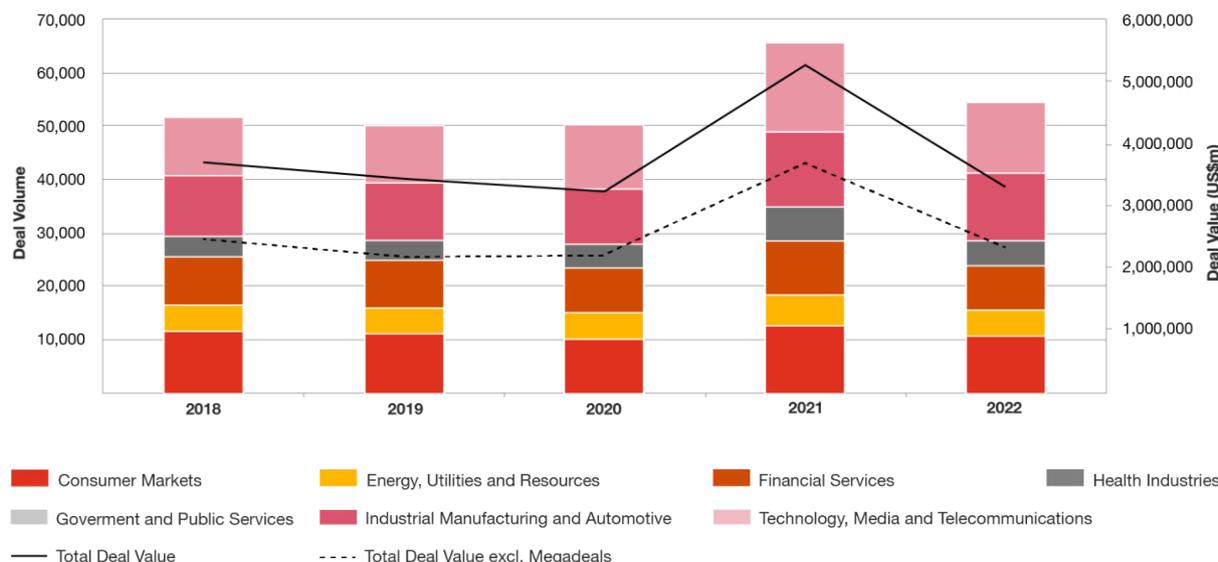
Tali operazioni costituiscono investimenti diretti all'estero (IDE), poiché il soggetto investitore mira ad acquisire un significativo livello di influenza sulla gestione dell'azienda target, a differenza degli investimenti di portafoglio che rappresentano semplici partecipazioni finanziarie senza implicazioni sulla gestione aziendale.

Per essere considerata un IDE *brownfield*, l'acquirente deve possedere almeno il 10% delle azioni ordinarie dell'impresa. L'acquisizione di imprese estere preesistenti consente all'acquirente di accedere a risorse, conoscenze, tecnologie, capitale umano e relazionale, sbocchi di mercato e vantaggi locali che altrimenti sarebbero difficili da ottenere.

¹⁴ Una *domestic* M&A è un'operazione che avviene tra due o più imprese aventi gli *headquarters* nello stesso Paese.

2004 grazie a regole antitrust meno stringenti e all'innovazione dei derivati del credito¹⁵, ed è stata caratterizzata da fusioni e acquisizioni transfrontaliere, da un numero sempre maggiore di mega-deal, dal crescente ruolo degli investitori istituzionali e dall'ingresso di operatori provenienti dalle economie emergenti. L'onda è stata inoltre fortemente supportata dai mercati finanziari e ha portato ad una notevole concentrazione nell'industria finanziaria. Secondo alcune interpretazioni¹⁶, la crisi economica del 2007 ne ha segnato la fine, secondo altre, invece, essa è ancora oggi in corso.

Figura 4 – Attività M&A a livello globale nel periodo 2018-2022



Fonte: PwC, "Global M&A Trends", 2023

Dopo l'eccellente andamento del mercato nel 2021, nel 2022 si è registrata una riduzione sia in termini di volume (-17%) che di valore (-37%) delle operazioni di M&A a livello globale. In particolare, il calo si è verificato a partire dal 16 giugno 2022, quando un aumento dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve Bank degli Stati Uniti, unito ad una maggiore incertezza macroeconomica, ha messo un freno al mercato. Non si sono più verificati mega-deal dal valore superiore a 10 miliardi di dollari, mentre quelli di minori dimensioni hanno subito una frenata.

Durante i periodi di incertezza o di volatilità di mercato, le operazioni di M&A tendono a rallentare, ma proprio in questi momenti le valutazioni diventano più interessanti e si riscontrano maggiori opportunità. Le condizioni di mercato suggeriscono che quello attuale possa essere considerato un momento favorevole

¹⁵ I derivati del credito hanno facilitato la negoziazione di operazioni di M&A, consentendo alle parti coinvolte di gestire i rischi associati alle obbligazioni o ai finanziamenti utilizzati per finanziare le transazioni. Tuttavia, è importante sottolineare che l'uso dei derivati del credito può comportare anche rischi aggiuntivi, come l'amplificazione delle perdite in caso di eventi avversi o l'eccessiva esposizione al rischio di credito.

¹⁶ Cordeiro, "The seventh M&A wave", 2014

per queste operazioni, a condizione che le aziende abbiano strategie ben ponderate e la capacità finanziaria (e, in alcuni casi, il coraggio) per realizzare operazioni trasformativi¹⁷.

Il panorama dell'M&A del 2023 si contraddistingue, stando a quanto osservato fino ad ora, per una maggiore attenzione alla strategia, con il focus sulla mediazione di competenze e abilità distintive. L'attenzione dell'M&A si concentra anche sull'aspetto finanziario, con la massimizzazione della profittabilità e la capacità di generare cash-flow a breve e medio termine da parte dei target. Le sinergie sono valutate con maggiore interesse rispetto all'espansione in nuovi mercati, con particolare attenzione alle leve di ottimizzazione dei costi. Il potenziale di sviluppo dell'azienda è strettamente legato all'importanza del capitale umano, poiché esso rappresenta un fattore essenziale che influenza direttamente la performance e il successo dell'impresa. Le attività di due-diligence risultano sempre più complesse e prevedono diversi scenari di inflazione e andamento dei tassi, oltre ad analisi di sensitività per testare la resilienza delle previsioni in contesti variabili, al fine di accrescere la fiducia degli investitori. Si osserva, inoltre, una tendenza crescente verso l'inclusione di criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle valutazioni e nelle analisi di M&A, in linea con la maggiore attenzione degli investitori alle dinamiche di sostenibilità e responsabilità sociale delle imprese. Grazie alla disponibilità di dati sempre più precisi e dettagliati, gli strumenti di data analytics sono sempre più utilizzati per eseguire analisi finanziarie sofisticate in tempi rapidi. Le attività post-acquisizione, infine, assumono un ruolo sempre più importante nel massimizzare le sinergie previste, tramite la valorizzazione dei talenti e lo sfruttamento delle competenze tecniche e tecnologiche acquisite.

1.1.4 Valutazione finanziaria di un'operazione di M&A

L'obiettivo principale delle operazioni di M&A è quello di creare valore. Sebbene ciò sia complesso e, come visto precedentemente, anche poco frequente nella realtà, esistono diversi accorgimenti che limitano i rischi ed aumentano le possibilità di successo.

Per prima cosa sarebbe opportuno concentrare la propria attenzione su operazioni con imprese più piccole o private, piuttosto che con aziende più grandi o pubbliche. Questa strategia ha maggiori probabilità di successo perché le aziende più piccole e quelle private sono spesso meno complesse da integrare e possono offrire maggiori opportunità di ottenere sinergie di costo. Al contrario, le aziende più grandi e quelle pubbliche comportano un processo di integrazione più lungo e difficile e maggiori rischi di perdita di valore per gli azionisti a causa di conflitti di gestione o di sovrapposizioni di attività.

Successivamente, una volta identificato il giusto target, è necessario eseguire una valutazione accurata dell'operazione:

¹⁷ Per operazione trasformativa si intende un'operazione in grado di modellare il business dell'azienda e contribuire al suo successo a lungo termine.

(1) Valutare correttamente il valore della target, *standalone*¹⁸. Questo passaggio sottolinea l'importanza di non trasferire le caratteristiche di rischio dell'acquirente alla società target durante un'operazione di M&A. Infatti, è il rischio della target a determinare il costo del capitale, non le caratteristiche di rischio dell'investitore. Ne deriva che in fase di valutazione finanziaria della società target, deve essere utilizzato il costo del capitale della società target, non quello dell'acquirente e neanche una media dei due.

(2) Valutare il valore del controllo: a tal fine è necessario valutare l'azienda target come se essa fosse gestita in modo ottimale, attraverso le migliori combinazioni possibili di capital structure e payout policy. Il valore del controllo è dato dalla differenza che vi è tra il valore della società target ottimamente gestita e il valore reale della stessa allo stato attuale.

(3) Valutare le sinergie che potrebbero essere realizzate tramite l'operazione, come la riduzione dei costi, l'aumento delle vendite, l'ingresso in nuovi mercati, e così via. In questo caso, poiché le sinergie vengono generate da una combinazione di fattori che dipendono sia dal buyer sia dalla target e che dunque riflettono i rischi di entrambi, è opportuno utilizzare una media ponderata dei loro costi del capitale per ottenerne il valore.

(4) Affinché si ottenga un investimento a VAN positivo¹⁹, è necessario che il prezzo dell'operazione sia inferiore a quello ottenuto sommando [(1) + (2) + (3)], ossia il valore dell'azienda target, il valore del controllo e quello delle sinergie.

Oltre a negoziare un prezzo equo per entrambe le parti, è fondamentale considerare ed essere pronti a gestire culture aziendali diverse: in un'operazione di M&A, le aziende coinvolte possono avere culture aziendali molto diverse tra loro. È importante prendere in considerazione queste differenze e prepararsi a gestirle per evitare eventuali conflitti.

Infine, è anche necessario essere disposti a rinunciare all'operazione: in alcuni casi, nonostante l'ottimismo e la voglia di portare a termine la fusione/acquisizione, può accadere che non si riesca a raggiungere un accordo soddisfacente per entrambe le parti. Ad esempio, non è raro che vi siano più aziende interessate all'acquisizione della medesima società target e che si generi pertanto un'asta che alzi notevolmente il prezzo. In casi come questo, è importante avere la capacità di rinunciare all'operazione, evitando di commettere errori che potrebbero portare a conseguenze negative a lungo termine per l'azienda. In altre parole, è importante sapere quando fermarsi piuttosto che vincere a tutti i costi e quindi, in realtà, perdere.

Per quanto concerne la fase della valutazione finanziaria, esistono diversi metodi di valutazione, che

¹⁸ La valutazione finanziaria "standalone" viene effettuata su un'azienda o su un progetto senza tener conto degli effetti esterni, come ad esempio le sinergie che possono derivare da una fusione con un'altra azienda o il contributo di una particolare condizione di mercato. In questo modo dunque, si cerca di determinare il valore intrinseco di un'azienda o di un progetto basandosi unicamente sui suoi dati finanziari e sulle sue prospettive future, senza considerare fattori esterni che potrebbero influire sul suo valore.

¹⁹ Un'operazione a VAN positivo è tale se ha un valore attuale netto maggiore di zero. Ciò significa che la somma dei flussi di cassa attesi generati dall'operazione, scontati al tasso opportuno, supera il costo iniziale dell'investimento. In questo caso, l'operazione genera un profitto per l'investitore e rappresenta un'opportunità redditizia dal punto di vista finanziario.

possono portare a definire il valore degli asset, cioè l'Enterprise Value (EV), o il valore dell'equity, cioè l'Equity Value (EqV), della target.

Tra i metodi c.d. “*asset side*”, vi sono:

1) Discounted Cash Flows (DCF): si tratta di un metodo analitico finanziario tramite il quale si sommano i PV (*present value*) ottenuti scontando tramite il WACC²⁰ i flussi di cassa attesi stimati fino all'orizzonte temporale scelto (t) e il Terminal Value (t +1). I flussi di cassa stimati tramite questo metodo sono detti *unlevered cash-flows*, in quanto inglobano sia la remunerazione degli azionisti (*equity-holders*) sia quella dei *debt-holders*, cioè dei detentori di debito (obbligazionisti). Così facendo si ottiene l'Enterprise Value. Sottraendo ad esso la Posizione Finanziaria Netta (Debito Finanziario – Cash) si può ottenere poi anche l'EqV.

2) Metodo reddituale: esprime il valore dell'azienda in funzione della sua capacità reddituale futura. Poiché l'utile di bilancio è una rappresentazione incompleta del risultato economico, il flusso contabile non può essere utilizzato così come riportato in bilancio, ma deve essere rettificato e integrato, in modo da giungere al c.d. flusso economico. I flussi reddituali attesi vanno considerati prima del saldo tra oneri finanziari passivi e attivi (EBIT o EBITDA) e il tasso di attualizzazione è il WACC.

3) Multipli: si tratta di un metodo relativo di mercato attraverso il quale si stima l'Enterprise Value dell'azienda target sulla base dei valori finanziari di società ad essa paragonabili. Per prima cosa è necessario identificare adeguati *comparables*, detti anche *peers*, i quali devono essere il più possibile simili in termini dimensionali, geografici e di business model alla società target. In seguito bisogna scegliere accuratamente quali multipli di mercato utilizzare (i più importanti sono EV/Sales²¹, e EV/EBITDA²²). Infine si applicano i multipli scelti all'azienda target, si procede con eventuali aggiustamenti (necessari ad esempio in caso di eccessivo divario dimensionale tra la target e i comparables), e si ottiene l'Enterprise Value stimato della target.

Tra i metodi c.d. “*equity side*”, vi sono:

1) Flow to Equity: si tratta di un metodo analitico finanziario attraverso cui si calcolano i *free cash-flows* disponibili per gli *equity-holders* (FCFE), cioè i flussi di cassa disponibili per gli azionisti una volta effettuate le rettifiche per gli interessi e per il rimborso del debito. Tali flussi di cassa, differentemente da

²⁰ Weighted Average Cost of Capital, cioè costo medio ponderato del capitale, ottenuto sommando il prodotto tra l'after-tax cost of debt (r_D) e il peso in percentuale del debito e il prodotto tra il cost of equity (r_E) e il peso in percentuale dell'equity:

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

²¹ Enterprise Value/fatturato

²² Enterprise Value/EBITDA (Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization).

L'EBITDA è un indicatore finanziario che rappresenta il reddito operativo di un'azienda, ossia l'utile prima degli interessi finanziari, delle imposte, del deprezzamento e degli ammortamenti. Questo indicatore fornisce un'idea della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa operativi e di finanziare i propri investimenti.

quelli stimati tramite il DCF, sono detti *levered cash-flows*, ed indicano dunque ciò che rimane per gli azionisti una volta pagato il debito e gli interessi su di esso.

Inoltre in questo caso i flussi non si scontano tramite il WACC (il quale include anche il costo del debito), ma tramite il solo cost of equity (r_E).

2) Metodo reddituale: se applicato in via diretta, prevede lo sconto dei flussi reddituali attesi tramite il cost of equity, se applicato in modo indiretto invece consiste nel sottrarre la PFN all'Enterprise Value ricavato tramite il metodo asset side.

3) Multipli: così come già osservato per i metodi asset side, esistono diversi multipli di mercato che permettono di stimare direttamente il valore dell'Equity della target. I più utilizzati sono P/E^{23} e P/BV^{24} .

1.2 Le operazioni di Corporate Divestiture

La Corporate Divestiture, in italiano disinvestimento aziendale, consiste nella cessione o nella separazione da parte di un'azienda di una sua unità.

Solitamente si ricorre al disinvestimento a causa di problemi finanziari, oppure quando un'unità non rientra nelle competenze principali dell'azienda, viene considerata ridondante dopo una fusione/acquisizione o, ancora, quando la sua separazione può aumentarne il valore.

Il processo di disinvestimento può essere "obbligato" o "volontario". Nel primo caso, un'attore giuridico obbliga l'impresa a disinvestire un'attività o parte di essa²⁵, mentre nel secondo l'impresa decide autonomamente di dismettere il business.

Per quanto concerne la seconda categoria, si sono susseguite diverse interpretazioni nel corso del tempo: in un primo momento, le operazioni di divestiture, sebbene attuate volontariamente, erano viste come una misura correttiva per compensare eventuali errori manageriali che avevano portato a prestazioni insoddisfacenti. Tuttavia, con il passare degli anni, esse sono state considerate sempre più come una scelta strategica in grado di creare valore a lungo termine, poiché derivanti da una scelta consapevole e proattiva

²³ Il Price/Earnings (P/E) è un indicatore finanziario che confronta il prezzo di mercato di un'azione (P) con il suo utile per azione (Earnings per share - EPS). Il P/E indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per ogni euro di utile generato dall'azienda: un valore elevato indica che gli investitori sono disposti a pagare di più per ogni euro di utile, il che può essere interpretato come una valutazione positiva della performance futura dell'azienda.

Esiste anche una variante rettificata del P/E, nota come PEG (Price/Earnings to Growth), la quale tiene conto del tasso di crescita previsto dell'utile dell'azienda. Un PEG inferiore a 1 indica che l'azione potrebbe essere sottovalutata, mentre un PEG superiore a 1 indica che l'azione potrebbe essere sopravvalutata.

²⁴ Il Price/Book Value (P/BV) è un indicatore finanziario che confronta il prezzo di mercato di un'azione con il valore contabile per azione (Book Value per share - BVPS). Il P/BV indica quanto gli investitori sono disposti a pagare per ogni euro di valore contabile dell'azienda: un valore elevato indica che gli investitori sono disposti a pagare di più per ogni euro di valore contabile, il che può essere interpretato come una valutazione positiva della performance futura dell'azienda.

²⁵ Nel caso di un disinvestimento obbligato, le cause legali possono derivare da diverse circostanze, come ad esempio un piano concordatario: un accordo negoziato tra un'impresa insolvente e i suoi creditori, che mira a ristrutturare i debiti e stabilire un piano di rientro finanziario. Durante questo processo, l'impresa può essere obbligata a cedere determinate attività come parte dell'accordo concordatario. Questo tipo di disinvestimento è finalizzato a ridurre il carico finanziario dell'impresa e a concentrarsi sul ripristino della sua solidità finanziaria.

in risposta alle condizioni dell'ambiente circostante e alle performance della società (*corporate refocusing*). Così come, infatti, si può creare valore tramite le operazioni di M&A, che hanno il fine di apportare dall'esterno risorse e competenze, è possibile farlo anche riducendo il perimetro delle attività di un'azienda, mediante operazioni che hanno l'obiettivo ultimo di "scolpire" il business model alla ricerca di equilibrio ed efficienza.

1.2.1 Definizione e descrizione delle operazioni

Di seguito verranno trattate le due principali operazioni di corporate divestiture: il Sell-Off e lo Spin-Off. Gli azionisti di una società optano per il Sell-Off, la cessione, quando hanno l'obiettivo di dismettere definitivamente una divisione: l'attività interessata viene ceduta ad un'altra azienda o ad un investitore finanziario, in un processo privato o all'asta, in cambio di denaro o di azioni. Se l'acquirente usa un alto quantitativo di debito per finanziare l'acquisizione, la transazione viene chiamata Leveraged-Buy-Out (LBO). Se invece la dirigenza in carica dell'unità aziendale assume la proprietà, si parla di Management-Buy-Out (MBO).

Gli azionisti di una società optano per lo Spin-Off, lo scorporo, quando vogliono separare una divisione dall'azienda e mantenerne allo stesso tempo il controllo: le nuove azioni della società scorporata vengono distribuite agli azionisti esistenti della società madre.

Figura 5 – Differenze principali tra Sell-Off e Spin-Off

	Sell-Off	Spin-Off
Trasferimento di proprietà	Altre aziende	Azionisti della Parent Company
Profitti per la Parent Company	Prezzo della transazione	No
Vantaggi fiscali per gli azionisti	No	Possibili
Complessità dell'operazione	Bassa	Media
Durata dell'operazione	6-9 mesi	> 12 mesi
Possibilità di mantenere parte del controllo	No	Si

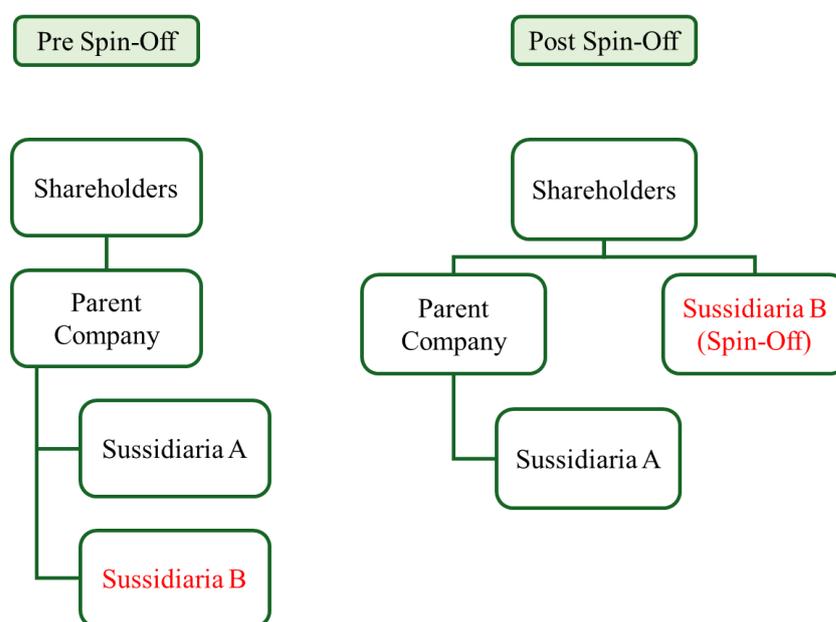
Fonte: Elaborazione dell'autore

Il Sell-Off è un'operazione attraverso la quale un'azienda vende un asset, un'attività o una divisione ad un'acquirente esterno, in cambio di denaro o titoli. Questo genere di cessione rappresenta di gran lunga il tipo di dismissione più comune. I proventi della vendita sono soggetti a tassazione per l'azienda, che può utilizzarli per altri scopi aziendali o distribuirli ai suoi azionisti (Prezas & Simonyan, 2012).

Tramite il Sell-Off, un'azienda può liberarsi di attività che non rientrano più negli obiettivi strategici o che non producono risultati positivi, ottenendo liquidità immediata che può essere utilizzata, ad esempio, per ridurre il debito, finanziare investimenti in attività più promettenti o distribuire dividendi ai propri azionisti. Secondo uno studio²⁶ condotto da Boston Consulting Group (BCG), il Sell-Off è l'operazione di Corporate Divestiture che richiede meno tempo per essere portata a termine, tipicamente tra 6 e 9 mesi. Ogni anno si chiudono circa 689 deals e il valore medio della transazione ammonta a \$400 milioni.

Lo Spin-Off è un'operazione mediante la quale una Parent company scorpora una delle proprie divisioni rendendola una società autonoma, e ne distribuisce le azioni ai propri soci. L'operazione è quasi sempre strutturata come una transazione esente da tassazione e senza implicazioni di flussi di cassa per la società madre, la nuova entità o gli azionisti (Gertner, Powers & Scharfstein, 2002).

Figura 6 – Assetto proprietario di un'azienda prima e dopo un'operazione di Spin-Off



Fonte: Elaborazione dell'autore

La distribuzione delle azioni della scorporata agli azionisti della società madre avviene su una base pro-rata, nella forma di un dividendo speciale. Affinché l'operazione sia *tax-free*, è necessario che la società

²⁶ Boston Consulting Group, "Don't miss the exit: creating shareholder value through divestitures", 2014

madre ceda almeno l'80% delle azioni della scorporata e mantenga quindi in essa un interesse di minoranza inferiore al 20%²⁷. Lo Spin-Off comporta infatti una completa separazione delle due società: dopo l'operazione, la sussidiaria diventa un'entità giuridicamente indipendente e autonoma, con la propria gestione e amministrazione.

Lo Spin-Off può essere considerato come un mezzo per le aziende di esplorare e sfruttare nuovi mercati, nuove tecnologie e quindi nuove opportunità (Agarwal, Echambadi, Franco e Sarkar, 2004).

Secondo un rapporto di JP Morgan (2015)²⁸, le strategie di Spin-Off sono diventate nel corso del tempo sempre più sofisticate ed innovative. Le più rilevanti forme sono:

- Spin-Off totale: si tratta del caso più tipico e prevede che tutte le azioni della nuova società vengano distribuite ai soci della Parent company come dividendo in maniera proporzionale alla loro partecipazione azionaria. Ogni anno, mediamente, vengono portate a termine su scala globale 48 operazioni di Spin-Off, dal valore pari a circa \$3 miliardi.
- Spin-Off parziale: si tratta del caso in cui la società madre distribuisce ai propri azionisti una quantità inferiore rispetto al totale delle azioni della scorporata. Tuttavia, come anticipato precedentemente, è necessario distribuirne almeno l'80%, affinché la transazione sia qualificata come *tax-free*.
- Morris Trust e Reverse Morris Trust: negli Stati Uniti, un'operazione di spin-off può essere combinata con una trattativa simultanea di M&A in modo da trasferire un'attività ad un'altra azienda in maniera *tax-free*. Tramite un Morris Trust, la Parent company scorpora tutte le attività che possiede, ad eccezione di quelle che saranno cedute al soggetto esterno, in una nuova società pubblica, e successivamente si fonde con tale soggetto.

Mediante un Reverse Morris Trust invece, la Parent company scorpora le attività che saranno cedute al soggetto esterno in una nuova società, la quale quindi si fonde con l'acquirente.

Per garantire che la transazione sia esente da tasse, tra le altre condizioni, è necessario che gli azionisti dell'entità scorporata detengano la maggioranza delle azioni dell'entità risultante dalla fusione.

- Split-Off: è un'operazione che prevede che gli azionisti della società madre, dopo lo scorporo, debbano scegliere se (a) continuare a tenere le azioni della Parent company, o (b) scambiare alcune o tutte le azioni detenute nella Parent company con azioni della nuova società. Poiché gli azionisti della società madre possono scegliere se partecipare o meno alla scissione, la distribuzione delle azioni della scorporata non è proporzionale come nel caso dello Spin-Off. Uno dei motivi più rilevanti per cui viene portato a termine uno Split-Off, risiede nel fatto che quest'ultimo assume una

²⁷ Sezione 355 del codice fiscale interno degli Stati Uniti (IRC).

²⁸ JP Morgan, "Evolving Trends in Corporate Spin-offs", 2015

configurazione simile ad un *buyback*²⁹ di azioni, con la differenza che si utilizzano azioni della nuova società al posto del denaro.

- Equity Carve-Out (ECO): è un'operazione attraverso la quale la società madre decide di scorporare una frazione del proprio business creando una nuova società, la cui proprietà viene suddivisa: una parte, similmente a quanto già visto per lo Spin-Off “classico”, viene distribuita agli azionisti della Parent company, mentre la restante viene offerta al mercato tramite IPO.

In questo caso dunque, la società madre riceve un flusso di cassa, generato dalla vendita sul mercato di un pacchetto di partecipazioni.

Gli ECO sono la soluzione di disinvestimento più complessa da attuare, richiedono un periodo di tempo abbastanza lungo (solitamente tra i 12 e 18 mesi) per essere portati a termine, e il valore medio di ogni transazione ammonta a \$1,9 miliardi, dei quali il 21% circa è offerto al mercato tramite IPO.

L'iter di un'operazione di Sell-Off è l'immagine speculare del processo di fusione/acquisizione. Una volta presa la decisione di dismettere un'attività, i passaggi chiave del processo dal punto di vista della Parent company sono la definizione del perimetro dell'operazione, l'identificazione degli acquirenti potenziali, la due diligence, la negoziazione e la definitiva cessione. Nel caso di un'operazione di Spin-Off, invece, la prima fase è quella della pianificazione: la società madre decide di scorporare la divisione da cedere, stabilisce gli obiettivi dell'operazione e valuta i potenziali impatti sulle attività rimanenti. In seguito vi è la strutturazione: qui si definisce la struttura legale e organizzativa della nuova società. Le analisi di fattibilità e le analisi finanziarie e fiscali precedono poi l'effettiva preparazione allo scorporo, in cui si prepara il piano di transizione, che include la creazione di una nuova organizzazione, la gestione del personale, la definizione delle relazioni con i fornitori, i clienti e gli altri stakeholders. Infine vi è l'implementazione, tramite la quale si completa l'operazione di Spin-Off, che include la scissione effettiva della divisione, la distribuzione delle azioni della nuova società ai propri azionisti e la quotazione in borsa, se previsto. Il monitoraggio finale permette di verificare l'andamento della nuova società e valutare l'eventuale necessità di ulteriori interventi per assicurare il successo dell'operazione.

1.2.2 Obiettivi, opportunità e criticità

Gli obiettivi che si celano dietro le operazioni di Corporate Divestiture sono molteplici, così come i vantaggi e le criticità che ne possono derivare, e differiscono in base alla specifica operazione effettuata.

Per quanto concerne il Sell-Off, bisogna distinguere tra le cessioni c.d. “di reazione” e quelle “proattive”.

²⁹ Il buyback di azioni è un'operazione mediante la quale una società acquista le proprie azioni in circolazione sul mercato, riducendo così il numero di titoli in circolazione ed aumentando il valore delle azioni residue.

Le prime hanno spesso luogo durante i periodi di recessione e di incertezza, in cui le aziende si trovano costrette a rivalutare i loro portafogli in base a nuovi scenari. A volte si tratta anche di scelte obbligate di fronte a difficoltà o necessità finanziarie.

Le cessioni “proattive”, invece, non dipendono da una condizione economica negativa dell’azienda, ma dall’obiettivo strategico che essa si pone di focalizzarsi sulle attività “core”. Secondo il Global Corporate Divestment Study 2021 di EY, il 78% delle aziende mantiene asset e divisioni che dovrebbero invece essere dismessi. Lo studio ha rivelato che le aziende hanno bisogno di costruire un legame più forte tra strategia e dismissioni per soddisfare le aspettative delle operazioni, aumentare il valore a lungo termine degli stakeholders e immaginare nuovi modelli di business. Di fronte ad una serie di sfide geopolitiche, macroeconomiche ed operative, le aziende si trovano ad affrontare la complessa decisione di quali attività dismettere e quando farlo. I CEO devono essere in grado di distinguere con precisione le attività che non sono più rilevanti per la strategia aziendale, quelle considerate “non-core”, da quelle che sono invece fondamentali per il successo dell’azienda.

I fondi raccolti dalla dismissione delle attività non strategiche devono essere investiti in quelle che invece sostengono la creazione di valore a lungo termine, come ad esempio la tecnologia, che può aiutare ad aumentare l’efficienza, migliorare l’esperienza del cliente e razionalizzare il processo decisionale.

Il Sell-Off di una divisione può, inoltre, avere lo scopo di eliminare le sinergie negative che si sono venute a creare tra stessa e il resto dell’azienda. Ciò può accadere, per esempio, a causa di un cambiamento nel panorama competitivo, di performance insoddisfacenti o della mancata “connessione” con le altre divisioni. Per evitare la dispersione delle risorse aziendali nella gestione di tale unità, si può quindi ragionevolmente optare per la sua dismissione.

Tuttavia, va ricordato che la vendita di una divisione aziendale può comportare anche aspetti negativi, come la perdita di competenze, l’aumento della forza di un attuale o potenziale concorrente o una stima al ribasso del valore effettivo della divisione ceduta.

Se attraverso un’operazione di Sell-Off un’azienda dismette una propria sussidiaria cedendola definitivamente ad un soggetto terzo, mediante uno Spin-Off tale divisione viene ugualmente resa autonoma, ma essa rimane sotto il controllo dei medesimi azionisti. Ne derivano molteplici conseguenze, tra le quali vi è il fatto che a differenza della cessione, lo Spin-Off generalmente non viene posto in essere in casi di necessità finanziaria, ma al fine di valorizzare una divisione e allo stesso tempo l’azienda madre, che può concentrarsi sulle proprie attività core. L’obiettivo principale di uno spin-off è quello di creare valore per gli azionisti, consentendo loro di avere una partecipazione diretta e specifica in una particolare attività o divisione dell’azienda, dando allo stesso tempo la possibilità alla società madre di focalizzarsi sulle sue attività principali e ridurre il proprio rischio operativo e finanziario.

In un’analisi³⁰ condotta su 8.000 operazioni di disinvestimento effettuate in tutto il mondo tra il 1990 e il

³⁰ Boston Consulting Group, “Don’t miss the exit: creating shareholder value through divestitures”, 2014

2013, Boston Consulting Group ha rilevato che da tre giorni prima dell'annuncio dell'accordo a tre giorni dopo, le società che hanno effettuato Spin-Off hanno avuto quasi il doppio del rendimento anomalo cumulativo medio (CAR) delle società che hanno effettuato altri tipi di disinvestimento. Uno studio condotto da Credit Suisse ha inoltre mostrato che dopo 12 mesi la Parent company e la scorporata sovra-performano mediamente l'indice S&P500 rispettivamente del 9,6% e del 13,4%.

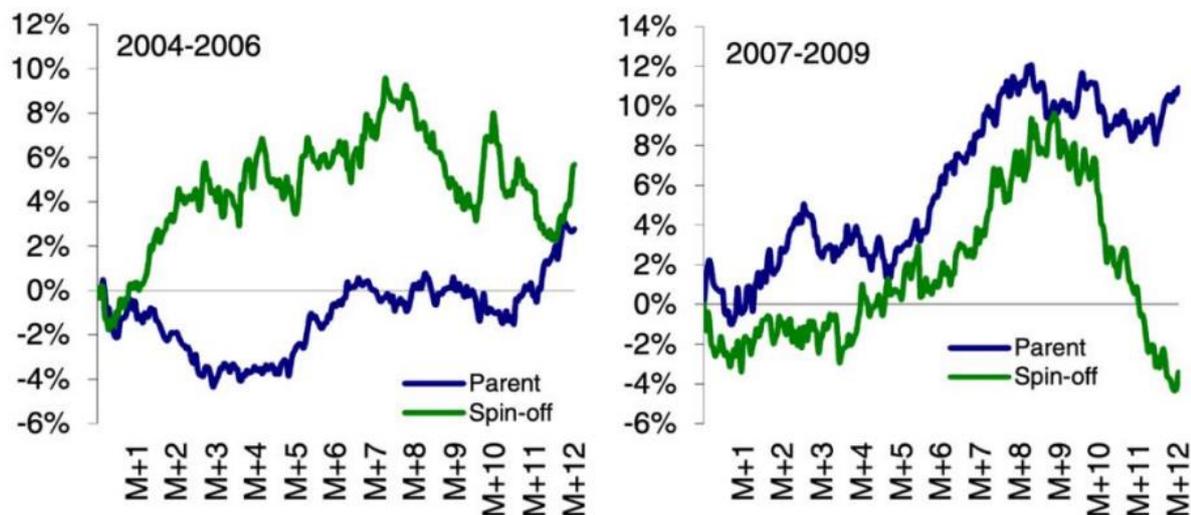
Figura 7 – Extra-rendimenti medi della Parent company e della scorporata rispetto all'indice S&P 500 nei 12 mesi successivi all'operazione di Spin-Off



Fonte: Credit Suisse, "Do spin-offs create or destroy value?", 2012

Dalla figura 7 sembrerebbe che i rendimenti della scorporata superino decisamente quelli della casa madre. Tuttavia, questo è vero durante i periodi in cui gli investitori percepiscono i mercati come meno rischiosi, perché l'economia è fiorente. Gli investimenti nelle scorporate sono infatti più rischiosi rispetto a quelli nella società madre, a causa delle dimensioni ridotte e della volatilità dei flussi di cassa. Pertanto, gli investitori sono particolarmente disposti a investire nelle sussidiarie scorporate quando il rischio percepito nei mercati è basso. D'altra parte, durante le recessioni, il rischio percepito è estremamente elevato e quindi tutti gli investimenti più rischiosi vengono evitati al fine di favorire opportunità più sicure. Durante i periodi di incertezza, dunque, gli investitori preferiscono le Parent company, che di solito mostrano rating creditizi più elevati e attività e produzione di flussi di cassa più stabili e solidi. Questo fenomeno è evidenziato nella prossima immagine.

Figura 8 – Extra-rendimenti della Parent company e della scorporata rispetto all'indice S&P 500 negli anni 2004-2006 e 2007-2009



Fonte: Credit Suisse, "Do spin-offs create or destroy value?", 2012

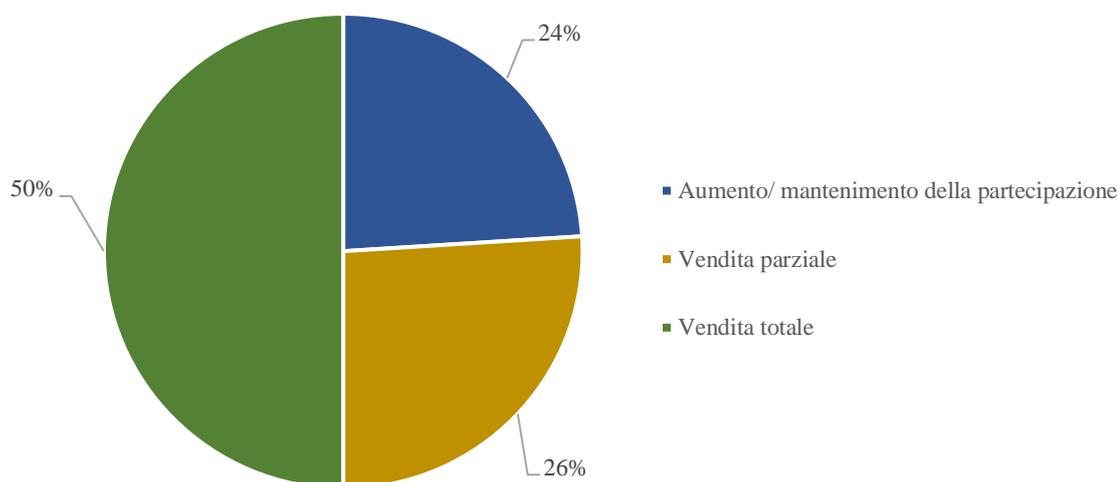
Tra i vantaggi più significativi di un'operazione di Spin-Off inoltre vi sono:

- Incremento del focus: uno Spin-Off consente alle due realtà, la società madre e la scorporata, di concentrarsi ognuna sui propri piani strategici e operativi senza distogliere risorse umane e finanziarie dall'altro business.
- Struttura del capitale e Payout policy: uno Spin-Off consente ad ognuna delle società risultanti di perseguire la struttura del capitale più adatta alle proprie esigenze finanziarie e strategiche. Ad esempio, le piccole sussidiarie con elevate opportunità di crescita necessitano di un indebitamento più basso rispetto alle loro società madri. Lo stesso si può affermare con riferimento alla payout policy: le società che effettuano Spin-Off spesso hanno politiche di dividendi consolidate, e tramite uno spin-off la sussidiaria scorporata avrebbe la possibilità di determinare una propria politica ottimale in funzione del profilo di crescita, delle esigenze di investimento e di finanziamento e della proposta di valore per gli investitori.
- Eliminazione delle sinergie negative: tramite uno Spin-Off, il management di un'azienda ha la possibilità di porre rimedio a precedenti acquisizioni infruttuose, eliminando sinergie negative.
- Compensazione basata sull'equity: uno Spin-Off aumenta l'efficacia dei programmi di compensazione basati sull'equity di entrambe le società, legando il valore della compensazione in azioni concesse ai dipendenti, ai dirigenti e ai membri del consiglio direttivo in modo più diretto alla performance del business per il quale questi individui prestano servizio.
- Benefici fiscali: come spiegato precedentemente, è possibile strutturare uno Spin-Off in modo tale che l'operazione risulti essere tax-free. Questa peculiarità rende la transazione estremamente

preferibile rispetto ad altre forme di disinvestimento, in particolare quando le aliquote fiscali aziendali sono elevate.

Gli svantaggi che possono conseguire ad uno Spin-Off, invece, sono legati per lo più alla complessità dell'operazione e al potenziale aumento del rischio delle società coinvolte. Un'operazione di questo tipo comporta infatti un notevole sforzo, coinvolge fattori finanziari, legali e fiscali, richiede un notevole periodo di tempo per essere condotta a termine e può distogliere l'attenzione del management dal business dell'azienda. Inoltre, in seguito ad uno Spin-Off la Parent company e la sussidiaria scorporata aumentano entrambe il focus sul proprio business, riducendo la diversificazione e incrementando perciò potenzialmente la volatilità dei flussi di cassa. Infine, uno studio di Morgan Stanley³¹ del 2011 ha evidenziato come una delle conseguenze più comuni di queste operazioni sia il turnover degli azionisti.

Grafico 1 – Comportamento dei maggiori investitori della Parent company



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Morgan Stanley

Come si può evincere dal grafico riportato, la maggior parte degli investitori istituzionali della Parent company cede, totalmente nel 50% dei casi e parzialmente nel 26%, le azioni ricevute dell'entità scorporata: il turnover nella base azionaria è un risultato naturale considerando i diversi profili di business model e di crescita della scorporata e della società madre e le loro politiche finanziarie e di dividendi spesso diverse.

³¹ Morgan Stanley, "Spin-offs: tackling the conglomerate discount", Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 23, N. 4, 2011

1.3 Le alleanze strategiche

Nessuna organizzazione è un'isola autosufficiente: la necessità di intrattenere relazioni con altri soggetti accomuna ogni azienda che desideri non solo crescere, ma sopravvivere.

Le relazioni interorganizzative (IORs) esistono in varie forme, ma tutte sono importanti dal punto di vista strategico: il loro obiettivo, attraverso la condivisione e lo scambio di risorse e competenze, è quello di migliorare le performance aziendali incrementando l'efficienza delle imprese coinvolte.

Tutte le forme che possono assumere le IORs si riconducono secondo March (1991) a due distinti modelli puri: *co-exploitation* e *co-exploration*: la visione dell'autore propone di suddividere le relazioni interorganizzative in funzione degli obiettivi che esse hanno, l'esplorazione e lo sfruttamento. La totalità delle IORs combinerebbe in modo variegato questi due obiettivi primari.

Le principali teorie che sono state applicate agli studi sulle IORs sono la Transaction Cost Economics (TCE), la Resource Based View (RBV) e le sue derivate Knowledge Based View e teorie delle competenze dinamiche e dell'agenzia. L'ipotesi chiave di queste visioni è che l'obiettivo della massimizzazione dell'efficienza in un contesto competitivo vincolato, comporti la minimizzazione dei costi di produzione e di transazione, la ricerca di economie di scala e di scopo e l'ottenimento di valore derivante dall'acquisizione di risorse e competenze. In sintesi, la prospettiva dell'economia organizzativa sostiene che le IORs si formino quando è più efficiente per un'azienda condurre un'attività mediante una stretta partnership piuttosto che da sola o attraverso il mercato.

Come anticipato, le IORs possono manifestarsi in molteplici modi: sono relazioni interorganizzative gli accordi commerciali che legano un fornitore ad un produttore e lo sono anche le relazioni che portano ad una completa integrazione tra due aziende, come una fusione. All'interno di questo ampio spettro, si trovano le alleanze strategiche. Esse possono essere definite come accordi bilaterali o multilaterali stipulati da aziende che desiderano rimanere autonome ma che perseguono un obiettivo comune.

Le alleanze strategiche comportano la condivisione di risorse, competenze ed attività a beneficio di tutte le parti coinvolte e prevedono intese a medio-lungo termine.

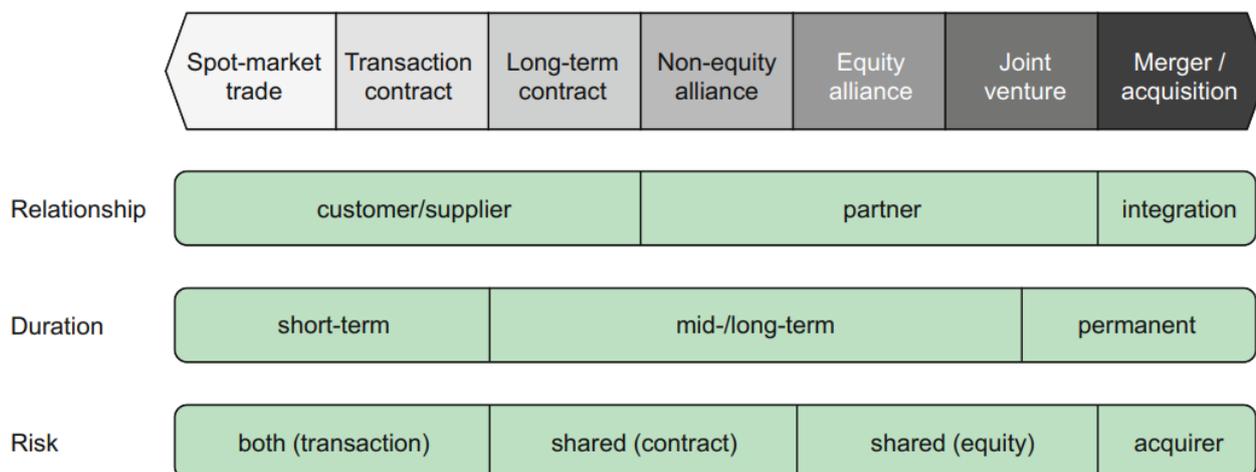
1.3.1 Definizione e descrizione delle operazioni

Contractor e Lorange (2002) hanno definito le alleanze strategiche come "any inter-firm cooperation that falls between the extremes of discrete, short-term contracts, and the complete merger of two or more organizations".

Non esiste una definizione univoca che descriva le alleanze strategiche, operazioni che nel corso del tempo sono state chiamate anche "International Coalitions" (Porter & Fuller, 1986) e "Strategic Networks"

(Jarillo, 1988). Tuttavia, l'espressione utilizzata da Contractor e Lorange risulta particolarmente efficace nel descrivere queste operazioni: sono alleanze strategiche le relazioni che legano due o più aziende nel momento in cui esse superino il grado di semplice rapporto commerciale e non varchino il confine con le operazioni di M&A.

Figura 9 – Forme di collaborazione tra aziende



Fonte: U. Pidun, "Corporate strategy. Theory and practice", 2019

Prima di approfondire nel dettaglio le singole fattispecie, è importante sottolineare che, come nel caso delle fusioni e delle acquisizioni, anche le alleanze strategiche appartengono alla categoria delle tecniche "espansive" di creazione del valore: qualora l'acquisizione di un'altra azienda non sia fattibile o non risulti appetibile, la formazione di un'alleanza può rappresentare una valida alternativa.

Le alleanze strategiche, così come le operazioni di M&A, possono inoltre distinguersi in operazioni orizzontali, verticali e non correlate.

Le alleanze strategiche orizzontali sono composte da aziende attive nella stessa area di business, un tempo in competizione e adesso unite per cercare sinergie che aumentino la forza di entrambe sul mercato. Un tipico caso di alleanze orizzontali è relativo alle collaborazioni nella Ricerca e Sviluppo (R&D), comuni tra le imprese operanti nei mercati high-tech.

Le alleanze strategiche verticali sono collaborazioni che un'azienda può stringere a monte o a valle della Supply Chain, cioè con un proprio fornitore o con un distributore. Il fine ultimo di questo genere di alleanze è quello di intensificare e migliorare la relazione con un partner commerciale per ridurre i costi. Un esempio è quello di un'azienda produttrice di automobili che stringe un'alleanza a monte con un fornitore di componenti al fine di ridurre i costi di produzione.

Le alleanze strategiche non correlate, più rare rispetto all'analogo caso delle fusioni/acquisizioni conglomerati, sono partnership tra aziende che non sono né connesse da un rapporto verticale, né

appartengono allo stesso mercato.

Le diverse forme attraverso cui si manifestano le alleanze strategiche differiscono inoltre per il livello di integrazione che vi è tra le aziende coinvolte, per la durata della partnership e per l'ownership dei rischi. Le alleanze possono assumere molte sfumature differenti: possono essere organizzate fra due o più partner (come nel caso delle grandi alleanze aeree Skyteam e Star Alliance); possono avere un campo di azione ampio o ristretto, focalizzandosi su una sola funzione o attività, come l'approvvigionamento, la ricerca e sviluppo, la logistica; possono essere locali o globali; possono anche essere destinate ad un singolo progetto ed avere un orizzonte temporale limitato o illimitato.

Come anticipato, esistono diverse tipologie di alleanze strategiche; di seguito saranno trattate le casistiche più rilevanti:

- **Long-Term Contract:** si tratta di contratti a lungo termine come i Buyer-supplier agreements, che si distinguono dalle altre forme di relazioni interorganizzative per la loro natura verticale e a catena di fornitura, e per l'esistenza di più partner. Le relazioni tra compratori e fornitori presentano un'enfasi sulla tecnologia, la conoscenza e la fiducia reciproca, motivo per cui sono definiti anche come "alleanze tra fornitori" (McCutcheon & Stuart, 2000).
- **Non-Equity Alliance:** in questo caso, le aziende partner concordano di lavorare insieme senza assumere posizioni patrimoniali reciproche. Le alleanze strategiche non patrimoniali presentano un vasto campo di possibili forme di cooperazione, la quale può essere sia informale e non contrattualmente definita, come avviene soprattutto tra le imprese di minori dimensioni, che istituita attraverso un contratto.

Tra le più comuni alleanze strategiche non patrimoniali vi sono il Licensing, il Co-Branding e il Franchising.

Il Licensing è un contratto attraverso il quale un'impresa (il licensor) concede il diritto di utilizzare una proprietà intellettuale (un know-how, un brevetto, un marchio etc) a una seconda impresa (il licensee) per l'uso nello sviluppo e nella vendita di prodotti, in cambio di un unico pagamento e/o di un canone di royalty per unità. I licensor dispongono di conoscenze proprietarie, come brevetti o progetti, e desiderano espandersi, ma hanno carenze in capacità produttiva o di marketing, che i licensee forniscono. Questi accordi sono comuni quando le aziende si espandono in nuovi mercati internazionali o in settori diversi.

Il Co-Branding rappresenta una IOR di marketing a lungo termine (Helmig et al., 2008). Viene utilizzato da due o più imprese che cercano di trarre vantaggio dalla combinazione di due marchi esistenti, di solito quando sono richiesti elevati investimenti operativi e di capitale.

Nel Franchising, un'impresa (il franchisor) vende i diritti a una seconda impresa (il franchisee) di commercializzare beni o servizi sotto il proprio nome e di utilizzare il proprio modello di business (Combs et al., 2004). Gli elementi chiave di questa forma sono la sua natura di uno-a-molti (un solo

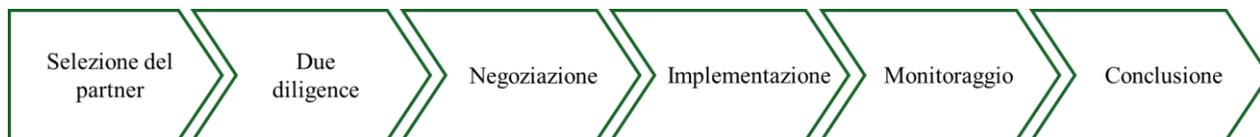
franchisor e molti franchisee) e lo scambio di un intero modello di business.

Il franchising avviene tipicamente in settori che enfatizzano un tipo di servizio che deve essere svolto vicino ai clienti, richiedendo una combinazione di risorse centralizzate e decentralizzate (Combs & Ketchen, 2003; Combs et al., 2004). Questo tipo di contratto esiste poiché ogni partner apporta risorse diverse e necessarie al franchising: il franchisor contribuisce con il nome del marchio e il sistema generale, mentre il franchisee apporta la conoscenza del mercato locale e i fondi, consentendo al franchisor di espandersi rapidamente (Blair e Lafontaine, 2005). I contratti di franchising tendono ad allocare molto precisamente le responsabilità, i diritti decisionali e i profitti tra un principale centralizzato (il franchisor, che riceve i pagamenti di royalty) e agenti decentralizzati (i franchisee), seguendo una logica di teoria dell'agenzia (Combs et al., 2004). Oltre al contratto, il sistema di controllo e monitoraggio tipicamente messo in atto dal franchisor aiuta a minimizzare il free riding e migliorare le probabilità di successo del franchisee (Blair e Lafontaine, 2005).

- **Equity Alliance:** le alleanze patrimoniali sono formate quando una società acquisisce una quota di azioni di un'altra società e viceversa. Queste quote di partecipazione rendono le società partner e azioniste l'una dell'altra. La quota acquisita di una società è di solito di piccola entità, in modo tale da mantenere il potere decisionale rispettivamente nelle singole aziende. Questo fenomeno è anche chiamato "cross-shareholding" (partecipazioni incrociate) e porta a complesse strutture di rete, soprattutto quando sono coinvolte diverse società. Le società collegate in questo modo condividono profitti e obiettivi comuni, il che riduce la volontà di competere. Inoltre, questo rende più complesso per altre società acquisirle.
- **Joint Venture:** una Joint Venture (JV) è una società commerciale creata da due o più parti, caratterizzata in generale da una proprietà condivisa, condivisi guadagni e rischi e una governance condivisa (Contractor & Lorange, 2002). In questa fattispecie, l'attributo distintivo è quindi l'esistenza di una partecipazione patrimoniale che può agire come meccanismo di governance (Brouthers & Hennart, 2007). Le società costituenti investono in essa equity, know-how e risorse. Le aziende perseguono tipicamente le JV per accedere a un nuovo mercato, soprattutto nei mercati emergenti; per ottenere efficienze di scala mediante la combinazione di risorse e attività; per condividere il rischio di investimenti o progetti importanti; per accedere a particolari competenze e capacità. Le JV possono essere create per un tempo limitato, ad esempio per un progetto specifico, o per una relazione d'affari a lungo termine, mentre il controllo, i ricavi e i rischi sono divisi in base al loro contributo finanziario. Generalmente impegnate in una vasta gamma di attività, tra cui ricerca, produzione, marketing e distribuzione, le Joint Venture sono particolarmente complesse, portando a un'attenzione sulla fiducia, la cooperazione e l'impegno come determinanti chiave delle prestazioni (Ren, Gray & Kim, 2009).

L'iter di formazione di un'alleanza è simile a quello visto per le operazioni di M&A e comprende la selezione del partner, la due diligence, la negoziazione e l'implementazione. Inoltre, la gestione di un'alleanza richiede una valutazione continua ed, eventualmente, la sua conclusione.

Figura 10 – Step principali di un processo di alleanza



Fonte: Elaborazione dell'autore

Prima di iniziare la ricerca di un potenziale partner per l'alleanza, è necessario definire la razionale strategica per la partnership e confermare che un'alleanza sia il modo migliore per raggiungere gli obiettivi strategici, rispetto a una completa acquisizione o alla scelta di procedere da soli.

Il processo di selezione del partner dovrebbe seguire lo stesso approccio disciplinato della ricerca di una società da acquisire: il candidato individuato dovrebbe essere il miglior partner per raggiungere gli obiettivi definiti, considerando tutti i potenziali benefici finanziari, i costi di transazione e i rischi.

Quando il partner potenziale è stato contattato ed è interessato a una potenziale partnership, può iniziare la due diligence. A differenza di un'acquisizione, questo è un processo a due vie: entrambi i partner scambiano reciprocamente informazioni riservate per confermare che la partnership desiderata si basi su presupposti validi e raccolgono tutte le informazioni rilevanti per la successiva negoziazione.

La fase di due diligence è anche una prima opportunità per testare e stabilire la fiducia tra i partner.

Durante la negoziazione, viene sviluppato l'accordo di alleanza. Entrambi i partner devono concordare sugli obiettivi dell'alleanza e sulla valutazione delle risorse che entrambi portano sul tavolo, definire l'ambito preciso dell'alleanza, strutturarla, definirne il modello operativo, le contribuzioni dei partner e la condivisione del valore, le interfacce, le regole decisionali, i processi per la risoluzione delle controversie e la durata. Se i partner raggiungono un accordo su tutti questi punti critici, l'alleanza può essere stabilita. Nel caso di una Joint Venture, l'implementazione implica la creazione di una nuova società con il trasferimento di risorse da entrambi i partner. Un'importante attività nella gestione continua di un'alleanza è quella di valutare periodicamente e monitorare se essa soddisfi gli obiettivi prefissati e di adeguare il perimetro, se necessario. L'alleanza dovrebbe infine essere estinta qualora abbia raggiunto il suo scopo o non funzioni secondo le aspettative.

1.3.2 Obiettivi, opportunità e criticità

Nelle ultime decadi, le alleanze hanno acquisito sempre più importanza come strumenti di implementazione della strategia aziendale. Esistono diversi motivi per costruirne una, e possono essere combinati tra loro:

- **Risorse:** un'alleanza può fornire accesso a competenze, tecnologia o altri asset di cui l'azienda ha bisogno, ma che non può facilmente ottenere da sola. Per le imprese più piccole con risorse finanziarie limitate, una partnership può essere anche un buon modo per ottenere il finanziamento necessario per fare il prossimo passo nel processo di crescita. Le alleanze di ricerca tra grandi compagnie farmaceutiche e piccole aziende biotech sono un esempio comune in cui l'obiettivo principale è l'ottenimento di risorse.
- **Velocità:** molte alleanze vengono costituite perché i partner desiderano raggiungere un più rapido sviluppo o entrare nel mercato unendo le forze e combinando le loro capacità complementari, piuttosto che procedere separatamente. Questo obiettivo è particolarmente frequente nelle alleanze verticali, dove i fornitori e i clienti si uniscono per sviluppare nuovi prodotti o servizi e immetterli sul mercato rapidamente.
- **Costi:** al contrario, le alleanze orizzontali tra concorrenti sono spesso motivate da considerazioni di costo ed efficienza. Attraverso l'uso congiunto di risorse, i partner raggiungono un migliore utilizzo delle loro capacità e beneficiano di economie di scala e di apprendimento.
- **Accesso:** le alleanze transfrontaliere sono spesso motivate dall'obiettivo di superare le barriere all'ingresso in un mercato straniero. Un partner locale può fornire conoscenze, connessioni politiche e accesso ai canali di distribuzione. In alcuni Paesi e settori, la protezione del mercato nazionale obbliga le aziende a formare Joint Venture con società locali.
- **Rischi:** alcune alleanze sono semplicemente formate al fine di condividere il rischio di uno sviluppo di prodotto o di un'entrata sul mercato che potrebbero essere troppo impegnativi per una sola azienda.

Perché un'azienda dovrebbe preferire un'alleanza ad un'acquisizione? Ci sono situazioni in cui un'acquisizione non è fattibile, ad esempio perché è vietata dalla legislazione nazionale, dalla regolamentazione antitrust o dalla resistenza dell'obiettivo. In questi casi, un'alleanza può essere la seconda alternativa migliore. In altre situazioni, essa può persino essere l'opzione preferita, in particolare se gli obiettivi strategici possono essere raggiunti senza il pieno controllo dell'azienda partner, se le risorse pertinenti sono "soft" (come competenze e capacità piuttosto che asset) e se le sinergie derivano da economie di scopo anziché da economie di scala. Inoltre, un'alleanza può rappresentare il primo passo verso un'acquisizione completa: in caso di elevata incertezza sul mercato, sulla tecnologia o sul target stesso, è una mossa astuta testare le acque con un'alleanza che può costituire la base di un'acquisizione

successiva in caso di risultati positivi, ma che può anche essere conclusa a costi di uscita piuttosto bassi se le aspettative non vengono soddisfatte.

Le alleanze strategiche presentano notevoli vantaggi, ma non sono facili da gestire. Infatti, la ricerca empirica ha dimostrato che due terzi delle stesse comportano per i partner gravi problemi e i tassi di fallimento riportati possono arrivare fino al 70% (Das & Teng 2000).

Una caratteristica particolare delle alleanze è che richiedono una strategia di coo**petizione**³²: un comportamento di cooperazione per creare valore e far crescere il mercato potenziale e un'attitudine competitiva per catturare valore mentre si divide il mercato. Ciò porta ad una serie di sfide specifiche e fattori chiave di successo per stabilire e gestire le alleanze.

Come per le fusioni e acquisizioni, il punto di partenza per un'alleanza di successo deve essere una chiara comprensione dell'intento strategico. Non solo i propri obiettivi devono essere chiari, è anche importante capire le aspettative del partner dell'alleanza e assicurarsi che non siano in conflitto con il proprio intento. Conviene pertanto essere trasparenti sin dall'inizio di un'alleanza ed articolare tutti gli obiettivi, le contribuzioni attese e le preoccupazioni iniziali. Qualsiasi vantaggio ottenuto da una mancanza di trasparenza sarà di breve durata e potrebbe danneggiare l'alleanza nel lungo periodo. Se i partner hanno filosofie di business inconciliabili o priorità strategiche e orizzonti temporali di investimento differenti, è meglio saperlo presto e astenersi dalla collaborazione. Inoltre è importante essere sempre consci del fatto che gli obiettivi e il carattere dell'alleanza possano cambiare nel tempo.

Giacché un'alleanza necessita di una forma di gestione congiunta, è necessario un modello di governance chiaro ed esplicito³³, comprendente la definizione delle interfacce tra le aziende partner e i meccanismi per la risoluzione dei conflitti.

In molte alleanze, le differenze culturali rappresentano una sfida specifica, in particolare in un contesto internazionale, ma anche quando sono coinvolti partner con diversi background industriali. Queste differenze possono riguardare la definizione della strategia, la tolleranza al rischio, l'apertura e la fiducia e lo stile di gestione. Entrambi i partner dovrebbero essere consapevoli di queste differenze e pronti a gestirle attivamente prima di entrare nell'alleanza.

Un'altra sfida spesso deriva da divergenze sulla condivisione delle spese e dei profitti, che possono portare a frizioni e talvolta a conflitti aperti. Oliver Schilke e Fabrice Lumineau (2018) hanno investigato l'effetto dei contratti sulla performance delle alleanze. Essi hanno distinto due tipi di disposizioni nei contratti di

³² La coo**petizione** (calco del termine inglese *coopetition*) è una strategia di business che coniuga le caratteristiche di competizione e cooperazione. Essa si realizza tra imprese concorrenti che scelgono di collaborare limitatamente a certe attività del proprio business. In altre parole, si realizza una "parziale convergenza di interessi tra gli attori" (Dagnino, 2009).

³³ Tale modello può essere di natura interna o esterna, a seconda delle esigenze e delle caratteristiche dell'alleanza. Un modello di governance interna implica che le decisioni e le responsabilità vengano gestite direttamente dalle aziende partner, attraverso la costituzione di un comitato congiunto o di una struttura decisionale che coinvolge rappresentanti di entrambe le parti. Un modello di governance interna può favorire una maggiore flessibilità e una rapida risoluzione dei problemi. D'altra parte, un modello di governance esterna coinvolge l'utilizzo di un terzo soggetto o entità indipendente per gestire e controllare l'alleanza. Questa tipologia può fornire un'obiettività maggiore e una separazione delle responsabilità, garantendo un processo decisionale equo e imparziale.

alleanza: quelle di controllo e quelle di coordinamento. Le prime definiscono i diritti e gli obblighi delle parti coinvolte e si concentrano sulla mitigazione delle preoccupazioni e sulla gestione dei potenziali conflitti. Il loro obiettivo è di limitare la capacità di una parte di sfruttare l'altra mancando di eseguire quanto concordato. Al contrario, le disposizioni di coordinamento definiscono gli obiettivi della relazione e si concentrano sul supporto alla coordinazione. Il loro obiettivo è di facilitare una convergenza delle aspettative organizzando le priorità dell'alleanza e guidando la comunicazione e la segnalazione formale. Schilke e Lumineau hanno scoperto che le disposizioni di controllo tendono ad aumentare il conflitto tra i partner dell'alleanza, riducendone le performance, mentre le disposizioni di coordinamento tendono a diminuire tale conflitto, con un impatto positivo sui risultati dell'alleanza.

Un importante fattore di successo per la partnership è la selezione dei manager. Potrebbe esservi una certa tentazione di ricorrere a comportamenti di c.d. "free-riding" e di tenere le persone migliori nell'azienda madre, sperando che il partner dell'alleanza assicuri una gestione adeguata per l'impresa congiunta. Tuttavia entrambi i partner dovrebbero avere un incentivo a dotare l'alleanza di buoni manager per garantirne il successo e rappresentare al meglio i propri interessi. È infatti meglio rifiutare un'alleanza, qualora la stessa non possa essere adeguatamente supportata dal management di alto livello. In tal senso, è anche essenziale che i manager percepiscano la loro delega a un'alleanza come un avanzamento di carriera piuttosto che sentirsi messi da parte.

La maggior parte delle alleanze è progettata con una durata limitata. Vi è dunque la necessità di criteri chiari per la terminazione e di un meccanismo di uscita accettato da entrambe le parti. Le aziende dovrebbero monitorare regolarmente la performance delle loro alleanze rispetto agli obiettivi inizialmente definiti ed essere pronte a rivedere e adattare gli obiettivi e la configurazione. Un'alleanza che non serve più allo scopo dovrebbe essere terminata. La gestione efficace del portafoglio di alleanze può essere una fonte di creazione di valore per un'azienda. Una recente meta-analisi di 67 studi empirici ha rilevato che la diversità del portfolio di alleanze di un'azienda ha un impatto positivo sulle prestazioni dell'azienda stessa (Lee et al., 2017). Le aziende esperte gestiscono attivamente il loro portfolio di alleanze, eliminando quelle non riuscite e nutrendo quelle di successo, assicurandosi che le esperienze acquisite siano raccolte e trasferite per sviluppare la gestione delle alleanze in una capacità aziendale.

CAPITOLO 2.

LE OPERAZIONI DI CORPORATE RESTRUCTURING NEL MERCATO AUTOMOTIVE

In termini di rilevanza storica, ricavi, sviluppo tecnologico ed occupazione, il mercato automobilistico è uno dei più importanti a livello mondiale. Di seguito verrà presentata una panoramica dell'industria, in termini qualitativi e quantitativi; saranno poi discussi i trend che la stanno rivoluzionando ed infine verranno analizzate le operazioni di Corporate Restructuring che hanno interessato le più rilevanti aziende che la costituiscono, evidenziando di volta in volta come esse abbiano contribuito o meno alla creazione di valore. L'industria automobilistica rappresenta infatti un esempio eccellente per analizzare le operazioni di riorganizzazione aziendale, in quanto è in continua evoluzione, sia dal punto di vista tecnologico che delle tendenze del mercato. Ciò significa che le aziende devono essere in grado di adattarsi rapidamente ai cambiamenti per rimanere competitive, il che ha come diretta conseguenza operazioni come fusioni, acquisizioni o cessioni di attività non-core. Inoltre, il mercato è stato caratterizzato da un crescente consolidamento negli ultimi decenni: questo trend ha favorito la formazione di grandi gruppi ed alleanze. L'industria automobilistica è caratterizzata poi da elevati costi fissi, come quelli necessari per lo sviluppo di nuovi modelli di auto o per la creazione di nuove fabbriche: ciò significa che le aziende devono raggiungere un cospicuo volume di vendite per ottenere una redditività accettabile. Al fine di realizzare questo obiettivo, esse tendono spesso ad adottare strategie espansive. D'altro canto, il mercato è esposto a rischi geopolitici ed economici, come le fluttuazioni dei prezzi delle materie prime, le politiche commerciali e le tasse sulle importazioni. Questi fattori, così come le difficoltà nell'integrazione, hanno spesso portato nel corso del tempo ad operazioni di disinvestimento.

2.1 Overview dell'industria automobilistica

L'industria automobilistica comprende tutte le aziende e le attività coinvolte nella progettazione, sviluppo, produzione, commercializzazione, vendita, riparazione e modifica dei veicoli a motore e della maggior parte dei loro componenti. I principali veicoli a motore sono automobili, motoveicoli, veicoli commerciali leggeri (come pick-up e furgoni), pesanti (come autocarri e semirimorchi), autobus, pullman e veicoli sportivi. Tra i componenti più significativi vi sono gli pneumatici e le centraline, mentre le batterie e il carburante non rientrano nei prodotti dell'industria.

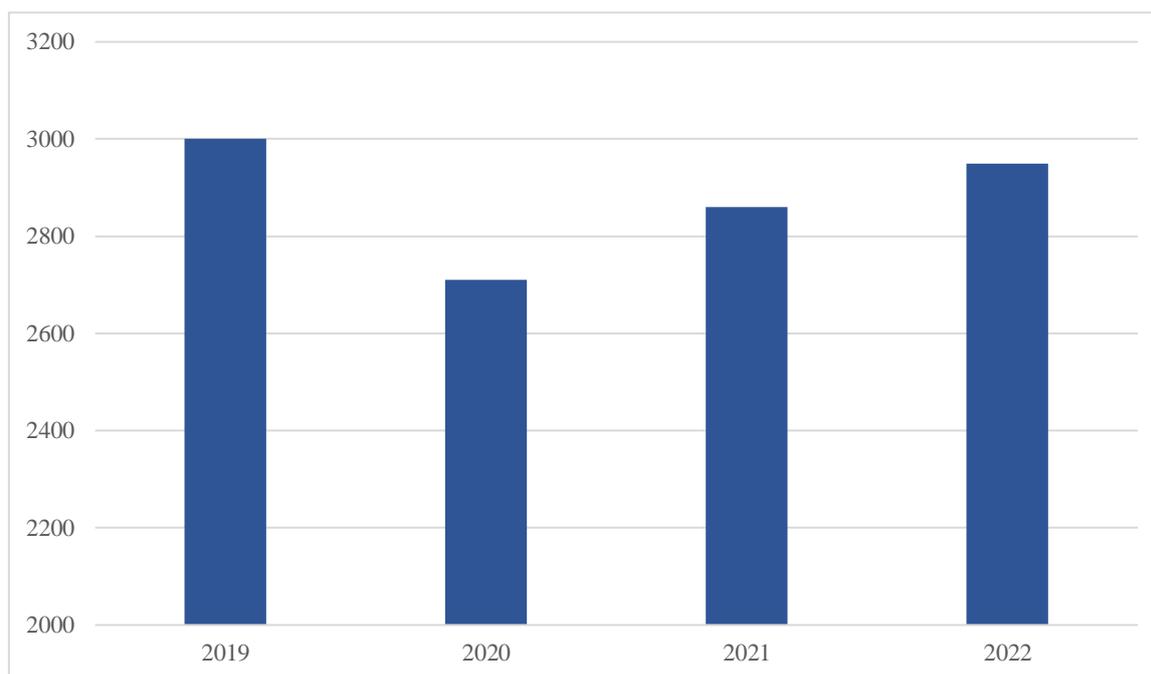
L'output principale del mercato è l'automobile, mezzo destinato al trasporto di passeggeri che ha rivoluzionato la mobilità alla fine del XIX secolo, si è notevolmente evoluto durante il '900 ed è attualmente oggetto di una radicale trasformazione, sia da un punto di vista tecnologico che concettuale. Di seguito sarà descritta l'industria, verranno presentati i maggiori attori che vi operano e infine sarà condotta un'analisi

volta a capire le caratteristiche che la contraddistinguono.

2.1.1 L'industria in numeri

Secondo le stime dell'Organizzazione Internazionale dei Costruttori di Automobili (OICA), circolano oggi sul pianeta circa 1,5 miliardi di autoveicoli. Il mercato automobilistico difatti è uno dei più grandi al mondo: solo negli Stati Uniti, esso contribuisce per il 3,5% del PIL, impiega 1,7 milioni di persone e assorbe investimenti per 18 miliardi di dollari in ricerca e sviluppo³⁴. In Italia, invece, la filiera genera un fatturato superiore a 100 miliardi di euro, pari al 5,6% del Pil, ed è composta da 5.700 imprese e 250.000 occupati, il 7% dell'intera forza lavoro dell'industria manifatturiera italiana³⁵. “Le 5.700 imprese sono per la maggior parte di piccola o media dimensione: nella componentistica e nell'Engineering & Design il 45% delle aziende impiega meno di nove addetti.” Inoltre si tratta di un'industria ad alta concentrazione del fatturato: il 75% è generato solo dall'8% delle società.

Grafico 2 – Ricavi globali dell'industria manifatturiera automobilistica tra il 2019 e il 2022
(dati in miliardi di dollari statunitensi)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Statista

³⁴ K. Hill, D. Menk, “Contribution of the Automotive Industry to the Economies of all Fifty State and the United States”, 2010

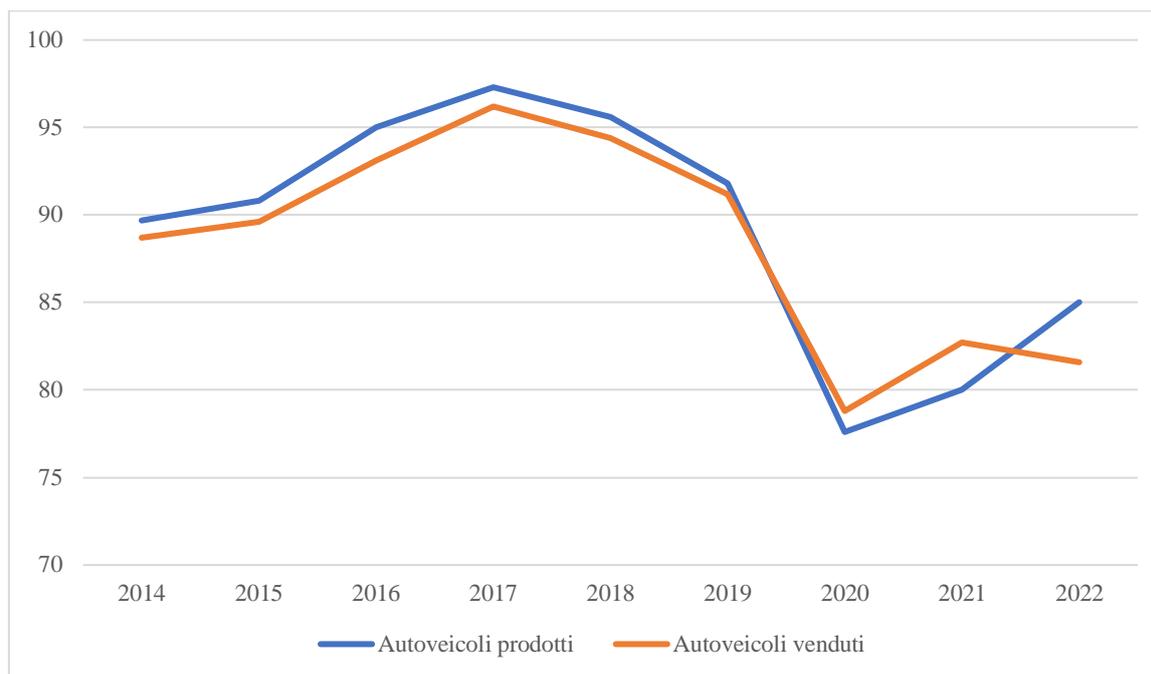
³⁵ CDP, SACE, SIMEST, ANFIA in collaborazione con Alix Partners, “Bilancio a 4Ruote. Cambio di marcia: la filiera dell'automotive di fronte alle sfide del mercato globale”, 2019

Come visibile nel Grafico 2, al pari di molti altri mercati, anche quello automobilistico ha subito una contrazione in seguito alla pandemia di Covid-19. I ricavi globali sono infatti diminuiti del 10% dal 2019 al 2020, passando da 3.000 miliardi di dollari a circa 2.700. Nel 2021 e nel 2022 i risultati hanno ripreso a crescere, senza tuttavia riuscire a raggiungere il valore pre-pandemico. Inoltre, a partire dalla seconda metà del 2020 e in particolar modo nel 2021, ha avuto luogo la c.d. “crisi dei chip”: la scarsità di micro-chip semiconduttori, essenziali per il funzionamento dei moderni sistemi elettronici presenti nei veicoli, inclusi sistemi di infotainment, assistenza alla guida e controllo clima, ha causato interruzioni nella produzione e ritardi nella consegna, con conseguente aumento dei prezzi dei veicoli e riduzione dei margini di profitto per i produttori.

La crisi dei chip è stata causata da una combinazione di fattori, di seguito elencati:

- la pandemia di Covid-19 ha portato alla chiusura di alcune fabbriche di produzione di chip e alla diminuzione della domanda iniziale per poi provocare un aumento repentino della stessa con la ripresa economica;
- l'aumento della domanda di prodotti tecnologici e di elettronica di consumo, come smartphone, computer e console di gioco ha aumentato la richiesta di chip;
- la maggiore adozione di tecnologie avanzate come l'intelligenza artificiale, la blockchain e il cloud computing ha richiesto una quantità maggiore di chip;
- le sanzioni commerciali imposte dagli Stati Uniti alla Cina hanno portato alla riduzione delle forniture di chip da parte delle aziende statunitensi a quelle cinesi;
- la concomitante crisi economica del settore automobilistico causata dalla pandemia ha ridotto la domanda di chip da parte dei produttori di automobili;
- le tensioni geopolitiche tra Cina e Taiwan hanno portato alla chiusura temporanea di alcune fabbriche di produzione di chip sull'isola considerata da Pechino come una provincia ribelle. Taiwan è infatti uno dei maggiori produttori di semiconduttori al mondo, ma dipende dalle forniture di materie prime che importa dalla Cina, come ad esempio i gas utilizzati per la produzione dei chip. In caso di escalation tra Cina e Taiwan, le forniture potrebbero subire interruzioni o rallentamenti, causando problemi nella produzione. Inoltre, la Cina è uno dei maggiori mercati per i produttori di micro-chip taiwanesi, e una riduzione della domanda cinese potrebbe causare problemi economici per l'industria dei chip di Taiwan. Ciò ha contribuito alla riduzione dell'offerta di semiconduttori.

Grafico 3 – Produzione e vendita globale di autoveicoli tra il 2014 e il 2021
(dati in milioni di unità)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati OICA

Come si può osservare nel Grafico 3, la produzione e la vendita di autoveicoli sono aumentate dal 2014 al 2017 sino ad una punta di 97,3 milioni di unità prodotte e 96,2 milioni di unità vendute. Negli anni 2018 e 2019, prima della pandemia di Covid-19 e della crisi dei chip, l'industria dell'automobile ha affrontato una serie di sfide che hanno portato a una diminuzione della produzione e delle vendite su scala mondiale, tra cui:

- aumento dei prezzi del petrolio: nel 2018³⁶ i prezzi del petrolio sono aumentati significativamente, portando ad un aumento dei prezzi dei carburanti e dei costi di produzione per le case automobilistiche;
- guerre commerciali: la tensione tra le principali potenze commerciali mondiali ha portato all'instabilità dei mercati, alla volatilità delle valute e alla minaccia di dazi sulle importazioni di automobili e componenti;
- cambiamenti normativi: l'introduzione di nuove norme ambientali e di sicurezza in vari Paesi ha richiesto investimenti significativi da parte delle case automobilistiche per adeguarsi alle nuove regolamentazioni;

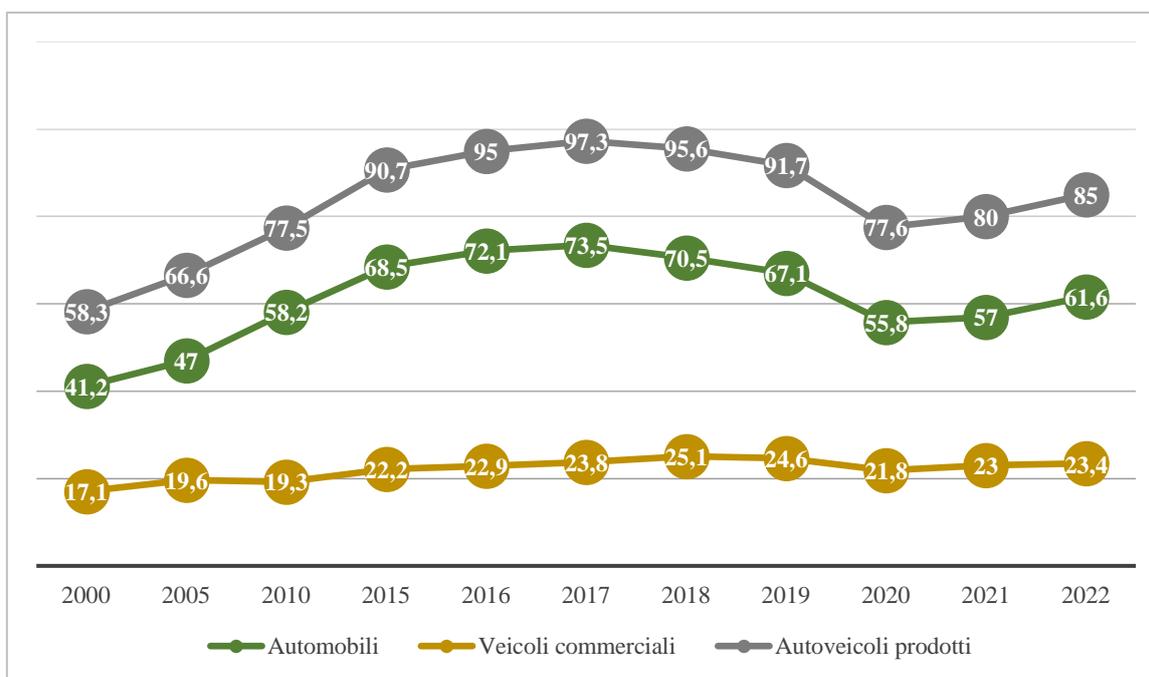
³⁶ Il prezzo del petrolio è aumentato da \$57 a \$89 al barile tra Giugno 2017 e Giugno 2018 (+56%).

- flessibilità dei consumatori: l'aumento dell'offerta di servizi di ride-sharing e car-sharing, e l'interesse crescente dei consumatori per la sostenibilità ambientale, ha portato ad una diminuzione della domanda di automobili tradizionali.

L'arrivo del Covid-19 ha poi contribuito in modo sostanziale all'ulteriore riduzione della produzione, che si è assestata su un valore di 77,6 milioni di unità nel 2020. Nello stesso anno le unità vendute sono state 78,8 milioni: molte fabbriche automobilistiche hanno sospeso temporaneamente o ridotto la produzione a causa della pandemia e delle relative misure di lockdown. Ciò ha portato ad una riduzione dell'offerta di nuovi veicoli sul mercato. D'altra parte, la pandemia ha comportato un aumento della domanda di veicoli privati, poiché molte persone hanno evitato i mezzi pubblici per timore di contrarre il virus. Questa situazione ha creato uno sbilanciamento tra l'offerta e la domanda, portando ad un aumento dei prezzi dei veicoli nuovi. Tale situazione ha spinto molti a comprare un'auto usata invece di una nuova, poiché il mercato dell'usato ha subito un impatto minore rispetto a quello delle auto nuove. Tutto ciò ha contribuito al fatto che nel 2020 gli autoveicoli venduti abbiano superato in quantità quelli prodotti.

Nel 2021 e nel 2022 la produzione è aumentata rispettivamente del 3% e del 9,5% rispetto al 2020, raggiungendo le 85 milioni di unità, mentre gli autoveicoli venduti sono stati 82,7 milioni nel 2021 e 81,6 milioni nel 2022: dopo la parentesi della pandemia, caratterizzata dal picco negativo del 2020 e dal "rimbalzo" del 2021, sembra che il trend negativo delle vendite iniziato nel 2018 abbia ripreso il suo normale corso. Al fine di analizzare in modo più preciso i dati e le tendenze descritte, è tuttavia necessario distinguere gli autoveicoli in automobili e veicoli commerciali.

Grafico 4 – Produzione di automobili e veicoli commerciali a confronto
(dati in milioni di unità)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati OICA

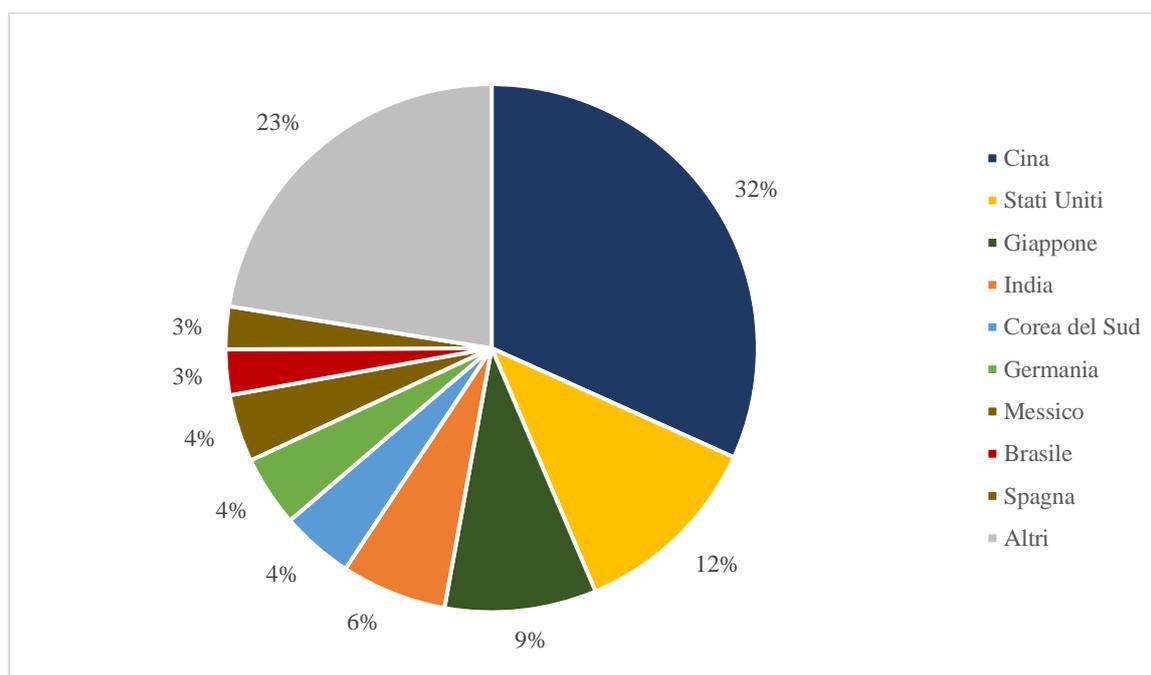
Come si può notare nel Grafico 4, la maggior parte degli autoveicoli prodotti sono automobili. In particolare, esse rappresentavano nel 2000 il 70,6% della produzione mondiale, hanno toccato il massimo nel 2016, con un peso del 75,9%, e costituiscono oggi il 72,5%³⁷ del totale degli autoveicoli.

Si può osservare tuttavia che nel periodo pre-Covid 2015-2019, la produzione di automobili sia diminuita del 2%, mentre la produzione di veicoli commerciali sia aumentata del 10,8%. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che le automobili sono solitamente acquistate dai consumatori per uso privato, mentre i veicoli commerciali sono acquistati principalmente dalle imprese per uso commerciale, e pertanto essi risentono meno degli effetti provocati da fenomeni quali l'elettrificazione e l'incremento del car-sharing, che invece hanno determinato una riduzione nella produzione di autovetture.

La produzione e la vendita di automobili e veicoli commerciali variano anche a seconda delle regioni geografiche. Ad esempio, i veicoli commerciali sono più popolari in alcune regioni come l'Europa, il Nord America e l'Asia-Pacifico. Questo è dovuto alla maggiore domanda di veicoli per il trasporto di merci e passeggeri in queste regioni.

Di seguito saranno analizzate la produzione e la vendita di autoveicoli per zona geografica:

Grafico 5 – Maggiori Paesi produttori di autoveicoli



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati OICA

La Cina, con più di 27 milioni di unità nel 2022, è il maggior produttore mondiale di autoveicoli, seguita da Stati Uniti, Giappone, India, Corea del Sud e Germania. Cina, Usa e Giappone controllano insieme più

³⁷ OICA, Production Statistics, 2022

della metà della produzione.

L'area Asia-Pacifico produce il 58,8% degli autoveicoli, seguita dalle Americhe con il 20,9% e dall'Europa con il 19%.

L'82,6% degli autoveicoli prodotti negli Stati Uniti sono veicoli commerciali, di cui infatti il Paese è primo produttore mondiale, con una quota del 35%. Seguono la Cina, con il 13,6%, il Messico, la Thailandia e il Giappone. Per quanto concerne le automobili invece, la Cina è leader di mercato con una quota pari a quasi il 40%, ed è seguita da Giappone, India, Germania e Corea del Sud.

2.1.2 I Player del mercato

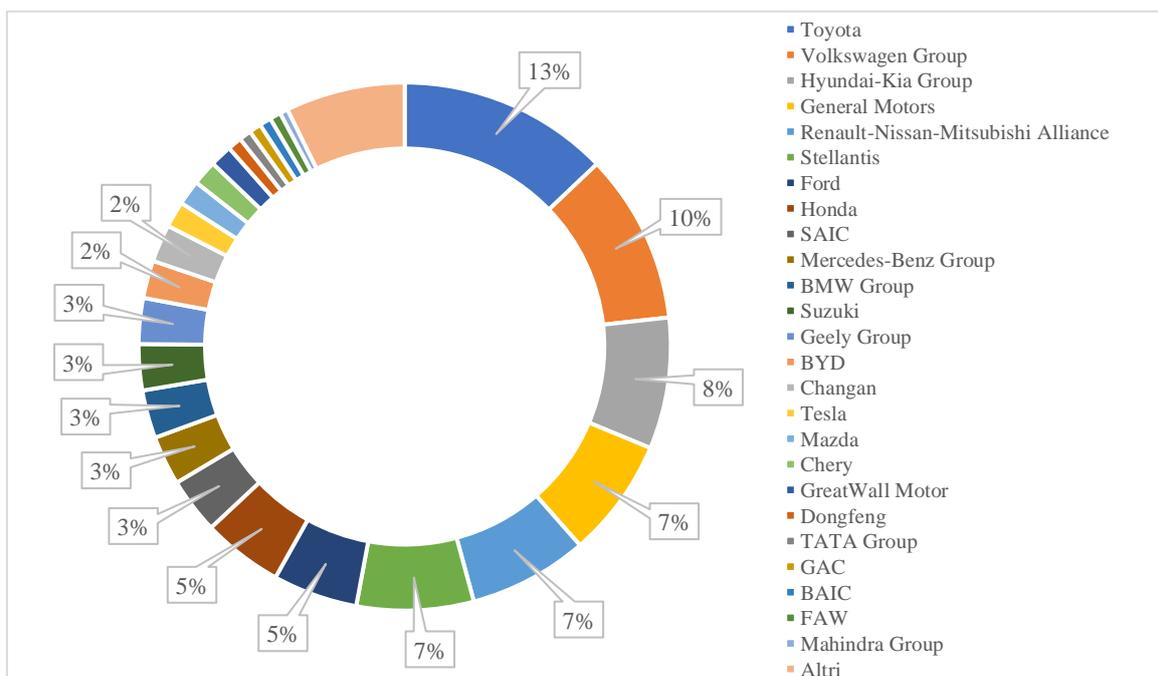
La struttura dell'industria automobilistica è complessa e in continua trasformazione.

Il mercato della manifattura di autoveicoli risulta altamente concentrato e dominato da pochi grandi player e si registrano tendenze verso un'ulteriore consolidazione e concentrazione.

Alcune aziende sono altamente integrate verticalmente, mentre altre si specializzano solo in determinate fasi della supply chain.

Esistono attualmente nel mondo più di 50 brand di produttori di autoveicoli, i quali per lo più possono essere tuttavia ricondotti a solo circa 10-15 gruppi principali. Inoltre molte aziende, sebbene non facciano formalmente parte dello stesso gruppo, detengono partecipazioni incrociate o sono legate da partnership di vario genere.

Grafico 6 – Principali player dell'industria manifatturiera automobilistica globale:
(Market share in termini di unità vendute, 2022)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati ufficiali forniti dalle aziende

Prima di analizzare i singoli gruppi, è necessario sottolineare che spesso il business model delle aziende interessate differisce consistentemente: affinché sia possibile confrontarle in modo appropriato, occorre effettuare delle precisazioni. Alcuni gruppi, come quello Volkswagen, controllano ad esempio direttamente tutti i brand posseduti, tra i quali vi è Traton, il quale gestisce aziende come Scania, Man e Navistar, produttori di veicoli commerciali pesanti. Traton Group nel 2022 ha generato ricavi globali pari a €39,5 miliardi, il 14% circa dell'intero gruppo Volkswagen. D'altra parte vi è Daimler AG, che nel 2021 tramite un'operazione di Spin-Off ha separato Daimler Truck, leader mondiale nella produzione di veicoli commerciali pesanti, dalla divisione automotive, poi denominata Mercedes-Benz Group. Nel 2022, Daimler Truck ha generato ricavi per €50,9 miliardi e Mercedes-Benz Group €150 miliardi. Confrontare dunque i numeri, in termini di ricavi ma anche di unità vendute, del gruppo di Wolfsburg con quelli del gruppo Mercedes non permette di avere una visione completa. Lo stesso si può dire considerando che alcune aziende, come Honda, sono attive anche nella produzione di motoveicoli, motori nautici, velivoli e altre tipologie di prodotti che poco hanno a che fare con gli autoveicoli.

Di seguito verrà fornita una panoramica sui maggiori player dell'industria manifatturiera automobilistica. Tutti i dati presentati sono stati recuperati all'interno dei report ufficiali pubblicati dalle aziende; i valori sono espressi in Euro: per i brand americani, giapponesi, cinesi e coreani sono stati utilizzati i tassi di cambio di riferimento del 30/12/2022 pubblicati da Banca d'Italia.

Toyota Motor Corporation

Toyota Motor Corporation è il dipartimento del gruppo Toyota, uno dei maggiori conglomerati del mondo, che si occupa della produzione di autoveicoli. La Toyota Motor è una multinazionale con sede a Toyota City, Aichi, Giappone, fondata da Kiichiro Toyoda il 28 agosto 1937 ed è oggi il maggior produttore di autoveicoli al mondo, con 10,48 milioni di unità vendute nel 2022. La maggior parte dei veicoli sono prodotti in Giappone, dove Toyota è anche leader di mercato. Il Paese più importante per l'azienda in termini di vendite sono invece gli Stati Uniti. Nello stesso anno, la società ha generato €223,1 miliardi di ricavi (+15,3% rispetto al 2021), il 92,6% dei quali grazie alle vendite e il restante tramite la divisione Financial Services. Gli utili sono stati pari a €20,4 miliardi (+25,9%) e le spese in ricerca e sviluppo a €8 miliardi. Gli impiegati sono in totale quasi 373.000. Toyota Motor Corp. produce e vende veicoli tramite i brand Toyota, Lexus, Daihatsu e Hino. La società detiene inoltre una partecipazione del 20% in Subaru Corporation, del 5,1% in Mazda, del 4,9% in Suzuki, del 4,6% in Isuzu, del 3,8% in Yamaha Motor Corporation e del 2,8% in Panasonic, oltre a partecipazioni in joint venture per la produzione di veicoli in Cina (FAW Toyota e GAC Toyota), Repubblica Ceca (TPCA), India (Toyota Kirloskar) e Stati Uniti (MTMUS). Toyota è quotata presso le Borse di Tokyo e Nagoya in Giappone, e anche presso quelle di Londra e di New York (NYSE). I maggiori azionisti di Toyota Motor Corp. sono The Master Trust Bank of Japan (11,7%), Toyota Industries Corporation (7,3%), la quale controlla la maggior parte dei diritti di

voto ed è a sua volta controllata dalla famiglia Toyoda, e Custody Bank of Japan (3,9%).

Toyota è leader mondiale nella produzione e vendita di auto ibride, con il lancio del primo modello al mondo, la Prius, nel 1997. Da allora, l'azienda ha continuato ad investire nella tecnologia ibrida e ha ampliato la sua gamma di veicoli elettrificati. Inoltre, la casa automobilistica giapponese è stata pioniera nella tecnologia delle celle a combustibile a idrogeno, sin dal lancio del primo veicolo a idrogeno, la Toyota Mirai, nel 2014. L'azienda ha avuto alcuni problemi di gestione, tra cui una serie di suicidi tra i lavoratori nel 2017, dovuti a condizioni lavorative stressanti e intensità elevata. Inoltre nel 2009-2010 la Toyota ha richiamato milioni di veicoli in tutto il mondo per problemi tecnici di sicurezza, fatto che ha portato alla chiusura temporanea di alcune fabbriche e al danneggiamento della reputazione aziendale.

Volkswagen Group

Il gruppo Volkswagen è il secondo maggior produttore di autoveicoli al mondo, primo per ricavi generati, con sede centrale a Wolfsburg, in Germania. La sua fondazione risale al 1937, come parte del programma di motorizzazione voluto dal regime nazista tedesco. La produzione di massa di automobili era vista come un mezzo per creare occupazione e migliorare la mobilità della popolazione. Ferdinand Porsche, già noto ingegnere automobilistico, fu incaricato di sviluppare un'auto popolare, che avrebbe portato alla creazione della famosa Volkswagen "maggiolino". Dopo la Seconda Guerra Mondiale, durante la quale Volkswagen fu impegnata nella produzione di veicoli militari per il regime, l'azienda fu espropriata dalle autorità alleate e posta sotto amministrazione controllata. Oggi il gruppo Volkswagen è quotato in borsa sia in Germania, presso Francoforte, sia negli Stati Uniti, al NASDAQ, ed è controllato dalla famiglia Porsche-Piëch, che attraverso la Porsche Automobil holding SE detiene il 31,9% dell'Equity e il 53,3% dei voti. Il secondo maggior azionista è lo Stato federato della Bassa Sassonia, che detiene l'11,8% dell'Equity e il 20% dei diritti di voto. Qatar Holding LLC è il terzo maggior azionista, con il 10,5% dell'Equity e il 17% dei diritti di voto.

Nel 2022 il gruppo VW ha venduto nel mondo 8,5 milioni di autoveicoli, generando €279,2 miliardi di ricavi (+11,6% rispetto al 2021) e €15,8 miliardi di utili (+2,6%). Il 41,2% delle vendite sono avvenute in Europa, dove il gruppo ha ottenuto il 55,3% dei ricavi totali. Gli impiegati sono in totale circa 676.000 e le spese sostenute per la ricerca e sviluppo sono state pari a €18,9 miliardi.

Il Volkswagen Group è formato da due divisioni: l'Automotive, a sua volta composta dalle aree Passenger Cars, Commercial Vehicles e Power Engineering, e la Financial Services. Quest'ultima ha generato €46,8 miliardi di ricavi, mentre l'Automotive ne ha prodotti €232,4, l'81,4% dei quali grazie alla Passenger Cars Business Area. Essa è costituita dai Volume brands Volkswagen Passenger cars, Skoda, Seat (che a sua volta controlla il marchio Cupra) e Volkswagen Commercial Vehicles (veicoli commerciali leggeri), dal Premium brand Audi (che a sua volta controlla Bentley, Lamborghini e tramite questa Ducati) e dallo Sport & Luxury brand Porsche Automotive.

La Commercial Vehicles Business Area ha generato €39,5 miliardi ed è costituita da Traton Commercial

Vehicles, un gruppo che produce veicoli commerciali pesanti tramite i brand Scania, Man, Navistar e Volkswagen Truck & Bus.

Il gruppo Volkswagen è stato al centro di uno dei più grandi scandali dell'industria automobilistica, noto come "Dieselgate". Nel 2015, la società ha ammesso di aver manipolato i test sulle emissioni dei suoi veicoli diesel. Il caso ha portato a numerose indagini e cause legali in tutto il mondo ed è costato al gruppo miliardi di dollari in multe e risarcimenti.

Hyundai-Kia Group

Hyundai Motor Group è un conglomerato sudcoreano fondato nel 1967. L'azienda principale è Hyundai Motor Company, che produce e vende veicoli tramite i brand Hyundai, Genesis e Ioniq. Il gruppo comprende anche la Kia Corporation, grazie alla partecipazione di controllo del 51% acquisita nel 1998. Oggi Hyundai Motor è l'azionista principale di Kia con una quota del 33,88% ed è quotata a Seoul e a New York.

Hyundai Motor Group è il terzo conglomerato sudcoreano, dopo Samsung Group e SK Group, ed è controllato dalla famiglia Chung. Nel 2006, il fondatore della Hyundai, Chung Ju-Yung, è stato arrestato e condannato per appropriazione indebita di fondi aziendali e nel 2013, il presidente di Hyundai, Chung Mong-koo, è stato condannato per corruzione e ha ricevuto una sospensione della pena.

Dopo diversi anni di rapida crescita, il gruppo è oggi il terzo al mondo in termini di vendite: nel 2022 ha venduto 6,56 milioni di autoveicoli. Nello specifico, Hyundai Motor Company, che impiega 120.000 impiegati complessivamente, ha venduto 3,96 milioni di unità (il 18% delle quali in Corea del Sud), ottenendo circa €95 miliardi di ricavi e €5,2 miliardi di utili. Kia Corporation, con 52.000 impiegati, ha venduto invece circa 2,6 milioni di autoveicoli, generando €55 miliardi di ricavi e €4 miliardi di utili.

General Motors

General Motors è un gruppo automobilistico americano con sede a Detroit, fondato nel 1908. Per vendite, è stata la maggiore azienda del mercato automotive mondiale per 77 anni, prima di cedere il trono a Toyota nel 2008. I maggiori azionisti di GM sono Blackrock (9,01%), Vanguard (7,91%) e Capital Research Global Investors (5,62%). Nel marzo 2009, dopo aver ricevuto dal governo \$17,4 miliardi di salvataggio senza ottenere un effettivo cambiamento di rotta, il CEO di GM Rick Wagoner è stato costretto a dimettersi dal presidente degli Stati Uniti Barack Obama. L'8 giugno 2009, General Motors ha presentato istanza di riorganizzazione sotto il Chapter 11 (legge fallimentare degli Stati Uniti), supportata dal governo. Attraverso il Troubled Asset Relief Program, il Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti ha investito \$49,5 miliardi di dollari nel gruppo. Uno studio del Center for Automotive Research ha rilevato che il salvataggio di GM ha salvato 1,2 milioni di posti di lavoro e preservato 34,9 miliardi di dollari di entrate fiscali. Nel luglio 2009, dopo 40 giorni di protezione dal fallimento, l'azienda è emersa dalla ristrutturazione. General Motors è tornata alla redditività nel 2010, anno in cui il gruppo ha interrotto le divisioni Hummer, Pontiac e Saturn Corporation, venduto la Saab Automobile al produttore automobilistico olandese Spyker Cars e

chiuso molte fabbriche in America del Nord. Nel novembre 2010, GM è nuovamente diventata una società pubblica tramite una delle cinque IPO più grandi della storia.

Oggi produce e vende autoveicoli attraverso i quattro brand Chevrolet, Buick, GMC e Cadillac. Nel 2022 il gruppo GM è stato il quarto al mondo in termini di vendite, con 5,94 milioni di unità (il 45% delle quali in Nord America). I ricavi sono stati globalmente €146,9 miliardi (+23,4% rispetto al 2021), generati per il 92% dalla divisione Automotive e per l'8% dalla divisione Financial; gli utili hanno toccato i €9,3 miliardi (-0,8%) e dimostrano come General Motors stia ormai da anni percorrendo un tracciato di profittabilità. Il gruppo impiega 167.000 lavoratori e ha investito nel 2022 €9,18 miliardi in ricerca e sviluppo.

Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance

Renault Group, Nissan Motor Corporation e Mitsubishi Motors Corporation sono legate da un'alleanza strategica che nel 2022 ha venduto nel mondo complessivamente 5,92 milioni di autoveicoli. Renault e Nissan sono partner dal 1999, mentre Mitsubishi ha aderito alla partnership nel 2017. Renault detiene il 43,2% delle azioni con diritto di voto di Nissan, mentre quest'ultima possiede una partecipazione del 15% in Renault senza diritti di voto e controlla il 34% di Mitsubishi Motors Corp. La struttura dell'alleanza è un unicum nell'industria automobilistica fin dagli anni '90, un'epoca in cui si sono verificate numerose fusioni tra altri grandi produttori. L'alleanza è basata sulla logica che, grazie a consistenti investimenti di cross-shareholding, ciascuna società agisca nell'interesse finanziario dell'altra, pur mantenendo identità di marca individuali e culture aziendali indipendenti. Sebbene gli attuali schemi azionari garantiscano maggiori poteri a Renault, l'azienda francese ha recentemente previsto di ridurre la propria quota di voto del 43,3% in Nissan al 15%, e Nissan potrà votare con la sua quota del 15% in Renault. Se l'accordo andrà in porto, entrambe le società avranno una partecipazione con diritto di voto del 15% l'una nell'altra. Nonostante Nissan sia molto più grande e redditizia di Renault, quest'ultima ha infatti un controllo teorico sull'alleanza grazie al suo significativo stake di voto in Nissan e ai posti nel suo consiglio di amministrazione. Inoltre, il maggior azionista di Renault è il governo francese, il quale nel corso degli anni ha sempre cercato di aumentare la propria influenza sull'alleanza. La forza trainante durante i primi anni della partnership è stato Carlos Ghosn, businessman brasiliano di origini libanesi assunto da Renault nel 1996 e che ha guidato una radicale ristrutturazione dell'azienda. Dopo la formazione dell'alleanza nel 1999, Ghosn ha mantenuto il suo ruolo in Renault diventando il direttore operativo di Nissan prima e successivamente presidente e amministratore delegato. Ghosn è stato arrestato nel 2018 in Giappone, con l'accusa di utilizzo improprio delle risorse aziendali. Inizialmente, Renault e il governo francese lo hanno sostenuto. Ghosn è stato poi nuovamente arrestato a Tokyo il 4 aprile 2019, in seguito a nuove accuse di appropriazione indebita di fondi di Nissan. L'ex dirigente è tuttavia riuscito a fuggire dal Giappone verso il Libano, in aereo privato.

L'alleanza combinata conta circa 350.000 dipendenti e controlla otto marchi principali: Renault, Nissan, Mitsubishi, Infiniti, Nismo, Dacia e Alpine. Nel 2022, Renault Group ha venduto 2,7 milioni di autoveicoli, generando €46,2 miliardi di ricavi (+11,3% rispetto al 2021) e una perdita di €700 milioni e ha sostenuto

spese in ricerca e sviluppo pari a €2,1 miliardi. Nissan Motor Corporation invece ha venduto 3,2 milioni di unità nel mondo, ricavandone €70,3 miliardi (+17%) e un utile di circa €1,8 miliardi. Le spese in ricerca e sviluppo sono costate all'azienda giapponese €3,5 miliardi. Mitsubishi Motors Corporation è controllata da Mitsubishi Heavy Industries, a sua volta facente parte del Mitsubishi Group, il più grande conglomerato giapponese ed uno dei più grandi al mondo, il quale comprende anche MUFG Bank (la banca più grande del Giappone), Mitsubishi Corporation (la maggiore trading company giapponese) e Mitsubishi Electric. La divisione Motors, posseduta per 1/3 da Nissan, ha venduto nel 2022 circa 1 milione di autoveicoli, ottenendo quasi €17 miliardi di ricavi e €800 milioni di utili.

Stellantis

Stellantis NV è una holding multinazionale olandese produttrice di automobili nata nel 2021 sulla base di una fusione transfrontaliera al 50-50 tra il conglomerato italo-americano Fiat Chrysler Automobiles (FCA) e il Gruppo PSA francese. L'azienda ha sede ad Amsterdam ed è quotata a Milano e a Parigi presso l'Euronext e a New York (NYSE). I maggiori azionisti della società sono Exor NV (13,99%), la holding della famiglia Agnelli, Peugeot Invest (6,98%), la società di investimento della famiglia Peugeot, Bpifrance (6%), banca pubblica d'investimento francese, e Dongfeng Motor Corporation (3,09%), azienda cinese produttrice di automobili. In termini di vendite globali di veicoli nel 2022, Stellantis è stata il sesto gruppo al mondo, con 5,8 milioni di unità vendute, il 44,8% delle quali in Europa, dove Stellantis ha una market share del 19,7% ed è seconda solo al Volkswagen Group. Il secondo mercato per importanza è quello nordamericano, il quale assorbe il 31% delle vendite ed assicura al gruppo una market share dell'11%, alle spalle di General Motors, Toyota e Ford. Stellantis produce e vende autoveicoli mediante 14 brand: le italiane Abarth, Alfa Romeo, Fiat, Lancia e Maserati; le francesi Citroen, DS Automobiles e Peugeot; le americane Chrysler, Dodge, Jeep e Ram; la tedesca Opel e l'inglese Vauxhall.

Nel 2022 il gruppo è stato il terzo al mondo in termini di ricavi, dietro a Volkswagen e Toyota, con €179,6 miliardi (+20% rispetto al 2021), il 47,6% dei quali generati in Nord America. Con €16,8 miliardi di utili (+18%), Stellantis è stato inoltre il terzo al mondo in termini di profitto, alle spalle di Toyota (€20,4 miliardi) e BMW Group (€18,6 miliardi). La società impiega globalmente 272.367 dipendenti e ha speso nel 2022 €5,2 miliardi in ricerca e sviluppo.

I sei conglomerati descritti valgono insieme più del 52% dell'industria manifatturiera automobilistica mondiale. Seguono per rilevanza, in termini di autoveicoli venduti, l'americana Ford (4,2 milioni di unità) e la giapponese Honda (4,1 milioni di unità). In nona posizione vi è SAIC Motor (Shanghai Automotive Industry Corporation), il maggior produttore di autoveicoli cinesi. In Cina sono infatti attivi 10 importanti gruppi nel mercato automobilistico, 7 dei quali sono di proprietà statale (SAIC, Changan, Chery, Dongfeng, GAC, BAIC e FAW) e 3 sono privati (Geely, BYD e GreatWall). In Cina, questi gruppi producono e distribuiscono autoveicoli attraverso brand proprietari, come Maxus, Roewe ed MG nel caso di SAIC, e mediante joint ventures con i grandi gruppi europei, nordamericani e giapponesi: più della metà degli

autoveicoli venduti da SAIC sono infatti frutto delle joint ventures stipulate con Volkswagen e General Motors e queste vendite non figurano tra quelle del colosso cinese, che altrimenti occuperebbe una delle prime posizioni. Seguono poi in ordine due gruppi tedeschi: Mercedes-Benz (Mercedes, Smart e Maibach) e BMW (Bmw, Mini, Rolls-Royce). Entrambi hanno venduto circa 2,4 milioni di unità nel 2022, con un elevato margine di profitto. La giapponese Suzuki (2,3 milioni) e la cinese Geely (2,29 milioni) occupano le successive posizioni. Geely group, controllata dal miliardario cinese Li Shufu, è una holding che produce e vende autoveicoli tramite i brand Geely, Lynk & co., Zeekr, Volvo, Polestar, Lotus e Smart. Quest'ultima infatti, la Smart Automobile Co., è una joint venture partecipata al 50% da Mercedes-Benz e al 50% da Geely. Lo stesso Mercedes-Benz Group è di proprietà di Geely per il 9,68% (e del colosso pubblico cinese BAIC per il 9,98%). Seguono poi i gruppi cinesi BYD (1,88 milioni di unità vendute) e Changan (1,87 milioni), l'americana Tesla (1,3 milioni), la giapponese Mazda (1,25 milioni) e le cinesi Chery (1,2 milioni) e GreatWall Motor (1,1 milioni). Nel 2022 non hanno raggiunto invece il milione di unità vendute i gruppi indiani Tata (proprietaria di Jaguar-Land Rover) e Mahindra e quelli cinesi Dongfeng, GAC, BAIC e FAW.

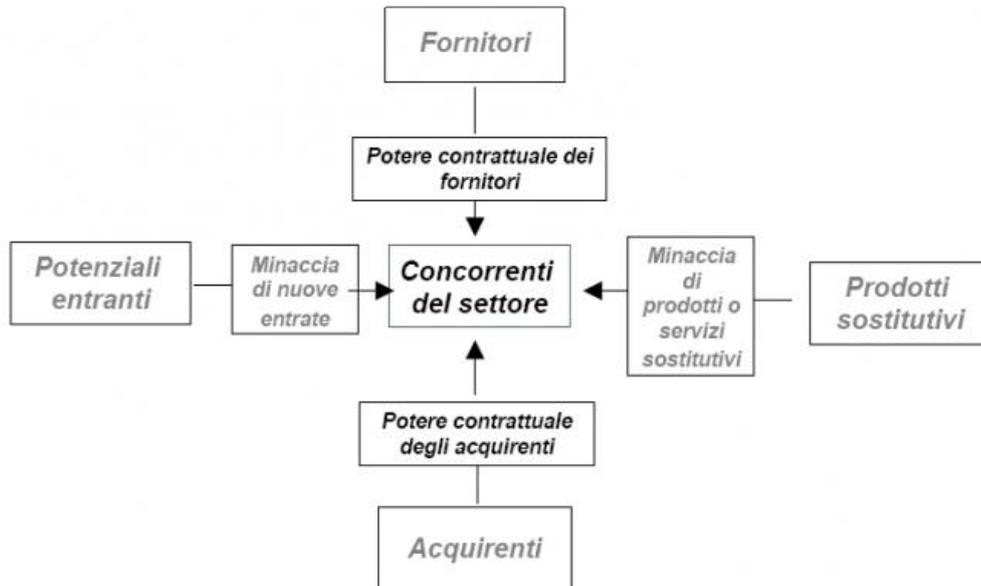
2.1.3 Industry Analysis

L'industria automobilistica è una delle più importanti a livello globale e rappresenta un pilastro dell'economia di molti Paesi, avendo un impatto significativo sull'occupazione, sull'innovazione tecnologica e sulla crescita economica, oltre al fatto che essa fornisce un servizio essenziale ai consumatori di tutto il mondo.

Di seguito verrà effettuata un'analisi dell'industria, mediante due framework ampiamente riconosciuti ed utilizzati: il modello delle cinque forze di Porter e il PESTEL. Il primo è utile per comprendere la competitività e l'attrattività del mercato automobilistico e per identificare le opportunità e le minacce per le imprese che vi operano. Il secondo, d'altra parte, si concentra sui fattori macro-ambientali che influenzano l'industria. Questo modello è utile per comprendere, a livello globale, gli impatti delle tendenze sul mercato automobilistico, come i cambiamenti nelle politiche governative, le fluttuazioni economiche, le preferenze dei consumatori, le innovazioni tecnologiche e le normative ambientali.

Il modello delle cinque forze competitive di Porter è uno strumento di analisi strategica che mira a valutare il grado di attrattività di un'industria e l'intensità della competizione all'interno di essa. Il modello prende il nome dal suo ideatore, Michael E. Porter, e consiste nell'analisi di cinque fattori fondamentali: la minaccia di nuovi entranti, la minaccia di prodotti sostitutivi, il potere contrattuale dei fornitori, il potere contrattuale degli acquirenti e l'intensità della rivalità tra i concorrenti.

Figura 11 – Modello delle cinque forze competitive



Fonte: Porter M.E., “*Il vantaggio competitivo*”, 2002

- **Minaccia di nuovi entranti:** l'industria automobilistica presenta barriere all'ingresso abbastanza alte, a causa dei costi elevati associati alla progettazione, alla produzione e alla commercializzazione di autoveicoli. Inoltre, le grandi case automobilistiche godono di economie di scala, di un ampio portfolio di marchi e di brevetti, e di una forte reputazione nel mercato. Questo rende difficile per i nuovi entranti competere con i brand esistenti. La recessione economica globale ha avuto poi un impatto negativo sulle vendite, rendendo ancora più arduo l'ingresso di nuovi attori nell'industria. L'emergere della tecnologia delle auto elettriche e la spinta verso i veicoli autonomi hanno tuttavia dato vita alla prospettiva di nuovi player. Tesla Inc., azienda fondata nel 2003, si è ad esempio fin da subito focalizzata esclusivamente nella produzione di veicoli elettrici e sta aumentando significativamente la propria quota di mercato in molti Paesi del mondo. Nonostante ciò, tutti i principali gruppi dell'industria investono e competono nell'ambito delle nuove forme di tecnologia, evitando di lasciare scoperte aree del mercato che potrebbero essere aggredite da nuovi attori. Un altro deterrente per i nuovi entranti è l'elevato livello di concentrazione dell'industria: i grandi gruppi possono impegnarsi in guerre dei prezzi, tendono a lavorare con una gamma di fornitori solitamente legati da importanti accordi contrattuali e hanno la facoltà di impedire l'accesso ai propri distributori, come le reti di concessionarie. Infine, la proprietà intellettuale nel mercato automobilistico è un fattore importante e rende necessaria una protezione finanziaria per garantire che soluzioni tecniche, progetti, e componenti non vengano copiati illegalmente: la necessità di questo sostegno finanziario indebolisce la possibilità di nuovi ingressi nell'industria. Tuttavia l'attuale evoluzione dell'industria ha aperto le porte a due categorie di nuovi entranti che

potrebbero, in parte, riuscire a “valicare” le barriere all’entrata descritte. La prima è rappresentata dalle aziende cinesi altamente focalizzate sulla vendita di veicoli elettrici e innovativi: la Cina sta emergendo come un attore chiave nell’industria automobilistica, spinta sia dalla crescente domanda interna che dalla volontà di diventare leader nel settore delle tecnologie ecologiche. Molte aziende automobilistiche cinesi si sono posizionate come leader nella produzione e nella vendita di veicoli elettrici, capitalizzando l’impulso del governo. Queste aziende si concentrano sulla produzione di veicoli accessibili, offrendo una vasta gamma di modelli per soddisfare le esigenze dei consumatori, e alcune di esse stanno già investendo per aggredire il mercato europeo ed americano, al fine di competere a livello globale. La seconda categoria comprende le aziende dell’alta tecnologia, che mirano a utilizzare i veicoli come vettori per le loro tecnologie avanzate. Queste aziende, spesso provenienti dal settore ICT, come Google, Apple, Samsung e Qualcomm, vedono i veicoli come una piattaforma per offrire servizi basati sulla connettività, come l’assistenza alla guida autonoma, l’esperienza di intrattenimento a bordo e l’integrazione con altri dispositivi intelligenti.

In sintesi, dunque, la minaccia dei nuovi entranti è storicamente stata piuttosto debole, ma le nuove tendenze del mercato potrebbero favorire l’ingresso di altri grandi player.

- Minaccia di prodotti sostitutivi: per quanto concerne i veicoli commerciali, i mezzi di trasporto su rotaia sono il prodotto sostitutivo più rilevante. L’automobile invece, output primario dell’industria, è il mezzo di trasporto privato principale per la maggior parte delle persone. Tuttavia esistono delle eccezioni, come i veicoli usati, i mezzi pubblici e i servizi di sharing. Nei periodi di crisi economica, le concessionarie che vendono sia veicoli nuovi che usati vendono più i secondi rispetto ai primi, poiché i consumatori evitano acquisti importanti. Talvolta i produttori stabiliscono dunque nei contratti con le concessionarie che queste possano vendere esclusivamente veicoli nuovi. Iniziative come i programmi di rottamazione, offerti in molti paesi, hanno inoltre incentivato i clienti ad acquistare auto nuove. L’aumento dei prezzi del carburante ha spinto poi alcuni automobilisti urbani a preferire il trasporto pubblico, considerando sia lo sviluppo tecnologico delle infrastrutture, sia le crescenti attenzioni rivolte all’ambiente. Un’ulteriore minaccia indiretta per l’industria è infine la crescita dei servizi di car-sharing e bike-sharing: l’elemento di condivisione comporta un numero inferiore di auto nuove vendute.

Nel complesso, la minaccia di prodotti sostitutivi rimane comunque moderata.

- Potere contrattuale dei fornitori: i fornitori dell’industria automobilistica, come le aziende produttrici di pneumatici e centraline e i fornitori di materie prime quali l’acciaio e l’alluminio, hanno un discreto potere contrattuale rispetto alle case automobilistiche, che dipendono dai loro prodotti. Tuttavia, i grandi player dell’industria hanno preso accorgimenti atti a ridurre considerevolmente la propria esposizione, acquisendo imprese a monte laddove conveniente e diversificando la base di fornitori per mitigare il rischio di interruzioni della catena di approvvigionamento. Inoltre, l’alto numero di imprese operanti nella fornitura di materie prime e

componentistica aumenta il potere contrattuale delle grandi case, che tuttavia preferiscono evitare cambiamenti a causa degli elevati switching costs necessari per la progettazione ex novo delle specifiche parti. La minaccia di integrazione a valle da parte dei fornitori è inoltre quasi irrilevante, considerando i consistenti investimenti iniziali necessari.

Complessivamente, il potere dei fornitori è moderato.

- Potere contrattuale degli acquirenti: l'industria automobilistica tende ad avere un basso client retention rate³⁸, anche se i clienti acquistano autoveicoli da produttori che conoscono e in cui hanno fiducia o che gli sono stati raccomandati. Ne deriva un forte potere contrattuale degli acquirenti, dovuto alla grande varietà di marchi e modelli tra cui scegliere. Inoltre, con l'aumento della trasparenza e della disponibilità delle informazioni online, i consumatori possono facilmente confrontare i prezzi e le caratteristiche delle auto prodotte dai vari brand: questo spinge le case automobilistiche a competere e ad offrire incentivi per attirare i clienti. I principali acquirenti con cui si interfacciano le case automobilistiche sono tuttavia le concessionarie, che agiscono come intermediari verso i consumatori finali. Le concessionarie tendono ad essere relativamente grandi e poche in numero, il che aumenta il loro potere contrattuale. Ciononostante, queste aziende sono di solito legate ad un singolo produttore tramite esclusivi accordi contrattuali; inoltre, una volta che la concessionaria ha accettato di vendere i veicoli di un determinato produttore, è difficile diventare rivenditori di altri marchi: gli switching costs da sostenere sarebbero infatti considerevoli, a causa delle spese per il rebranding³⁹ e per il rifornimento fisico delle concessionarie.

La minaccia di integrazione a monte da parte delle concessionarie è poi irrilevante, a causa degli elevati investimenti necessari, mentre quella a valle da parte dei produttori è significativa, il che riduce ulteriormente il potere contrattuale delle concessionarie.

In sintesi, nell'industria automobilistica, il potere contrattuale delle concessionarie è debole; d'altra parte, quello dei consumatori finali è elevato.

- Intensità della rivalità: la concorrenza nell'industria automobilistica è intensa, con le grandi case automobilistiche globali che competono per aumentare la propria quota di mercato. Le principali sfide includono la capacità di innovare rapidamente, mantenere bassi i costi, migliorare l'efficienza e produrre auto con un impatto ambientale sempre inferiore. L'industria automobilistica è composta principalmente da grandi aziende e conglomerati e le barriere all'uscita sono alte, il che aumenta la rivalità: anche qualora un prodotto fallisca, il pesante investimento iniziale in ricerca e sviluppo,

³⁸ Il client retention rate, o tasso di fidelizzazione dei clienti, rappresenta la misura della capacità di un'azienda di mantenere e preservare la fedeltà dei propri clienti nel tempo.

³⁹ Il rebranding è il processo strategico attraverso il quale un'organizzazione rinnova e ridefinisce la propria identità di marca. Coinvolge la modifica o il restyling degli elementi visivi, dei messaggi, dei valori e della percezione complessiva associata al brand, al fine di adeguarsi alle evoluzioni del mercato, migliorare la reputazione, aumentare l'attrazione per il pubblico o rispondere a nuove opportunità di posizionamento. Il rebranding può includere cambiamenti nel logo, nel naming, nel design, nella comunicazione e nella strategia di marketing, con l'obiettivo di rinfrescare, rinnovare o trasformare l'immagine e la presenza dell'azienda sul mercato.

insieme ai costi sostenuti durante la produzione, ridurrebbero al minimo la possibilità di interrompere la produzione e sostituire l'output sul mercato. La rivalità è ridotta leggermente da un certo grado di differenziazione, dovuto all'esistenza di diversi segmenti (autoveicoli economici, lussuosi, sportivi etc), sebbene sempre più case automobilistiche siano posizionate su molti livelli, tramite brand e modelli differenti. Le aziende utilizzano infine un alto livello di design e di marketing per promuovere i propri prodotti, il che aumenta i costi e favorisce una maggiore rivalità. Nel complesso, l'intensità della rivalità è molto forte.

In sintesi, l'industria è caratterizzata da una forte concorrenza tra le grandi case automobilistiche globali, che si scontrano su un mercato dove i clienti hanno un notevole potere contrattuale e i prodotti sostitutivi non costituiscono una minaccia rilevante. Le barriere all'ingresso per i nuovi entranti sono elevate e i fornitori hanno un potere contrattuale moderato. Tre forze regolano l'industria: i cambiamenti nella domanda dei consumatori, i requisiti normativi per la sicurezza e l'efficienza e la maggiore disponibilità di dati e informazioni.

Il framework PESTEL è uno strumento analitico che consente di esaminare gli aspetti macroambientali che possono influenzare un'industria o un'organizzazione. Il termine PESTEL è un acronimo che sta per *Political, Economic, Social, Technological, Environmental e Legal*. Questo modello è stato sviluppato negli anni '60 da Francis J. Aguilar, un professore e consulente di strategia aziendale statunitense. L'obiettivo principale del framework PESTEL è quello di aiutare le aziende a comprendere l'ambiente esterno in cui operano e ad identificare le opportunità e le minacce che esso presenta mediante l'analisi dei fattori politici, economici, sociali, tecnologici, ambientali e legali.

- **Politica:** l'industria automobilistica è fortemente influenzata dalle politiche dei governi nazionali in relazione alle normative sulla sicurezza e ambientali e alle politiche tariffarie. Inoltre, le politiche governative possono influenzare l'accesso alle risorse, come la disponibilità di carburante e materie prime. Una politica comune in molti Paesi è quella di imporre standard rigorosi in materia di emissioni: ciò significa che le case automobilistiche devono produrre veicoli che rispettino gli standard imposti dalle autorità, da cui ne deriva spesso un aumento dei costi di produzione. Un'altra politica rilevante riguarda la regolamentazione dei veicoli autonomi e della loro sperimentazione sulle strade pubbliche: in diversi Paesi, l'uso dei veicoli autonomi è ancora limitato da leggi e normative. Inoltre, le politiche governative possono influenzare la domanda di veicoli attraverso incentivi all'acquisto, tasse sulle emissioni, limitazioni alla circolazione e regolamentazioni sulle assicurazioni. Infine, la politica commerciale può influenzare l'industria attraverso la regolamentazione dell'importazione e dell'esportazione di veicoli e dei relativi componenti. Ciò può comportare barriere all'ingresso per i produttori di altri Paesi o la necessità di creare accordi commerciali bilaterali per facilitare il commercio internazionale.

- **Economia:** l'economia globale ha un impatto significativo sull'industria automobilistica: i cicli macroeconomici influenzano la domanda dei consumatori e le politiche dei tassi di interesse influenzano la loro disponibilità di credito. Inoltre, l'aumento dei prezzi delle materie prime, come il petrolio, può influire sui costi di produzione e sui prezzi delle automobili. Ulteriori fattori economici da tenere in considerazione sono le politiche monetarie e fiscali, l'inflazione e la disoccupazione. La domanda di automobili è strettamente correlata alla situazione economica, in particolare al livello di reddito disponibile dei consumatori. Durante i periodi di recessione, la domanda di automobili diminuisce a causa della diminuzione del reddito disponibile e dell'incertezza economica. Inoltre, l'industria automobilistica è altamente dipendente dai tassi di interesse e dalle politiche monetarie dei governi: i tassi di interesse influenzano la disponibilità di credito per i consumatori, mentre le politiche monetarie e fiscali possono influenzare i prezzi delle materie prime utilizzate in fase di produzione. Inoltre, l'industria è influenzata dalla globalizzazione dell'economia, poiché la maggior parte dei produttori di automobili opera in più Stati e dipende dalle catene di approvvigionamento globali. Ciò significa che gli sviluppi economici in un Paese possono influenzare l'intera industria a livello globale.
- **Sociale:** i fattori sociali, culturali e demografici influenzano notevolmente la domanda per gli autoveicoli. Tra questi, ad esempio, vi sono i cambiamenti nei gusti e nelle preferenze dei consumatori: la crescente attenzione per l'ambiente e la sostenibilità spinge i clienti verso veicoli elettrici o ibridi. L'invecchiamento della popolazione nei Paesi industrializzati comporta invece una domanda di veicoli più adatti alle esigenze degli anziani, più facili da guidare o con caratteristiche di sicurezza avanzate. L'urbanizzazione e la crescita delle città spingono i consumatori verso modelli più piccoli e compatti. Per quanto concerne gli stili di vita e le tendenze della mobilità, l'aumento del car sharing e l'uso di biciclette e monopattini elettrici, hanno un notevole impatto sulla domanda di veicoli. Gli operatori dell'industria automobilistica devono essere consapevoli di questi fattori per rimanere competitivi sul mercato.
- **Tecnologia:** l'innovazione tecnologica ha un impatto significativo sull'industria automobilistica e i produttori devono investire ingenti somme in ricerca e sviluppo per rimanere competitivi. Tra le tecnologie più rilevanti vi sono attualmente l'automazione, l'evoluzione dei motori elettrici e l'integrazione dei dispositivi mobili. Inoltre, l'uso di tecnologie avanzate nei processi produttivi, come le stampe in 3D, può migliorare l'efficienza e ridurre i costi di produzione. Le tecnologie di guida autonoma sono uno dei cambiamenti tecnologici più importanti degli ultimi anni: molti produttori stanno investendo pesantemente nella ricerca e nello sviluppo in quest'ambito, e alcuni modelli sono già in fase di test su strada. L'introduzione di veicoli a guida autonoma può cambiare radicalmente l'intera infrastruttura dei trasporti e il modo in cui le persone percepiscono la mobilità. Un altro grande cambiamento tecnologico nell'industria automobilistica riguarda la propulsione elettrica: la progettazione e la produzione di veicoli elettrici (EV) sono in rapida crescita, trainati da

incentivi governativi e dalla pressione per ridurre le emissioni di gas serra. La connettività degli autoveicoli è poi un altro fattore rilevante: la maggior parte dei nuovi prodotti è dotata di sistemi di infotainment avanzati, che offrono ai conducenti una vasta gamma di opzioni di intrattenimento, informazioni e sistemi di sicurezza. Infine, la produzione e l'assemblaggio dei veicoli stanno diventando sempre più automatizzati: tecnologie come i robot e l'intelligenza artificiale sono ormai fondamentali e contribuiscono a ridurre i costi e a migliorare l'efficienza.

- **Ambiente:** l'industria automobilistica è fortemente influenzata dalle preoccupazioni ambientali, come dimostrato dalle normative sulle emissioni e l'efficienza dei combustibili per ridurre il cambiamento climatico. Le normative ambientali sono diventate infatti sempre più stringenti, imponendo agli OEM (Original Equipment Manufacturer) di ridurre le emissioni di CO₂. Questo ha portato alla necessità di produrre veicoli più efficienti e puliti, sia a livello di motori che di design aerodinamico. Inoltre, gli autoveicoli elettrici ed ibridi sono diventati sempre più popolari grazie al loro impatto ambientale ridotto rispetto agli analoghi a combustione interna e i governi in tutto il mondo stanno promuovendo la loro diffusione, introducendo incentivi fiscali e finanziamenti per la ricerca e lo sviluppo di nuove tecnologie. Infine, la preoccupazione per l'impronta ecologica dei materiali utilizzati in fase di produzione sta portando ad un aumento dell'uso di materiali riciclabili e sostenibili. Le grandi case stanno anche cercando di creare una catena di approvvigionamento sostenibile, monitorando e riducendo l'impatto ambientale delle attività dei propri fornitori.
- **Legale:** nell'industria automobilistica, ci sono diverse leggi e normative che hanno un impatto significativo sull'attività delle aziende. Una delle principali è quella sulla sicurezza dei veicoli. Ad esempio, negli Stati Uniti, l'Amministrazione nazionale per la sicurezza del traffico su strada (National Highway Traffic Safety Administration, NHTSA) stabilisce standard di sicurezza che devono essere rispettati da tutti i produttori. Un'altra questione normativa riguarda le emissioni di gas di scarico: l'Unione Europea, ad esempio, ha introdotto normative molto rigorose sull'emissione di CO₂ per i veicoli, che sono diventate sempre più restrittive nel tempo: nel 1992 ha introdotto il primo standard Euro 1, poi costantemente aggiornato con normative ancora più rigorose tramite i successivi Euro 2, Euro 3, Euro 4, Euro 5 ed Euro 6. Questi standard impongono limiti massimi di emissione di sostanze inquinanti per i veicoli immatricolati. Il limite massimo di emissioni di CO₂ per i veicoli leggeri immatricolati nel 2023 è di 95 grammi per chilometro. Le aziende automobilistiche devono anche rispettare le leggi sulla proprietà intellettuale, come i brevetti sui motori e le tecnologie di sicurezza. Inoltre, devono tenere conto delle leggi sulle pratiche commerciali e della concorrenza sleale, che vietano comportamenti come l'abusiva manipolazione dei prezzi o la pubblicità ingannevole.

In sintesi, l'industria automobilistica è influenzata da una vasta gamma di fattori esterni ed è importante che le aziende che vi operano li comprendano e sviluppino strategie adeguate per affrontarli e sfruttarli a

proprio vantaggio. In particolare, le tendenze verso la sostenibilità ambientale, la connettività, la guida autonoma e la condivisione stanno cambiando radicalmente il modo in cui le persone percepiscono la mobilità e utilizzano i veicoli, e le aziende che sapranno innovare in questi ambiti avranno maggiori possibilità di successo.

2.2 I trend del mercato automotive

Per più di un secolo, il business model nell'industria automobilistica è rimasto sostanzialmente invariato: le aziende sviluppano, producono e vendono autoveicoli con motori a combustione interna, offrono assistenza ai clienti e poi ripetono questo processo nel ciclo di progettazione successivo.

Oggi quasi ogni aspetto del modello appena descritto è in fase di mutamento. Entro la prossima decade, è probabile che l'ecosistema della mobilità subisca una trasformazione senza precedenti, simile a quella dei primi giorni dell'automobile. Uno dei principali cambiamenti sarà la diminuzione dell'uso dell'auto privata. I governi stanno già promulgando leggi e regolamentazioni per ridurre il numero di veicoli in circolazione al fine di alleviare la congestione stradale e ridurre le emissioni, mentre i consumatori stanno esprimendo preferenze per opzioni di trasporto più efficienti, ecologiche e convenienti. Con l'avanzamento della tecnologia, potrebbero emergere opzioni di mobilità ancora più innovative, come robo-shuttle (minibus a guida autonoma) o taxi aerei urbani. Secondo un recente studio⁴⁰ condotto da Boston Consulting Group (BCG) sul futuro dell'automotive industry, saranno tre i “disruptive trends” che rivoluzioneranno congiuntamente il mercato: la sostenibilità ambientale (autoveicoli a zero emissioni), la digitalizzazione (autoveicoli sempre più avanzati tecnologicamente, connessi, integrati e a guida autonoma) e la condivisione (car sharing, micromobilità e trasporti pubblici efficienti). Le medesime conclusioni sono risultate da altri studi pubblicati negli ultimi anni da McKinsey & Company⁴¹, Bain & Company⁴², Deloitte⁴³, PwC⁴⁴ e molti altri.

Il risultato di tutti questi cambiamenti sarà un ecosistema di mobilità più intelligente, fluido ed ecologico. Di seguito saranno analizzati le tendenze che stanno trasformando radicalmente l'industria automobilistica mondiale e il concetto stesso di mobilità e che porteranno, presumibilmente, a molteplici operazioni di ristrutturazione aziendale da parte dei grandi player.

2.2.1 Neutralità carbonica

La neutralità carbonica è la condizione di equilibrio tra le emissioni di anidride carbonica prodotte dal

⁴⁰ Boston Consulting Group, “How to profit in Tomorrow’s Automotive and Mobility Industry”, 2023

⁴¹ McKinsey & Company, “The future of mobility”, 2023

⁴² Bain & Company, “A Survival Guide for Europe’s Car Dealers”, 2019

⁴³ Deloitte, “Global Automotive Consumer Study”, 2023

⁴⁴ PwC, “Five trends transforming the Automotive Industry”, 2017

genere umano e la loro rimozione dall'atmosfera. Oggi l'uomo è lontano da questo obiettivo, malgrado sia consapevole della priorità di bilanciare le emissioni con azioni che ne rimuovano una quantità uguale o superiore: ciò può essere ottenuto attraverso una combinazione di fattori, tra cui l'adozione di tecnologie a basso impatto ambientale, l'uso di fonti di energia rinnovabile, l'adozione di pratiche agricole sostenibili, la conservazione e il ripristino delle foreste e degli ecosistemi naturali. Il raggiungimento della neutralità carbonica è un traguardo fondamentale nella lotta al cambiamento climatico, poiché le emissioni di CO₂ sono una delle principali cause dell'aumento della temperatura globale. Numerosi Paesi, imprese ed organizzazioni hanno annunciato obiettivi di neutralità carbonica entro date specifiche. In particolare, l'Unione Europea si è impegnata a raggiungere le zero emissioni nette entro il 2050, come previsto nel Green Deal europeo. La stessa data è stata indicata anche da Giappone, Stati Uniti, Canada, Australia e molti altri Paesi. La Cina e l'India, primo e terzo Stato al mondo in termini di inquinamento ambientale, sono ancora dipendenti dal carbone e hanno annunciato di conseguire la neutralità carbonica rispettivamente nel 2060 e nel 2070.

La CO₂ (diossido di carbonio o anidride carbonica) è un gas naturalmente presente in atmosfera che insieme ad altre molecole, come il vapore acqueo, il metano e l'ossido di azoto, è responsabile del cosiddetto "effetto serra": quando la luce solare arriva sulla Terra, una parte di essa viene riflessa nello spazio, mentre il resto viene assorbito dalla superficie terrestre e convertita in calore. Quest'ultimo viene quindi parzialmente dissipato verso l'esterno sotto forma di radiazione infrarossa e l'interferenza dei gas serra comporta l'accumulo di energia termica nell'atmosfera e dunque l'aumento della temperatura. Questo processo è fondamentale per la presenza e lo sviluppo della vita sulla Terra, poiché garantisce una temperatura adeguata ed escursioni termiche molto meno intense di quelle che si verificherebbero in caso di assenza dei gas serra. L'attività umana, tuttavia, provoca un incremento eccessivo della concentrazione di tali gas nell'atmosfera, la quale dunque si riscalda più di quanto dovrebbe. Questo squilibrio ha comportato, secondo l'IPCC (Intergovernmental Panel on Climate Change), un aumento di temperatura sul pianeta pari a circa 1,1°C rispetto all'epoca preindustriale. Qualora le emissioni di gas serra da parte dell'uomo dovessero rimanere invariate o, peggio, continuare ad aumentare, la temperatura terrestre salirebbe progressivamente, generando disastri ambientali, sociali ed economici.

In particolare, i gas emessi dall'uomo che hanno il maggiore impatto in termini di aumento dell'effetto serra sono l'anidride carbonica (CO₂), il metano (CH₄) e il protossido di azoto (N₂O).

Nel 2022, secondo l'IPCC, il Global Carbon Project e la IEA (International Energy Agency), l'uomo ha immesso nell'atmosfera circa 40,6 miliardi di tonnellate di CO₂. Di queste, circa 5 miliardi sono state causate dallo sfruttamento del suolo (principalmente in Brasile, Indonesia e Congo) e le restanti 36,3 miliardi dall'estrazione e dall'utilizzo dei combustibili fossili. L'anidride carbonica prodotta naturalmente dagli esseri viventi viene invece interamente compensata dall'assorbimento degli oceani e del suolo e dalla fotosintesi clorofilliana delle piante.

Secondo la IEA, nel 2022 sono state immesse dall'uomo nell'atmosfera 355,9 milioni di tonnellate di

Metano. Di queste, stando al Global Methan Budget, il 39,8% deriva dall'agricoltura e dall'allevamento, il 37,4% dalla produzione e dall'utilizzo di combustibili fossili, il 19,8% dai rifiuti e il restante dalla combustione di biomassa e biocarburanti. Inoltre, ogni anno altre 300 milioni di tonnellate circa di metano vengono prodotte da flussi naturali generati da paludi, acque interne, oceani, termiti, scioglimento del permafrost e vegetazione. Delle 650 milioni di tonnellate immesse nel 2022 complessivamente, 520 sono state assorbite nell'atmosfera attraverso diverse reazioni chimiche, 30 sono state immagazzinate nel suolo e circa 100 hanno contribuito alla crescita della concentrazione del gas serra.

Il protossido di azoto, invece, è un gas mille volte meno presente della CO₂ ma 300 volte più potente nel trattenere il calore e nel 2022, stando al Global N₂O Budget, sono state immesse nell'atmosfera 7,3 milioni di tonnellate di gas tramite le attività umane (il 52% delle quali dal settore agricolo, principalmente a causa dell'utilizzo dei fertilizzanti azotati) e 9,7 milioni di tonnellate da flussi naturali (suolo e oceani su tutti). Delle 17 milioni di tonnellate totali prodotte, 13,5 sono state assorbite chimicamente nell'atmosfera e 3,5 hanno contribuito all'aumento della concentrazione del gas serra.

Considerando i dati rappresentati, appare evidente che le cause principali del pericoloso aumento della concentrazione di gas serra nell'atmosfera siano principalmente due: l'agricoltura e l'allevamento intensivo e l'estrazione e la combustione di combustibili fossili. In particolare l'utilizzo di questi ultimi, come descritto precedentemente, comporta l'emissione dell'87% circa dell'anidride carbonica totale emessa dall'uomo annualmente nell'atmosfera. Nel 2021, secondo la IEA, 15,3 miliardi di tonnellate di CO₂ sono state prodotte dalla combustione del carbone, 10,7 miliardi dalla combustione del petrolio e dei suoi derivati e 7,5 miliardi dalla combustione del gas naturale.

I settori "finali" che hanno utilizzato di più i suddetti idrocarburi, generando di conseguenza la maggioranza delle emissioni di anidride carbonica, sono stati l'energetico, l'industriale, quello dei trasporti e quello dell'edilizia. In ambito energetico, i combustibili fossili sono utilizzati principalmente per la produzione di energia elettrica e termica e il settore è stato responsabile, secondo la IEA, della produzione di 14,6 miliardi di tonnellate di CO₂ nel 2021, il 40% del totale generato dalla combustione degli idrocarburi. Seguono il settore industriale, con circa 10 miliardi di tonnellate (27%), il settore dei trasporti con 7,7 miliardi (21%) e quello dell'edilizia con 2,9 miliardi (8%).

Secondo la IEA dunque, il settore dei trasporti è stato responsabile dell'immissione nell'atmosfera di 7,7 miliardi di tonnellate di anidride carbonica, e gli autoveicoli hanno contribuito, nello specifico, per 5,86 miliardi di tonnellate (il 14,4% dell'emissione totale annua causata dall'uomo).

In effetti, quando i combustibili organici (principalmente benzina, gasolio e gpl, ottenuti mediante distillazione frazionata del petrolio greggio) vengono bruciati nei motori a combustione interna, i prodotti principali della reazione chimica sono acqua e anidride carbonica. La CO₂ rappresenta circa l'80% dei gas di scarico nel caso dei motori alimentati a benzina e il 70% nel caso del gasolio, il quale è composto da idrocarburi più pesanti e quando brucia produce più particolato e ossidi di azoto rispetto alla benzina.

Secondo i dati forniti dall'International Energy Agency, la percorrenza media annua degli autoveicoli a livello globale è stata di circa 13.000 chilometri nel 2021. In Europa, il limite massimo di emissioni di CO₂ per i veicoli leggeri immatricolati nel 2023 è di 95 grammi per chilometro e, secondo i dati dell'Unione Europea, l'emissione media di anidride carbonica dei nuovi autoveicoli venduti nel 2022 è stata di circa 110 grammi per chilometro. Stando ai dati dell'OICA, nel mondo circolano oggi in totale circa 1,5 miliardi di autoveicoli: qualora il parco auto mondiale fosse interamente aggiornato agli attuali livelli di efficienza raggiunta dai motori e rispettasse le ultime normative in ambito di emissioni, l'anidride carbonica prodotta annualmente dagli autoveicoli si ridurrebbe del 70%. Tuttavia, le riserve di idrocarburi non sono infinite e per quanto si possano raggiungere altissimi livelli di efficienza, l'utilizzo dei combustibili fossili comporta in ogni caso la produzione di gas inquinanti e pericolosi per la salute umana.

Per raggiungere lo scenario della neutralità carbonica entro il 2050, le emissioni di CO₂ del settore dei trasporti devono diminuire, secondo la IEA, di circa il 20% fino al 2030. Sono necessari, a tal fine, stringenti normative e importanti incentivi fiscali, nonché considerevoli investimenti nell'infrastruttura. Le normative servono ad ammodernare il parco degli autoveicoli circolanti, imponendo ai produttori un sempre maggiore impegno nell'aumento dell'efficienza dei motori e vietando la circolazione degli autoveicoli più inquinanti. Gli incentivi fiscali hanno lo scopo di favorire l'acquisto da parte dei consumatori finali di autoveicoli a zero emissioni, attualmente più costosi rispetto agli analoghi con motori a combustione interna. Gli investimenti nell'infrastruttura, infine, sono fondamentali poiché gli autoveicoli a emissioni zero necessitano di allacciarsi alla rete per caricare le batterie che alimentano il motore finalizzato alla conversione dell'energia elettrica in energia meccanica. Gli autoveicoli elettrici richiedono pertanto un'infrastruttura di ricarica adeguata e diffusa, che consenta ai conducenti di ricaricare le vetture in modo facile e conveniente. Ciò significa che sono necessari investimenti per la costruzione e l'installazione di stazioni di ricarica su strada, nelle aree di parcheggio pubblico e privato e nelle abitazioni. Inoltre, gli autoveicoli elettrici richiedono anche una rete di distribuzione capace di sostenere l'aumento della domanda energetica dovuto alla crescita delle immatricolazioni di tali tipologie di mezzi.

Nell'ambito del raggiungimento della neutralità carbonica, dunque, il supporto fornito dal settore dei trasporti sarà fondamentale e comporterà l'incentivazione all'utilizzo di mezzi di trasporto eco-compatibili. L'automotive, in particolare, in quanto maggior rappresentante del settore in termini di rilevanza ed emissioni, è il fulcro principale della transizione ecologica della mobilità.

Come già chiarito, l'efficientamento dei motori tradizionali a combustione interna costituisce il primo passo verso la riduzione delle emissioni degli autoveicoli, sebbene non sia sufficiente al raggiungimento della neutralità carbonica e non annulli l'inquinamento dell'aria prodotto dai gas di scarico. Nel corso degli ultimi anni, pertanto, le grandi case automobilistiche hanno investito miliardi in ricerca e sviluppo per poter progettare e commercializzare vetture la cui propulsione derivi da fonti di energia pulita e rinnovabile.

Ad oggi vi sono ancora tecnologie in fase di sviluppo che potrebbero divenire disponibili in futuro, come

veicoli alimentati tramite l'energia solare, veicoli a propulsione a turbina eolica e a propulsione magnetica. Le tecnologie che invece hanno già trovato applicazione e il cui utilizzo è in rapida crescita, sono quelle connesse ai biocarburanti, agli e-fuel, alla trazione elettrica e all'impiego dell'idrogeno.

I biocarburanti sono sostanze liquide o gassose ottenute dalla biomassa, vale a dire da piante, alghe, rifiuti organici, scarti di lavorazioni agricole o forestali. I principali biocarburanti sono:

- Etanolo: ottenuto dalla fermentazione di materie prime zuccherine come canna da zucchero, mais, frutta o prodotti amidacei come patate o grano, può essere miscelato con la benzina.
- Biodiesel: ottenuto dall'esterificazione di oli vegetali o grassi animali, può essere miscelato con il gasolio.
- Biometano: ottenuto dalla fermentazione di materie organiche come i rifiuti organici o le colture energetiche, può essere utilizzato direttamente come carburante.

I biocarburanti emettono meno gas di scarico rispetto ai carburanti fossili: ad esempio, l'etanolo di canna da zucchero può ridurre le emissioni di CO₂ del 70% rispetto alla benzina, mentre il biodiesel prodotto da olio di colza o olio di palma può ridurre le emissioni di CO₂ del 50-60% rispetto al gasolio. Tuttavia, bisogna considerare che tali combustibili producono ugualmente CO₂ e altri inquinanti atmosferici, come ossidi di azoto, composti organici volatili e particolato. Inoltre, le riserve di biocombustibili sono limitate e dipendono dalla disponibilità di biomassa. Per questo motivo, il loro uso come fonte energetica è stato oggetto di dibattito a causa della competizione con la produzione alimentare e la possibile deforestazione per ottenere nuove terre coltivabili. Infine, la produzione di biocarburanti richiede una grande quantità di acqua e di fertilizzanti chimici. L'effettiva entità del risparmio derivante dal loro utilizzo rispetto ai combustibili fossili dipende quindi dalle fonti di energia utilizzate per produrli e dal processo di produzione stesso. Alcuni tipi di biocarburante, come il biodiesel prodotto da olio di palma, possono infatti avere effetti negativi sull'ambiente, come la deforestazione attuata per fare spazio alle colture di palma da olio.

Gli e-fuel, o carburanti sintetici, sono una fonte energetica secondaria generata tramite il processo di sintesi chimica tra l'anidride carbonica e l'idrogeno, solitamente ottenuto mediante l'elettrolisi dell'acqua tramite energia elettrica prodotta da fonti rinnovabili. Questo processo di sintesi è noto come "Power-to-Liquid" (PtL), dove il termine "Power" indica l'energia elettrica utilizzata come input per la sintesi e il termine "Liquid" indica il carburante sintetico prodotto. Gli e-fuel hanno il potenziale di ridurre le emissioni di gas serra dei trasporti, poiché l'anidride carbonica utilizzata nella loro produzione viene solitamente catturata dall'atmosfera invece di essere emessa dai combustibili fossili: l'impronta carbonica complessiva risulta pertanto bassa poiché, quando essi vengono bruciati, rilasciano come prodotto di scarto circa la stessa quantità di CO₂ che è stata adoperata per la loro produzione. Tuttavia, il processo di sintesi richiede un'alta quantità di energia elettrica, il che rende gli e-fuel meno efficienti rispetto ai biocarburanti o ai carburanti

fossili. I combustibili sintetici possono essere miscelati con i carburanti fossili esistenti o utilizzati come carburante puro in veicoli a combustione interna modificati o specificamente progettati per il loro utilizzo.

Diverse case automobilistiche stanno investendo nei biocarburanti e negli e-fuel come possibile soluzione per ridurre le emissioni dei trasporti su lunga distanza. Poiché infatti l'elettrificazione dei veicoli pesanti destinati al trasporto di merci è ancora un problema tecnologico da risolvere, principalmente causato dai limiti di autonomia imposti dalla bassa densità energetica delle batterie, i biocarburanti e gli e-fuel rappresentano una soluzione già disponibile e in grado di ridurre le emissioni di gas serra nel settore dei trasporti pesanti su lunghe distanze.

L'Unione Europea ha recentemente ratificato a maggioranza il regolamento sullo stop ai motori a combustione interna (compresi quelli alimentati tramite biocarburanti e quelli ibridi ed escludendo gli e-fuels) entro il 2035. L'Italia si è astenuta nel voto, esprimendo il proprio dissenso in merito all'inclusione dei biocombustibili tra le fonti energetiche vietate, in quanto leader nella loro produzione. La Germania invece, maggior produttore di carburanti sintetici, ha votato in modo favorevole dopo l'intesa con l'UE sull'utilizzo futuro degli e-fuels.

Gli autoveicoli a trazione elettrica utilizzano l'energia elettrica immagazzinata in batterie, per lo più agli ioni di litio, per alimentare il motore e produrre l'energia meccanica necessaria alla propulsione. Esistono autoveicoli che si muovono solo grazie all'energia elettrica ed altri che invece combinano questa tecnologia con motori "tradizionali" a combustione interna, e sono conosciuti come autoveicoli a propulsione ibrida.

Gli autoveicoli ibridi hanno caratteristiche complementari: combinano l'efficienza nella partenza da fermo e alle basse velocità dell'elettrico con quella alle alte velocità dell'endotermico. La prima autovettura ibrida ad essere messa sul mercato è stata la Toyota Prius, lanciata in Giappone nel 1997. La Prius ha poi raggiunto il mercato internazionale nel 2000, diventando la prima autovettura ibrida commercializzata su larga scala. A seconda del grado di potenza del propulsore elettrico installato e della capacità del sistema di immagazzinare energia, si distinguono tre principali categorie di veicoli ibridi:

- MHEV (Mild-Hybrid Electric Vehicles): questi veicoli sono dotati di una elettrificazione leggera, grazie ad una batteria di piccole dimensioni che non garantisce la propulsione esclusivamente in elettrico ma assiste il motore a combustione interna. Quest'ultimo rimane dunque responsabile principalmente della trazione, mentre il motore elettrico funge da supporto, fornendo energia aggiuntiva quando serve e recuperandone una parte durante la frenata e la decelerazione. Rispetto ai veicoli tradizionali a combustione interna, le autovetture MHEV hanno dei consumi di carburante ridotti, in quanto il motore elettrico assiste lo sforzo richiesto dal motore endotermico.
- HEV (Hybrid Electric Vehicles): questi veicoli sono anche detti Full-Hybrid e presentano, in abbinamento al motore endotermico, uno o più motori elettrici alimentati da un pacco batterie sufficiente a garantire un'autonomia di pochi chilometri in modalità zero emissioni. Il motore

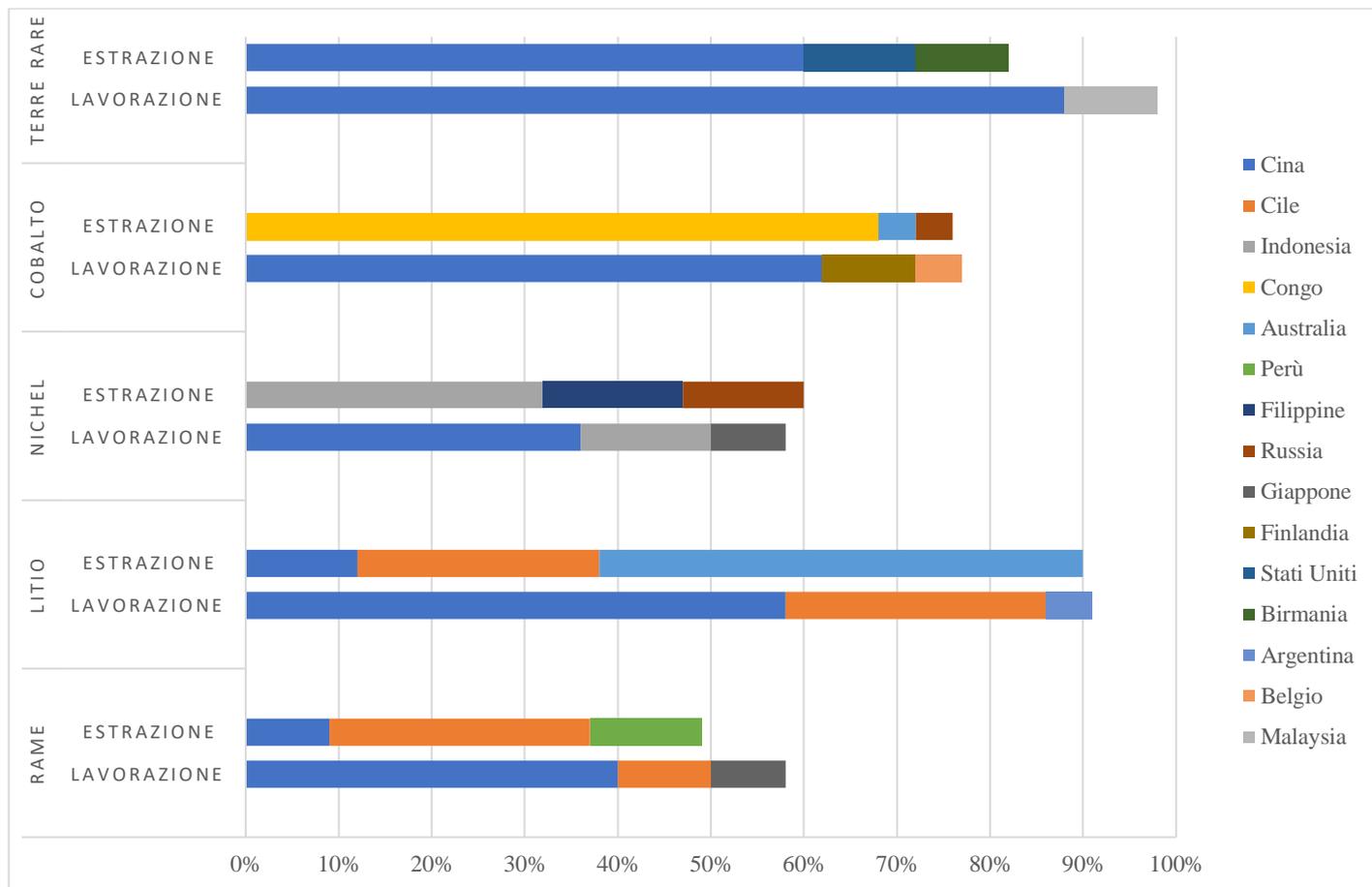
elettrico e il motore a combustione interna sono integrati tramite un sistema di controllo elettronico che determina quale fonte di energia utilizzare in base alle esigenze di guida e alle condizioni della strada. Anche in questo caso, l'energia cinetica generata dalla frenata e dalla decelerazione viene recuperata dal motore elettrico e immagazzinata nella batteria, per cui non vi è bisogno di fonti esterne. I veicoli full-hybrid offrono un notevole miglioramento dell'efficienza del carburante e una riduzione delle emissioni di gas a effetto serra.

- PHEV (Plug-in Hybrid Electric Vehicles): questi veicoli sono dotati dell'elettrificazione ibrida più evoluta in assoluto, in quanto dispongono di una batteria ricaricabile più grande che può essere ricaricata anche tramite una presa di ricarica esterna. Questo permette ai PHEV di funzionare in modalità completamente elettrica per una maggiore distanza rispetto ai veicoli ibridi convenzionali, riducendo ulteriormente le emissioni di gas di scarico.

Gli autoveicoli elettrici "puri", noti come BEV (Battery Electric Vehicles), non dispongono di alcun motore endotermico ed utilizzano unicamente l'energia elettrica immagazzinata nelle batterie per alimentare il motore elettrico, non producendo emissioni di gas di scarico. Il pacco batterie è ricaricabile tramite una presa elettrica, che può essere una normale presa domestica o una stazione di ricarica dedicata. La durata della batteria dipende dalla sua capacità e dall'uso del veicolo e può garantire un'autonomia variabile tra 200 km e più di 600 km con una singola carica. Gli autoveicoli elettrici puri sono efficienti (una maggiore quantità di energia viene trasformata in movimento invece di essere dissipata come calore), silenziosi e ad emissioni zero, sebbene la disponibilità di stazioni di ricarica elettrica sia ancora un fattore limitante per la loro adozione su larga scala e i tempi di attesa per una ricarica completa superino spesso l'ora anche presso stazioni di ricarica rapida. Inoltre, il loro costo per i consumatori finali è ancora generalmente più alto rispetto a quello dei veicoli tradizionali, che hanno anche un'autonomia più elevata e un peso inferiore a parità di potenza del motore. Esistono poi diversi altri problemi legati agli autoveicoli elettrici: il primo riguarda le batterie agli ioni di litio che, per la maggior parte dei veicoli, alimentano il motore. Esse sono composte da un anodo, un catodo e un elettrolita. L'anodo è generalmente costituito da grafite, mentre il catodo può essere realizzato con diversi materiali come ossidi di cobalto, nichel, manganese o ferro-fosfato. Quando la batteria viene caricata, gli ioni di litio presenti nell'elettrolita si spostano dall'anodo al catodo attraverso un separatore e durante il processo di scarica, dal catodo all'anodo. Questi spostamenti creano un flusso di elettroni che viene sfruttato per alimentare il motore elettrico. Le batterie agli ioni di litio sono state scelte come tecnologia principale perché posseggono un'elevata densità energetica, ossia sono in grado di immagazzinare una grande quantità di energia in un volume relativamente piccolo. Inoltre, hanno una buona efficienza energetica e una durata relativamente lunga. Tuttavia, la loro produzione implica gravi problemi ambientali, sociali ed economici.

La produzione di batterie necessita infatti di elementi quali litio, cobalto, rame, nichel e terre rare.

Grafico 7 – Paesi più importanti nell'estrazione e nella lavorazione degli elementi necessari alla produzione delle batterie per gli autoveicoli elettrici



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati IEA

La disponibilità di queste materie prime è limitata e concentrata in determinati Paesi del mondo. Ad esempio, il litio viene attualmente estratto principalmente in Australia, Cile, Cina e Argentina, dove l'attività estrattiva comporta seri problemi ambientali a causa dell'impiego di grandi quantità di acqua, energia e prodotti chimici, con impatti negativi sulle risorse idriche locali, sulla qualità dell'aria e sulla salute delle comunità circostanti. L'estrazione del litio può portare infatti alla distruzione di habitat naturali sensibili e alla perdita di biodiversità. La maggior parte del cobalto, invece, viene attualmente estratta in Congo, un Paese noto per la sua instabilità politica e sociale, dove vengono violati i diritti umani nelle miniere artigianali. In tali miniere, che non rispettano le norme ambientali e causano un grave inquinamento, lavorano in condizioni pericolose principalmente bambini, esposti a rischi come lesioni, malattie polmonari e danni cerebrali a causa della lavorazione del metallo e dei prodotti chimici utilizzati durante l'estrazione.

La Cina, infine, ha un controllo significativo sulla catena di approvvigionamento di questi metalli a livello globale, grazie alla sua posizione dominante nella loro produzione e lavorazione e alla sua capacità di influenzarne i prezzi tramite politiche di esportazione e dazi doganali. Il Paese, infatti, è il maggior produttore di neodimio, cerio, disprosio, lantano e praseodimio, usati per lo più nella produzione di magneti

ad alta efficienza per motori elettrici, ed è il maggior importatore di litio, cobalto, tantalio e niobio, essenziali per la produzione di telefoni cellulari, computer, batterie, turbine eoliche e altri prodotti di alta tecnologia. La Cina detiene pertanto una quota significativa della capacità di produzione di batterie agli ioni di litio a livello mondiale, grazie ai suoi principali produttori come CATL e BYD, e questa posizione di forza comporta per gli altri Paesi rischi strategici connessi alla sicurezza dell'approvvigionamento di materie prime per le tecnologie avanzate, come le auto elettriche.

Così come il processo di produzione, anche quello di smaltimento delle batterie dei veicoli elettrici presenta problematiche, principalmente di natura ambientale: le batterie usate contengono sostanze chimiche tossiche che possono essere rilasciate nell'ambiente se non smaltite correttamente. Riciclare i metalli preziosi come il litio, il cobalto e il nichel è possibile, ed essi possono essere riutilizzati nella produzione di nuove batterie o di altri prodotti. Tuttavia, il riciclaggio delle batterie al litio rappresenta ancora una sfida tecnologica e molte di esse finiscono in discarica o in inceneritori, causando danni all'ambiente e alla salute pubblica.

Il problema principale legato agli autoveicoli elettrici però è un altro: sebbene essi non emettano gas di scarico, l'energia elettrica necessaria alla ricarica delle batterie è per lo più prodotta tramite la combustione di idrocarburi, ad altissima impronta carbonica. Secondo l'Electricity Market Report del 2023 pubblicato dalla IEA, infatti, la produzione mondiale di elettricità nel 2022 è stata pari a 28.642 TWh: il mix energetico utilizzato per generarla è composto da combustibili fossili non rinnovabili per il 61,5% (il 58,6% del quale tramite il carbone), da fonti rinnovabili per il 29% (in gran parte idroelettrico) e dal nucleare per il 9,4%. Stando alle stime riportate, inoltre, nel 2025 l'elettricità prodotta nel mondo aumenterà fino a 31.135 TWh e la crescita attesa nell'utilizzo del carbone in Asia e in Africa compenserà l'incremento delle fonti di energia rinnovabile.

L'aumento della vendita di autoveicoli elettrici contribuirà alla crescita della domanda di elettricità, e, finché il mix di fonti energetiche utilizzate per produrla sarà costituito per lo più da combustibili fossili non rinnovabili, il contributo fornito dal mercato automotive per raggiungere la neutralità carbonica sarà modesto. Inoltre, sarà necessario (a) regolamentare l'estrazione dei metalli rari utilizzati per produrre le batterie al fine di evitare danni ambientali, sfruttamento di lavoratori e rischi strategici nell'approvvigionamento e (b) tracciare il processo di smaltimento di tali batterie, in un'ottica di economia circolare che salvaguardi l'ambiente dalle sostanze tossiche di scarto.

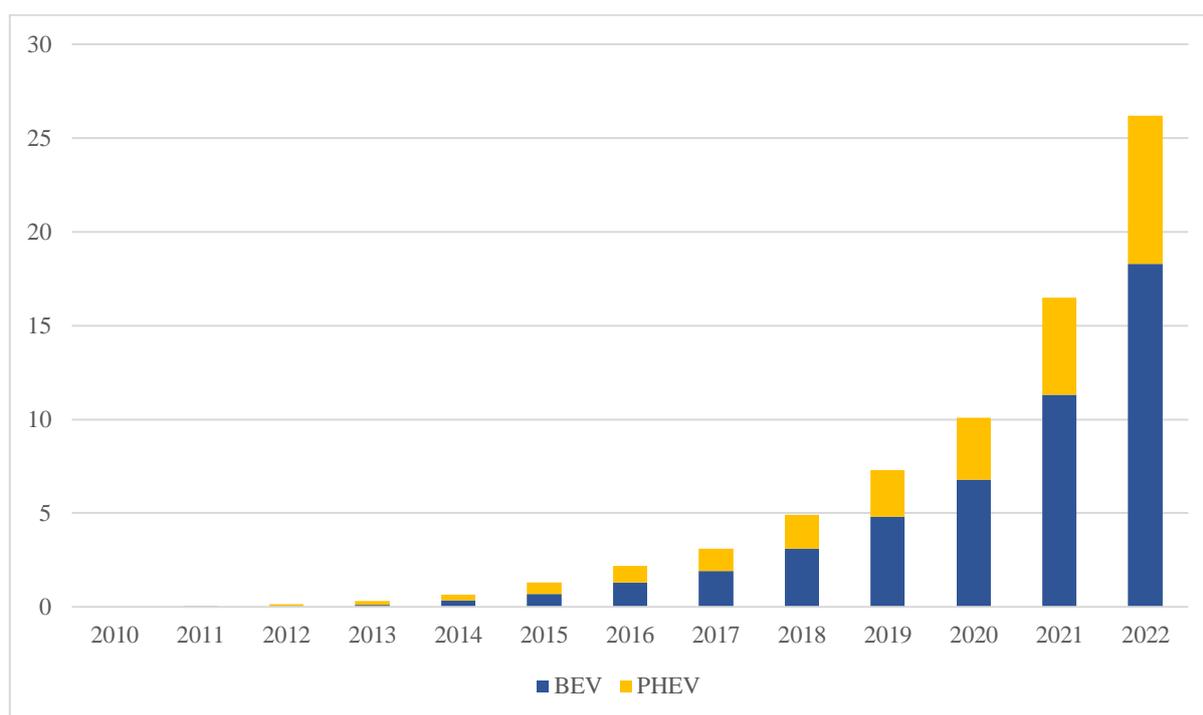
Malgrado ciò, l'implementazione di nuove tecnologie, come nel caso degli autoveicoli elettrici, inizialmente comporta sempre delle sfide, che tuttavia con il passare del tempo possono essere superate più facilmente. Inoltre, non vi è dubbio sull'importanza assoluta degli autoveicoli elettrici nell'ambito della transizione ecologica del mercato automotive e della mobilità in generale, una volta convertita l'industria energetica.

Le vendite di autoveicoli elettrici hanno registrato un anno record nel 2022, nonostante le interruzioni delle catene di approvvigionamento, l'incertezza macroeconomica e geopolitica e i prezzi elevati delle materie

prime ed energetiche. La crescita delle vendite si è verificata in un contesto di mercati automobilistici globalmente contratti: le vendite totali di autoveicoli nel 2022 sono diminuite di circa un milione di unità rispetto al 2021, secondo l'OICA. Includendo BEV e PHEV, nel 2022 le automobili elettriche vendute hanno superato le 10 milioni di unità, in aumento del 55% rispetto al 2021. Questo numero supera il numero totale di auto vendute nell'intera Unione Europea (circa 9,5 milioni) ed è quasi la metà del numero totale di auto vendute in Cina nel 2022. In soli cinque anni, dal 2017 al 2022, le vendite di veicoli elettrici sono aumentate da circa 1 milione a oltre 10 milioni. In precedenza, ci sono voluti cinque anni, dal 2012 al 2017, per far crescere le vendite di veicoli elettrici da 100.000 a 1 milione, sottolineando la natura esponenziale della crescita delle vendite di veicoli elettrici. La quota di auto elettriche sul totale delle vendite di auto è passata dal 9% nel 2021 al 14% nel 2022, più di 10 volte la loro quota nel 2017.

Le crescenti vendite hanno portato il numero totale di auto elettriche sulle strade del mondo a 26 milioni, in aumento del 60% rispetto al 2021, con le BEV che rappresentano oltre il 70% della crescita annuale totale.

Grafico 8 – Stock globale di automobili BEV e PHEV
(dati in milioni di unità)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati IEA

La Cina, l'Europa e gli Stati Uniti, i tre principali mercati delle auto elettriche, hanno rappresentato circa il 95% delle vendite globali nel 2022.

L'aumento delle vendite di auto elettriche è dominato dalla Cina: nel 2022, le vendite di BEV nel Paese

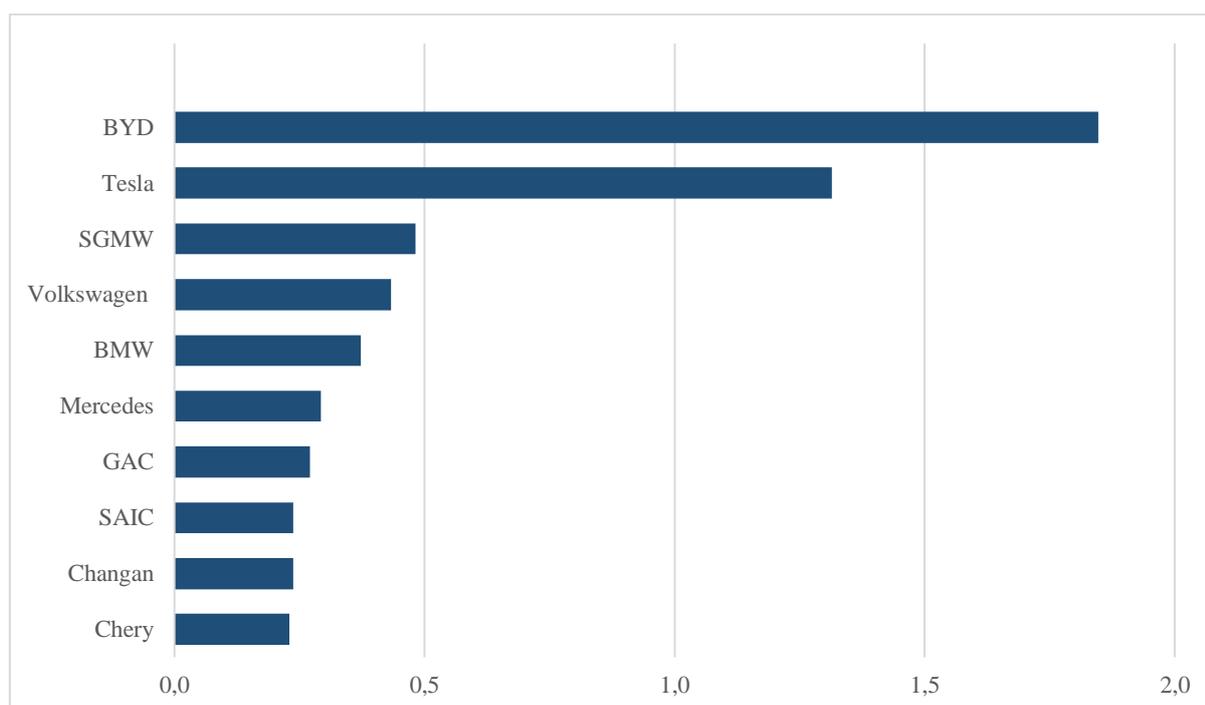
sono aumentate del 60% rispetto al 2021, raggiungendo i 4,4 milioni di unità, mentre le vendite di PHEV sono quasi triplicate, raggiungendo 1,5 milioni di unità. Nel 2022, la Cina ha rappresentato circa il 60% di tutte le nuove immatricolazioni di auto elettriche a livello globale e oltre il 50% di tutte le auto elettriche presenti sulle strade del pianeta, per un totale di 13,8 milioni di unità.

In Europa, invece, le vendite sono aumentate di oltre il 15% rispetto al 2021, raggiungendo quota 2,7 milioni e rappresentando il 10% della crescita globale. Nel 2022, l'Europa è rimasta il secondo mercato mondiale per le auto elettriche dopo la Cina, rappresentando il 25% di tutte le vendite di auto elettriche e il 30% del totale mondiale. La quota di vendite di auto elettriche è aumentata al 21%, rispetto al 18% nel 2021, al 10% nel 2020 e a meno del 3% prima del 2019. I paesi europei hanno continuato a classificarsi tra i primi per la quota di vendite di auto elettriche, con la Norvegia in testa all'88%, seguita da Svezia al 54%, Paesi Bassi al 35%, Germania al 31%, Regno Unito al 23% e Francia al 21%.

Negli Stati Uniti, le vendite di auto elettriche sono aumentate del 55% nel 2022 rispetto al 2021, trainate dai BEV. Complessivamente, gli Stati Uniti hanno rappresentato il 10% della crescita globale delle vendite. Il totale del parco veicoli elettrici ha raggiunto i 3 milioni, in aumento del 40% rispetto al 2021 e rappresentando il 10% del totale globale. La quota di veicoli elettrici sulle vendite totali è arrivata negli USA quasi all'8%, superando il 5% del 2021 e il 2% circa del triennio 2018-2020.

Le vendite mondiali di veicoli commerciali leggeri (LCV) elettrici, invece, sono quasi raddoppiate nel 2022 rispetto al 2021, raggiungendo oltre 310.000 unità. La quota di vendite di LCV elettrici rappresenta il 3,6%.

Grafico 9 – Maggiori brand per vendita di autoveicoli elettrici nel 2022
(dati in milioni di unità)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Statista

Nel 2022, il produttore cinese BYD ha superato per la prima volta Tesla divenendo il maggiore al mondo per vendite di autoveicoli elettrici. Il terzo posto è occupato dalla joint venture cinese Saic-GM-Wuling, seguita dalle tedesche Volkswagen, BMW, Mercedes e dalle cinesi GAC, SAIC, Changan e Chery.

Secondo uno studio pubblicato da BCG⁴⁵, entro il 2035 il valore totale delle entrate generate dalla vendita di autoveicoli elettrici aumenterà considerevolmente, raggiungendo 8,3 trilioni di dollari di ricavi e 524 miliardi di dollari di profitti. Inoltre, i margini di profitto complessivi del settore aumenteranno al 6,3% dopo una momentanea diminuzione. La redditività dei modelli di business tradizionali, invece, diminuirà gradualmente fino al 2035. In particolare, i profitti derivanti dalla vendita di veicoli a motore a combustione interna (ICE), compresi i veicoli ibridi plug-in (PHEV), subiranno la flessione più accentuata, contraendosi di oltre il 60%. Tale diminuzione sarà particolarmente pronunciata nei mercati automobilistici sviluppati come gli Stati Uniti e l'Europa, che non registreranno ulteriori crescite delle vendite totali di veicoli.

Gli autoveicoli a idrogeno, noti come FCEV (Fuel Cell Electric Vehicles) sono veicoli a celle a combustibile che utilizzano l'idrogeno per produrre l'energia elettrica necessaria ad alimentare il motore che li muove. Le celle a combustibile convertono l'idrogeno in energia elettrica tramite una reazione elettrochimica che genera acqua come unico sottoprodotto: l'idrogeno, immagazzinato in un serbatoio a pressione, viene combinato con l'ossigeno dell'aria per produrre energia elettrica. Il processo di produzione di energia avviene in modo molto efficiente e pulito, senza produrre emissioni inquinanti o gas serra, a parte acqua. Ciò significa che i FCEV non emettono sostanze inquinanti e hanno un'efficienza energetica elevata. Rispetto ai veicoli elettrici a batteria, i FCEV offrono come vantaggi un'autonomia maggiore, tempi di rifornimento ridotti (il rifornimento di idrogeno richiede solo pochi minuti) e un'adattabilità a diversi utilizzi: la tecnologia a celle a combustibile può essere applicata a diversi tipi di veicoli, come gli LCV, i camion e i mezzi pubblici. Tuttavia, vi sono anche alcuni aspetti negativi legati all'uso dell'idrogeno come vettore energetico per i veicoli, come il costo elevato, l'infrastruttura di rifornimento limitata e l'alta infiammabilità del combustibile. Inoltre, la produzione di idrogeno destinato al rifornimento di autoveicoli può essere fonte di impatto ambientale. I due principali metodi di produzione sono il reforming di gas naturale (il gas naturale viene riscaldato a temperature elevate per produrre idrogeno e anidride carbonica) e l'elettrolisi dell'acqua (l'acqua viene scissa in idrogeno e ossigeno utilizzando l'elettricità). Il primo, più utilizzato, comporta l'emissione di CO₂, mentre la valutazione del secondo, come nel caso dei BEV, dipende dalla fonte energetica utilizzata per la produzione dell'elettricità. Altri metodi di produzione, molto meno utilizzati, comprendono l'impiego di biomasse, la gassificazione del carbone e le reazioni nucleari. La prima autovettura alimentata ad idrogeno ad essere commercializzata su larga scala è stata la Toyota Mirai, lanciata in Giappone alla fine del 2014. Toyota, inoltre, sta attualmente sviluppando una tecnologia chiamata "combustione dell'idrogeno allo stato puro" (hydrogen burn-off) che permette di utilizzare

⁴⁵ Boston Consulting Group, "How to Profit in Tomorrow's Automotive and Mobility Industry", 2023

direttamente l'idrogeno come combustibile all'interno del motore a combustione interna del veicolo, senza la necessità di una cella a combustibile. Altri modelli di auto attualmente disponibili sono la Hyundai Nexa e la Honda Clarity Fuel Cell. I brand leader in questa tecnologia sono infatti Toyota, Hyundai e Honda, seguite da altri produttori automobilistici come General Motors, BMW, Mercedes-Benz e Audi, che stanno sviluppando prototipi e modelli di auto a idrogeno per il futuro.

2.2.2 Digitalizzazione e intelligenza artificiale

Il secondo mega-trend responsabile della rivoluzione in atto all'interno dell'industria automobilistica e, più in generale, della mobilità e di tutte le attività umane, è quello relativo alla digitalizzazione e all'impiego dell'intelligenza artificiale (AI). Esse rappresentano una delle più grandi trasformazioni del nostro tempo, poiché hanno un impatto significativo su tutti gli aspetti della società. Le innovazioni tecnologiche stanno rivoluzionando il modo in cui lavoriamo, comunichiamo e interagiamo, aprendo nuove opportunità e sfide. L'uso diffuso di tecnologie digitali e l'adozione di soluzioni basate sull'intelligenza artificiale stanno portando a cambiamenti radicali nei modelli di business, nei processi produttivi e nella creazione di valore per i clienti. Tuttavia, con queste trasformazioni emergono anche nuove preoccupazioni e rischi, come la privacy dei dati, la sicurezza cibernetica, l'automazione del lavoro e l'inevitabile impatto sulle relazioni umane. Lo sviluppo digitale richiede pertanto una riflessione critica sulla direzione e le implicazioni delle innovazioni tecnologiche, al fine di massimizzarne i benefici e minimizzarne i rischi.

Nell'ambito dell'industria automobilistica, la digitalizzazione e l'intelligenza artificiale stanno avendo un impatto enorme su tutte le fasi, da quella di progettazione e produzione alla guida effettiva e all'utilizzo degli autoveicoli. Per quanto concerne la fase embrionale di progettazione e sviluppo, grazie all'introduzione di software di design e di simulazione avanzati, le case automobilistiche sono in grado di migliorare la precisione e l'efficienza dell'intero processo. I designer possono infatti utilizzare software per creare prototipi virtuali, testare diverse opzioni e valutare le prestazioni degli autoveicoli evitando costose riprogettazioni e test fisici. L'intelligenza artificiale viene inoltre utilizzata per migliorare la capacità di analisi dei dati del processo di progettazione. Ciò significa che le case automobilistiche possono utilizzare l'apprendimento automatico per analizzare grandi quantità di informazioni e identificare i modelli di prestazioni delle autovetture, garantendo prodotti più sicuri, efficienti ed ecologici. Inoltre, lo sviluppo digitale e l'intelligenza artificiale possono essere utilizzati per migliorare la sostenibilità della fase di progettazione e sviluppo. Ad esempio, le case automobilistiche possono utilizzare software di progettazione ecologica per valutare l'impatto ambientale dei materiali e dei processi produttivi, e adottare soluzioni più sostenibili dove possibile.

Durante la fase produttiva, le tecnologie digitali sono utilizzate per migliorare l'efficienza e il rendimento delle fabbriche, mediante l'automazione dei processi e l'implementazione di sistemi di monitoraggio e controllo più avanzati. Uno degli esempi più significativi riguarda le fabbriche intelligenti ("smart

factory”): attraverso una combinazione di tecnologie avanzate come l’Internet of Things (IoT), la robotica e la realtà aumentata le fabbriche sono altamente automatizzate e garantiscono anche una maggiore capacità di personalizzazione e di risposta alle esigenze del mercato. L’introduzione di nuove tecnologie digitali sta anche cambiando la catena di approvvigionamento dell’industria: i fornitori di componenti stanno utilizzando tecnologie come l’IoT e la blockchain per migliorare la tracciabilità dei materiali, ridurre i tempi di consegna e migliorare la qualità dei prodotti.

Le tecnologie digitali stanno cambiando il modo in cui i consumatori acquistano autoveicoli, creando nuove opportunità di marketing e di vendita. Innanzitutto, l’intelligenza artificiale e l’apprendimento automatico sono diventati sempre più importanti nell’analisi dei dati dei clienti, che può aiutare le aziende automobilistiche a comprendere meglio i loro bisogni e desideri. Ciò consente loro di creare campagne di marketing più mirate e personalizzate. Inoltre, la digitalizzazione ha creato nuovi canali di vendita (strategia multichannel), come l’e-commerce e i canali social, che permettono alle aziende di raggiungere i clienti in modi completamente nuovi. Ad esempio, molte aziende automobilistiche stanno sperimentando la vendita diretta online di automobili, eliminando il bisogno di concessionari tradizionali. La digitalizzazione sta anche cambiando il modo in cui le automobili vengono promosse e pubblicizzate: le aziende stanno infatti investendo sempre di più nella pubblicità online, nei social media e nei video virali per promuovere i loro prodotti. Inoltre, in futuro saranno sempre più comuni le campagne di marketing esperienziale, attraverso l’uso di realtà virtuale e aumentata per creare esperienze immersive e coinvolgenti.

Per quanto riguarda l’effettivo utilizzo e la guida degli autoveicoli, una delle principali tendenze è l’aumento della connettività, attraverso l’uso di tecnologie come la telematica e la connessione mobile. Ciò consente ai veicoli di comunicare con altri veicoli, infrastrutture e dispositivi mobili, creando nuove opportunità per i servizi basati sulla posizione. I clienti possono utilizzare servizi come mappe, previsioni meteo, intrattenimento e comunicazione in tempo reale, migliorando l’esperienza di guida e creando nuove opportunità di business per le aziende. Inoltre, la connessione tra i veicoli e l’infrastruttura stradale potrebbe consentire di migliorare la gestione del traffico, ridurre gli incidenti e aumentare l’efficienza del trasporto su larga scala. Un’altra importante conseguenza dello sviluppo digitale è l’adozione di sistemi di sicurezza e di assistenza alla guida. I sensori e i sistemi di controllo possono monitorare continuamente lo stato dei componenti del veicolo, segnalando tempestivamente eventuali guasti o anomalie. Inoltre, i sistemi di sicurezza attivi, come i freni automatici di emergenza e l’avviso di uscita dalla corsia, possono ridurre il rischio di incidenti. Gli ADAS (Advanced Driver Assistance Systems), sono sistemi progettati per aiutare il conducente durante la guida, aumentando la sicurezza stradale e riducendo il rischio di incidenti. Le tecnologie ADAS sono in grado di rilevare e analizzare le informazioni provenienti dall’ambiente circostante attraverso sensori, telecamere e radar, e di fornire al conducente informazioni in tempo reale. Tra le funzionalità tipiche degli ADAS vi sono:

- Cruise Control Adattivo: regola automaticamente la velocità del veicolo mantenendo una distanza di sicurezza dal veicolo che precede;
- Monitoraggio del traffico: avvisa il conducente della presenza di veicoli nei punti ciechi o nei cambi di corsia;
- Riconoscimento dei pedoni: riconosce la presenza di pedoni sulla strada e può frenare automaticamente il veicolo in caso di rischio di collisione;
- Frenata automatica d'emergenza: rileva oggetti o veicoli in avvicinamento e attiva la frenata in caso di pericolo imminente;
- Sistema di mantenimento della corsia: mantiene il veicolo all'interno della corsia di marcia, avvisando il conducente in caso di deviazione dalla corsia;
- Riconoscimento dei segnali stradali: riconosce i segnali stradali, come il limite di velocità o le indicazioni di divieto, e li mostra sul display del cruscotto.

Inoltre, l'intelligenza artificiale sta portando all'adozione di sistemi di guida autonoma, che permettono ai veicoli, chiamati AV (Autonomous Vehicles), di guidare autonomamente senza il bisogno dell'intervento umano. La guida autonoma è classificata in vari livelli, stabiliti dallo standard SAE International (Society of Automotive Engineers), in base al grado di autonomia del veicolo e alla necessità di intervento umano. Questi livelli sono:

- Livello 0: il conducente è responsabile di tutte le funzioni di guida e il veicolo non ha alcun sistema di assistenza alla guida.
- Livello 1: il veicolo è dotato di un sistema di assistenza alla guida limitato, come il controllo automatico della velocità (cruise control) o il sistema di mantenimento della corsia (lane keeping assist), ma il conducente rimane responsabile della guida.
- Livello 2: il veicolo è dotato di sistemi di assistenza alla guida avanzati, come il sistema di frenata automatica d'emergenza (automatic emergency braking) o il sistema di controllo adattativo della velocità (adaptive cruise control), che possono funzionare simultaneamente, ma il conducente deve rimanere in grado di prendere il controllo del veicolo in qualsiasi momento.
- Livello 3: il veicolo può effettuare alcune funzioni di guida in modo completamente autonomo, ma il conducente deve ancora essere pronto a intervenire se richiesto.
- Livello 4: il veicolo può effettuare tutte le funzioni di guida senza l'intervento del conducente in determinate situazioni, come la guida su autostrade o in parcheggi.
- Livello 5: il veicolo può effettuare tutte le funzioni in qualsiasi condizione di guida senza l'intervento del conducente.

Gli ADAS, ad esempio, sono sistemi di assistenza alla guida avanzati che si trovano principalmente nei veicoli di livello 1 e 2.

La guida autonoma rappresenta una svolta significativa nell'industria automobilistica, offrendo una maggiore sicurezza stradale, un maggiore comfort di guida e una maggiore efficienza del veicolo. Tuttavia, è importante sottolineare che essa è ancora in fase di sviluppo e ci sono molte sfide da affrontare prima che possa essere implementata su larga scala.

La prima autovettura commercializzata su larga scala ad implementare un significativo livello di guida autonoma è stata la Tesla Model S nel 2014, che ha introdotto una tecnologia di guida autonoma avanzata, come l'autopilota, che permette al veicolo di mantenere la corsia, accelerare e frenare in modo autonomo. Secondo uno studio pubblicato da Bain & Company⁴⁶, nel 2025 circa il 2% delle auto immatricolate in Europa sarà automatizzato (livello 4). La guida autonoma e in particolare i sistemi di assistenza alla guida ridurranno il tasso di incidenti, influenzando quindi il settore delle riparazioni auto. Anche il numero di proprietari di auto sarà in diminuzione: Bain prevede che le vendite di auto nuove a Berlino, ad esempio, diminuiranno del 12% entro il 2030 in risposta all'aumento dell'uso di taxi senza conducente.

2.2.3 Condivisione

La condivisione è una delle tendenze più importanti dell'era digitale. Sia che si tratti di dati, conoscenze o risorse, essa rappresenta una pratica che consente di superare i limiti della proprietà individuale e promuove la collaborazione. La condivisione ha rivoluzionato il modo in cui viviamo e lavoriamo, aprendo la strada a nuovi modelli di business e di consumo.

L'industria automobilistica, in particolare, ne è stata molto colpita: la mobilità condivisa è un fenomeno in rapida crescita che sta rivoluzionando il modo in cui le persone si spostano, soprattutto nelle città. Si tratta di un concetto innovativo che permette di utilizzare mezzi di trasporto, come auto, biciclette o scooter, in modo condiviso anziché possederli individualmente. La mobilità condivisa offre numerosi vantaggi sia per gli utenti che per le città. Per gli utenti, rappresenta un'opzione flessibile e conveniente per muoversi, consentendo di accedere a veicoli in base alle proprie esigenze senza la necessità di possederne uno. Ciò comporta un risparmio sui costi di acquisto, manutenzione e parcheggio. Dal punto di vista delle città, la mobilità condivisa contribuisce a ridurre l'uso delle auto private, alleviando la congestione del traffico e i problemi legati alla scarsità di parcheggi. Inoltre, promuove la sostenibilità ambientale, incoraggiando l'uso di veicoli a basse emissioni o addirittura elettrici, favorendo quindi una riduzione dell'inquinamento atmosferico e delle emissioni di gas serra. Esistono diversi modelli di mobilità condivisa, che possono essere segmentati in base alla struttura della proprietà dei veicoli (privati o flotte), alla guida (il cliente guida o viene trasportato) alla condivisione (condivisione in pool⁴⁷ o non in pool). Di seguito sono riportati

⁴⁶ Bain & Company, "Autonomous driving, shared mobility and the rise of electric vehicles will reshape Europe's car trade industry", 2019

⁴⁷ La condivisione in pool consiste nell'affrontare il tragitto con sconosciuti, quella non in pool invece prevede l'utilizzo di un mezzo di trasporto condiviso senza la presenza di altre persone durante il tragitto.

i modelli emergenti, sebbene esistano anche servizi “tradizionali” di mobilità condivisa come il trasporto pubblico, le auto a noleggio e i taxi:

- E-hailing. Nel servizio di e-hailing, anche chiamato ride-hailing, i passeggeri ordinano un'autovettura tramite un dispositivo mobile. Il conducente, che in alcune regioni non ha bisogno di una licenza commerciale, prende il passeggero e lo guida verso la destinazione designata. Uber, azienda innovativa fondata a San Francisco nel 2009, è probabilmente l'esempio più famoso di servizio di e-hailing. Considerata insieme ad Airbnb la maggiore rappresentante della cosiddetta economia collaborativa, Uber è disponibile in 70 Paesi e più di 10.000 città, ha 130 milioni di utenti mensili attivi e ogni giorno provvede a circa 24 milioni di corse.
- Servizi di navette dinamiche e e-hailing in pool. I passeggeri ordinano il servizio di auto tramite il proprio dispositivo mobile e condividono i viaggi con altri passeggeri. Il conducente raccoglie i passeggeri in luoghi prestabiliti e li porta alle loro destinazioni in un ordine ottimizzato in base all'itinerario.
- Car sharing. I clienti utilizzano auto fornite da un'azienda per periodi di tempo più brevi rispetto al noleggio, rimanendo generalmente in un'area geograficamente limitata. I modelli di condivisione possono essere a flusso libero (con auto prese e lasciate ovunque) o basati su stazioni, con auto restituite in una posizione dedicata.
- Condivisione peer-to-peer (P2P) di auto e passaggi. Nella condivisione P2P di auto, i proprietari di auto permettono ad altri conducenti di utilizzare le loro auto a fronte di un pagamento. Nella condivisione P2P di passaggi, i proprietari di auto private trasportano passeggeri a pagamento verso la loro destinazione, principalmente per lunghi tragitti.
- Micromobilità condivisa. Veicoli leggeri (ad esempio monopattini e biciclette elettrici) offerti per l'uso condiviso al pubblico a pagamento, sia a flusso libero che basati su stazioni.
- Mobilità aerea. Taxi volanti (alimentati da energia elettrica) trasportano persone tra stazioni dedicate, sia con pilotaggio che semiautonomi.
- Robo-taxi e navette. I robo-taxi e le navette svolgono la stessa funzione dei servizi di e-hailing e taxi odierni, ma sostituiscono la tecnologia di guida autonoma al conducente umano. Molte aziende, tra le quali diverse startup, stanno investendo nella ricerca e sviluppo di questa tecnologia: gli stipendi dei conducenti rappresentano infatti circa il 40-50% delle tariffe dei viaggi odierni. Oggi questo servizio è ancora per lo più inesistente, ma secondo McKinsey & Company entro il 2035 esso avrà superato per rilevanza quello dei taxi tradizionali.

Secondo uno studio pubblicato da McKinsey⁴⁸, dal 2010 sono stati investiti oltre \$100 miliardi in società di mobilità condivisa. Analizzando più in dettaglio i tipi di investitori, i fondi non provengono dalle aziende

⁴⁸ McKinsey & Company, “Shared mobility: Where it stands, where it’s headed”, 2021

automobilistiche: circa il 72% dell'ammontare totale degli investimenti dichiarati dal 2010 proviene da fondi di venture capital e private equity, suggerendo una scommessa sul futuro piuttosto che su modelli di business già consolidati e sostenibili. Le aziende tecnologiche rappresentano il 21% degli investimenti, mentre gli investimenti delle case automobilistiche ammontano a circa il 4%. Una delle ragioni per il modesto interesse mostrato dall'industria tradizionale potrebbe essere legata al potenziale della mobilità condivisa nel mettere in discussione il core business di un'azienda automobilistica. Alcuni produttori di auto hanno cercato di affrontare questa sfida attraverso iniziative interne anziché investimenti in nuove start-up esterne. Questo dimostra un cambio di mentalità, passando dalla vendita di veicoli alla fornitura di servizi di mobilità condivisa, che potrebbero addirittura cannibalizzare il core business delle case automobilistiche, ossia la vendita di auto a privati. Un esempio recente è quello del brand cino-svedese Lynk & Co., fondato nel 2016 dal gruppo Geely e produttore di automobili ibride ed elettriche sulle piattaforme condivise da Volvo. L'azienda, oltre a garantire l'acquisto "tradizionale" delle proprie autovetture, ha proposto ai clienti una soluzione innovativa: è possibile infatti abbonarsi ad un servizio di membership mensile che consente di possedere l'auto senza il pagamento di alcun anticipo e avendo incluso nella quota mensile (in Italia pari a €550) anche manutenzione, assicurazione e tassa di circolazione. Inoltre, proprio come un abbonamento a piattaforme streaming quali Netflix o Spotify, la membership va rinnovata mese per mese ed è dunque il cliente a decidere in autonomia quando disdire. L'aspetto ancor più rivoluzionario è che il possessore di una Lynk & Co., sia che abbia acquistato l'auto sia che abbia sottoscritto l'abbonamento mensile, può dividerla con terzi tramite l'app mobile del brand in cambio di una tariffa oraria da un minimo di 1 ora ad un massimo di 28 giorni. Secondo l'azienda infatti, "le auto sono ferme il 96% del tempo. Insieme possono essere utilizzate meglio: usate quando servono, ma condivise anziché lasciate parcheggiate".

2.3 Le operazioni di riorganizzazione aziendale nell'industria automobilistica

Nei sotto-capitoli 2.1 e 2.2 è stata analizzata l'industria automobilistica e ne è emerso un quadro ben dettagliato: le aziende che vi operano competono ferocemente e i disruptive trend che la stanno attraversando ne preannunciano una trasformazione radicale. In un simile contesto, è inevitabile che nel prossimo futuro si verifichino numerosi cambiamenti e riorganizzazioni all'interno del mercato, con l'obiettivo di adattarsi alle rapide evoluzioni, cogliere opportunità di crescita e migliorare la posizione competitiva. Certamente vi saranno poi anche aziende ed interi settori che soffriranno delle tendenze descritte e avranno necessità di cambiare ed adeguarsi per poter sopravvivere. Questa mole di innovazioni e trasformazioni in realtà è già in atto, e sono molti i casi recenti di operazioni di corporate restructuring avvenute all'interno del mercato. Poiché le aziende sviluppano strategie a lungo termine per definire il loro ruolo nell'industria del futuro, è essenziale che esse valutino in modo oggettivo le proprie risorse e competenze al fine di identificare velocemente i margini di miglioramento e le aree di rischio, per poter

colmarle il più rapidamente possibile e rimanere competitive. Le aziende di maggior successo adotteranno misure audaci per riallineare il proprio portafoglio di capacità e rispondere al livello senza precedenti di perturbazione del mercato, trasformando, qualora necessario, i propri modelli di business attraverso un equilibrio di approcci di sviluppo interno, acquisizioni, partnership e disinvestimenti. Ciò che è chiaro è che l'inerzia non è un'opzione.

Per quanto riguarda le operazioni di M&A, nonostante la carenza globale di chip semiconduttori e altri effetti persistenti della pandemia di Covid-19, nel 2021, secondo Bain⁴⁹, si sono registrate all'interno dell'industria automobilistica 48 operazioni dal valore superiore a \$100 milioni, per un totale di \$47 miliardi, rispetto alle 29 operazioni e ai \$20 miliardi del 2020. Secondo Deloitte⁵⁰, negli ultimi tre anni sono state effettuate 1.500 operazioni di M&A nell'industria automobilistica globale, per un totale di \$280 miliardi. Nonostante volumi record, le aziende automobilistiche sono state relativamente lente nel perseguire una crescita inorganica. Con l'intensificazione del ritmo dei cambiamenti, infatti, l'acquisizione inorganica consente alle aziende di sviluppare rapidamente le nuove capacità necessarie. Pertanto, è necessario rendere la strategia di fusione e acquisizione parte integrante della strategia aziendale e affinare velocemente le proprie competenze in tale ambito. Ciò richiede il perfezionamento di nuovi approcci per la selezione, la due diligence e l'integrazione.

La strada tradizionale percorsa dalle aziende per accrescere la propria leadership è stata, in passato, il ricorso ad operazioni di scala. Per anni, infatti, l'industria automobilistica ha sottovalutato le capacità di fusione e acquisizione: fino a poco tempo fa, la maggior parte delle attività coinvolgeva operazioni di consolidamento tradizionali volte a consentire ai produttori e ai fornitori di crescere e generare le sinergie di costo che derivano dalle economie di scala. Le competenze richieste erano abbastanza semplici da sviluppare e da sfruttare, operazione dopo operazione.

Tra le principali operazioni di scala degli ultimi anni vi è stata, ad esempio, l'acquisizione del competitor Cooper Tire & Rubber da parte di Goodyear (produttore di pneumatici), operazione da \$2,8 miliardi messa in atto per rafforzare la posizione globale di Goodyear. Per quanto concerne le grandi case automobilistiche, invece, si può pensare come esempio di successo alle numerose acquisizioni di brand effettuate dal gruppo Volkswagen nel corso del tempo, e come caso di insuccesso alla fusione tra Daimler-Benz AG e Chrysler Corporation, completata nel Novembre del 1998, che ha portato alla nascita di DaimlerChrysler AG. Il valore totale della fusione è stato stimato pari a circa \$36 miliardi, rendendola una delle più grandi e ambiziose nella storia dell'industria automobilistica. L'obiettivo era creare una società globale con una vasta portata geografica e un'ampia gamma di marchi automobilistici, combinando le forze di Daimler-Benz, produttore di veicoli di lusso e tecnologicamente avanzati, con Chrysler, produttore americano di veicoli di massa e camion leggeri. Tuttavia, la fusione non ha raggiunto gli obiettivi prefissati e ha affrontato

⁴⁹ Bain & Company, "Automotive and Mobility M&A: How Companies Tune Up Their M&A Engines", 2022

⁵⁰ Deloitte, "Meeting market disruption head on: Strategic M&A in the automotive industry", 2023

numerose difficoltà: le due culture aziendali erano diverse, con approcci e tradizioni contrastanti. Inoltre, le differenze nella gestione, nello stile di leadership e nelle strategie di mercato hanno portato a conflitti interni. Le conseguenze della fusione sono state significative: nel corso degli anni successivi, la società ha affrontato problemi finanziari e operativi, che hanno portato Daimler a vendere l'80% delle sue azioni in Chrysler alla Cerberus Capital Management nel 2007. Nel 2009, Chrysler è entrata in una procedura di bancarotta ed è poi stata acquisita dal gruppo Fiat, che ha portato alla creazione di Fiat Chrysler Automobiles (FCA) nel 2014.

Il numero delle operazioni di scala è, tuttavia, sempre più oscurato dai cosiddetti *scope deals*, operazioni di scopo finalizzate all'ingresso in un nuovo mercato o all'acquisizione di una specifica competenza. Gli *scope deals* rappresentano oggi, secondo Bain, circa il 70% delle transazioni nel mercato automobilistico (erano il 45% nel 2015). Ad esempio nel 2016 General Motors (GM) ha acquisito Cruise Automation, una startup di San Francisco specializzata nello sviluppo di tecnologie per la guida autonoma, per circa \$1 miliardo. L'acquisizione di Cruise Automation è stata parte della strategia di GM per accelerare lo sviluppo dei veicoli autonomi. Dopo l'acquisizione, Cruise Automation è divenuta una divisione di GM e ha continuato a sviluppare il proprio sistema di guida autonoma, Cruise AV. La tecnologia di Cruise è stata integrata in veicoli specifici, come ad esempio le vetture elettriche Chevrolet Bolt, per effettuare test su strada e dimostrazioni. GM ha investito ingenti risorse in questo progetto, che hanno portato a importanti progressi nel campo della guida autonoma e hanno reso GM un attore rilevante nella corsa verso la leadership in questa tecnologia. Cruise sta ora operando tramite una piccola flotta di robotaxi senza conducente a San Francisco durante le ore diurne, per la prima volta. Sebbene l'azienda continui ad operare in rosso, registrando una perdita di \$561 milioni nel primo trimestre del 2023, essa afferma di essere in linea per raggiungere \$1 miliardo di ricavi entro il 2025 e \$50 miliardi entro il 2030. Il CEO di Cruise, Kyle Vogt, ha dichiarato che l'azienda ha aumentato le dimensioni della sua flotta senza conducente dell'86%, passando da 130 a 242 veicoli autonomi in funzione contemporaneamente. Questi ultimi hanno superato 2 milioni di chilometri percorsi e svolgono regolarmente 1.000 viaggi senza conducente con passeggeri ogni giorno, sempre secondo Vogt.

Un altro recente caso di *scope deal* riguarda l'acquisizione dell'azienda tedesca di illuminazione automobilistica Hella da parte di Faurecia, fornitore francese di componenti per auto, finalizzata ad espandere ulteriormente le proprie attività come fornitore di sistemi, aumentando l'esposizione a segmenti ad alta crescita in linea con le tendenze del settore. I fornitori come Faurecia si trovano infatti di fronte ad una crescente concorrenza dalle aziende tecnologiche: Qualcomm, ad esempio, è un'azienda nota per i semiconduttori, i software e i servizi legati alla tecnologia wireless. Tuttavia, insieme al fondo di private equity SSW Partners ha acquisito l'azienda tecnologica automobilistica svedese Veoneer al fine di ampliare la propria offerta per i sistemi avanzati di assistenza alla guida. Le aziende del settore automobilistico e della mobilità possono cogliere le opportunità sul mercato solo se hanno le giuste strutture e processi in atto. Tutto ciò assume un valore cruciale se si pensa che l'industria si trova immersa nel periodo di maggior

perturbazione della sua storia. Oltre alla consolidazione per ottenere la leadership, le aziende devono sempre più espandersi in nuovi settori commerciali e acquisire nuove tecnologie e capacità di innovazione, specialmente negli ambiti descritti nel capitolo 2 sui trend, che Bain definisce “5 RACES”: vera attenzione al cliente; guida autonoma; connettività e digitalizzazione dei veicoli; elettrificazione delle propulsioni e mobilità condivisa. Anche PwC concorda con questa visione e ha proposto il suo acronimo “EACSY”, che indica una mobilità del futuro elettrificata, autonoma, condivisa, connessa e annualmente aggiornata. Deloitte invece parla delle megatendenze “CASE” (Connected, Autonomous, Shared and Electric), che stanno sconvolgendo i modelli di business tradizionali nell’industria automobilistica, influenzando i ricavi, i profitti e gli investimenti e, in ultima analisi, la direzione strategica delle imprese.

La perturbazione causata da queste tendenze sta ristrutturando il mercato, e l’industria automobilistica del futuro avrà probabilmente un aspetto notevolmente diverso rispetto a quella di oggi. Sebbene il cambiamento venga spesso considerato come un rischio, esso presenta anche molte opportunità. Per poterle cogliere, i player attuali stanno già modificando le proprie strategie aziendali. Tra le leve fondamentali sulle quali le aziende devono fare affidamento vi sono:

- Incorporazione delle operazioni di M&A nella strategia aziendale: tradizionalmente, il settore si è basato sulla crescita organica e sulle proprie innovazioni. Le aziende più innovative, seguendo l’esempio di società operanti nel settore dell’alta tecnologia, rendono le acquisizioni e le fusioni una parte integrante della strategia aziendale, ancorandole all’interno delle proprie organizzazioni.
- Processi di M&A veloci: le aziende che acquistano solo in situazioni specifiche di solito mettono insieme squadre solo in modo occasionale. I tempi di inerzia risultanti rendono complesso il confronto con competitor più veloci o frustrano potenziali obiettivi nell’alta tecnologia, poiché le aziende più giovani di solito hanno poca tolleranza per i processi prolungati.
- Ampliamento del focus dei deal: l’elettrificazione, la digitalizzazione, l’automazione e la condivisione dei veicoli stanno cambiando il business di produttori, fornitori e operatori di servizi. Di conseguenza, le aziende devono ampliare la loro visione degli investimenti e dei partner possibili al fine di rafforzare o espandere un core business.
- Miglioramento dell’integrazione post-merger: integrare gli obiettivi acquisiti è ancora più sfidante rispetto all’individuazione di obiettivi adatti. L’integrazione post-merger riguarda il mantenimento e la promozione del core business delle aziende acquisite, allo stesso tempo realizzando il valore aggiunto atteso.

Per quanto riguarda il prossimo futuro, è probabile che la maggior parte delle operazioni di M&A saranno correlate all’aumento della domanda di veicoli elettrici (EV) e veicoli autonomi (AV). In particolare, le operazioni si concentreranno sulla trasformazione digitale (software, connettività, chip personalizzati), sulle tecnologie delle batterie e delle celle a combustibile e sulle infrastrutture di ricarica. L’aumento dei player (in particolare aziende cinesi e high-tech) porterà inoltre ad operazioni di fusione che aumenteranno

ancor di più la concentrazione in un mercato dove i grandi gruppi detengono un notevole vantaggio competitivo.

Analizzare le operazioni di Corporate Divestiture nell'ambito dell'industria automobilistica comporta il vantaggio di avere a disposizione decine e decine di casi: si tratta infatti di uno dei mercati all'interno del quale, nel corso del tempo, si sono verificate più cessioni e scissioni in assoluto. Inoltre in quest'industria trova piena conferma quanto descritto nel primo capitolo circa la natura delle operazioni di disinvestimento: nel passato la maggior parte di queste transazioni sono state eseguite per lo più perché motivate da problemi di natura operativa o finanziaria. Sono infatti numerosi i casi di sell-off di divisioni e brand portati a termine da grandi case automobilistiche in difficoltà. Per avere un riscontro concreto e recente, si può analizzare il caso di Ford Motor Company. Così come gli altri due grandi produttori statunitensi, General Motors e Chrysler, anche Ford ha riscontrato gravi problemi finanziari negli anni 2006-2011, che hanno portato l'azienda a cedere, uno dopo l'altro, i brand che componevano il Premier Automotive Group (PAG), la divisione organizzativa creata nel 1999 per supervisionare le operazioni commerciali dei marchi di lusso di Ford. Oltre al brand di fascia medio-alta Lincoln, acquisito nel 1922 da Ford ed unico altro marchio rimasto ad essere attualmente gestito dalla casa madre di Dearborn, il PAG comprendeva anche i marchi Aston Martin, Jaguar, Land Rover e Volvo. Nello specifico, la decisione di espandere le prospettive di Ford nel settore del lusso fu presa dall'allora CEO Jacques Nasser. La prima acquisizione fu quella del brand inglese produttore di auto sportive Aston Martin nel 1987, per un corrispettivo di circa \$487 milioni. Seguirono poi quella di Jaguar nel 1989 per circa \$2,4 miliardi, quella di Volvo nel 1999 per circa \$6,5 miliardi e quella di Land Rover, che era una divisione di BMW, nel 2000 per \$2,9 miliardi. I brand erano completamente diversi, operavano in mercati distinti e venivano distribuiti tramite reti di concessionarie differenti, per cui non si svilupparono sinergie. Ford cercò allora di tagliare i costi condividendo componenti tra i modelli dei marchi diversi, il che portò ad un danno reputazionale e quindi ad un calo nelle vendite. I 4 brand non fecero mai registrare utili a Ford e nel 2006, dopo che l'azienda chiuse il bilancio con \$12,8 miliardi di perdite (di cui \$327 milioni imputabili al PAG), il nuovo CEO Alan Mulally optò per lo smantellamento della divisione, al fine di concentrarsi unicamente sul brand Ford e quindi sul core-business del gruppo. Il primo marchio ad essere venduto fu Aston Martin, nel 2007, ad una cordata di investitori tra i quali erano presenti due società di investimento del Kuwait, per una cifra vicina ai \$900 milioni. Nel 2008 poi, il gruppo indiano Tata acquisì i brand Jaguar e Land Rover per \$2,3 miliardi cash. L'ultimo marchio ad essere ceduto fu Volvo, per \$1,3 miliardi cash e una cambiale da \$200 milioni da parte del gruppo cinese Geely, nel 2010. Dopo aver registrato ingenti perdite negli anni 2002-2003 e 2005-2008, Ford è tornata a generare utili nel 2009, grazie a riduzioni massicce dei costi (inclusi numerosi licenziamenti) e anche ai disinvestimenti attuati.

Come Ford e General Motors, la maggior parte delle aziende automobilistiche che negli anni hanno attuato operazioni di disinvestimento, lo hanno fatto per esigenze finanziarie, per mancanza di sinergie, per

fallimenti culturali nell'integrazione post-merger e altri motivi legati a problemi e necessità di varia natura. Recentemente invece, diverse aziende del mercato hanno iniziato a guardare il disinvestimento in ottica strategica: tramite operazioni quali IPOs, Spin-Off ed Equity Carve-Out ad esempio, è infatti possibile valorizzare una divisione o un brand e creare valore aggiunto per gli azionisti. Lo dimostrano casi come l'ECO di Ferrari del 2015 da parte di FCA, che ha creato un significativo valore per entrambe le società, e l'IPO di Porsche del 2022 (ad oggi il titolo è cresciuto del 37%), necessaria per ottenere fondi da investire nell'elettrificazione della gamma prodotti.

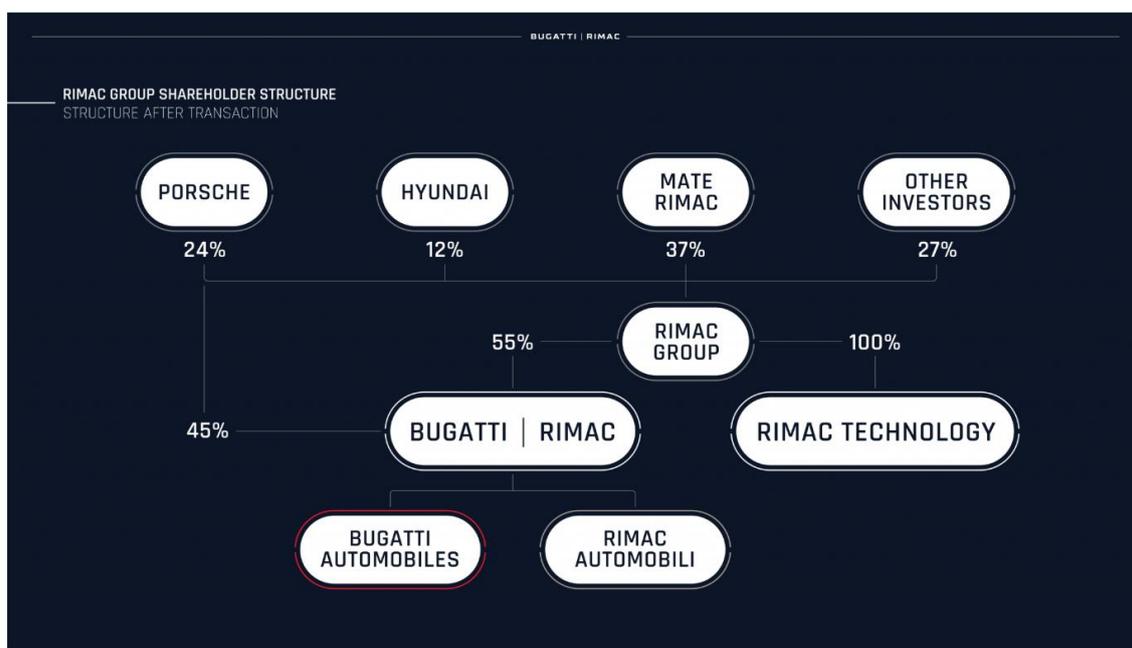
Tenendo in considerazione le perturbazioni che stanno attraversando l'industria è probabile che nei prossimi anni molti produttori e fornitori tradizionali nel mercato automobilistico dovranno sviluppare strategie di uscita per salvaguardare il proprio business. Inoltre, vi sarà un aumento di operazioni di disinvestimento attuate in ottica strategica per valorizzare specifici brand e divisioni, specialmente nei settori di nicchia come quello delle automobili supersportive.

Per quanto concerne le alleanze strategiche, non tutte le espansioni possono essere gestite tramite acquisizioni e fusioni, quindi la creazione di partnership e joint ventures si rileverà un importante strumento. Poiché i produttori e i fornitori cercano la vicinanza con specialisti in campi come la guida autonoma e le batterie per veicoli elettrici, queste partnership svolgeranno un ruolo importante in diversi settori e aree geografiche. Questo spiega anche perché molti produttori automobilistici consolidati collaborino già adesso con giganti della Silicon Valley e asiatici. Ad esempio, Stellantis e Samsung SDI hanno firmato un memorandum d'intesa per formare una joint venture per la produzione di celle e moduli delle batterie per il Nord America. Waymo, sussidiaria di Alphabet Inc. (Google) fondata nel 2009 e specializzata nello sviluppo di software per la guida autonoma, ha stretto recentemente accordi con Mercedes-Benz Group, Nissan-Renault-Mitsubishi, Stellantis, Jaguar-Land Rover e Geely per la realizzazione di veicoli a guida autonoma. Intel, Mobileye e BMW nel 2016 hanno stretto una partnership per sviluppare veicoli completamente autonomi, così come Mercedes-Benz e NVIDIA, un'azienda specializzata in intelligenza artificiale e computer grafica. È probabile, dunque, che gli OEM si impegnino sempre più in collaborazioni di questo genere per condividere l'onere delle spese di ricerca e sviluppo e ottenere accesso a componenti scarse (come i semiconduttori).

Le alleanze strategiche all'interno dell'industria sono comuni anche tra diverse case automobilistiche: oltre al noto caso di Renault, Nissan e Mitsubishi, esistono diverse altre partnership: Ford e Volkswagen, ad esempio, nel 2019 hanno formato un'alleanza per collaborare nello sviluppo di veicoli commerciali e veicoli elettrici. L'alleanza prevede anche la condivisione di tecnologie e piattaforme, consentendo alle due aziende di ottimizzare i costi di sviluppo e competere nel mercato globale. BMW e Toyota hanno stretto una partnership nel 2011 per lo sviluppo congiunto di tecnologie legate all'elettrificazione dei veicoli, compresi i sistemi a celle a combustibile a idrogeno. Questa alleanza ha permesso loro di condividere conoscenze e risorse per accelerare lo sviluppo di veicoli a basse emissioni. General Motors e Honda hanno

dato vita ad un'alleanza nel 2020 per condividere tecnologie e risorse nel campo delle vetture elettriche, della guida autonoma e della mobilità condivisa. Questa partnership consente loro di migliorare l'efficienza produttiva, condividere costi di sviluppo e competere in modo più efficace. Tra le joint ventures, oltre al caso già citato di Smart (Mercedes-Benz e Geely), vi è quello di Bugatti-Rimac: una recente operazione tra Bugatti Automobiles S.A.S. e Rimac Automobili.

Figura 12 – Assetti proprietari Bugatti-Rimac



Fonte: Rimac Automobili

L'accordo è stato annunciato nel luglio 2021 e prevede che Rimac detenga il 55% delle azioni della joint venture, mentre Porsche detiene il restante 45%. L'obiettivo della joint venture è quello di combinare l'esperienza di Bugatti nell'ambito delle auto di lusso e ad alte prestazioni con le competenze di Rimac nell'elettrificazione e nelle tecnologie avanzate. Rimac è un produttore di veicoli elettrici ad alte prestazioni con sede in Croazia e ha acquisito una reputazione per le sue innovative soluzioni tecnologiche nel settore dell'elettrificazione. Attraverso questa collaborazione, Bugatti potrà beneficiare delle competenze e delle risorse di Rimac, aprendo la strada per lo sviluppo di nuovi modelli e l'integrazione di tecnologie avanzate. La joint venture mira a preservare il marchio Bugatti e a garantire il suo futuro nel contesto della transizione verso la mobilità elettrica.

Quando un'azienda considera il proprio ruolo futuro nell'industria, è necessario che essa abbia ben chiara la visione strategica delle aree di redditività che probabilmente subiranno cambiamenti. Tra i maggiori sconvolgimenti attesi, vi è una possibile diminuzione delle vendite di veicoli e del fatturato post-vendita rispettivamente di circa -16% e -55%, secondo Deloitte. Al contrario, i servizi finanziari, la mobilità come

servizio e l'auto come piattaforma sono identificati come settori in crescita, ma partono da una base relativamente bassa e la loro crescita non compenserà le perdite. Per far fronte a queste sfide, gli OEM e i loro fornitori e distributori dovranno cambiare in modo radicale i loro modelli di business, e hanno principalmente quattro opzioni: costruire, acquisire, allearsi o disinvestire. Tutte queste opzioni richiedono una pianificazione e una realizzazione accurata, nonché un notevole investimento di capitale. Per le aziende automobilistiche che decidono di costruire (*build*) i propri prodotti, capacità o tecnologie, i costi possono essere enormi: sebbene il futuro dell'industria automobilistica possa basarsi su una transizione verso veicoli elettrici ed autonomi che offrono opportunità di proprietà condivisa, l'attuale industria è ancora dominata dalla domanda dei consumatori di veicoli a combustione interna. Di conseguenza, alcuni OEM hanno visto i loro costi di R&D più che raddoppiare negli ultimi anni. Non solo essi devono mantenere i prodotti esistenti a benzina e diesel, ma devono anche aumentare la produzione di autoveicoli ibridi ed elettrici e sviluppare prodotti totalmente nuovi che richiedono la riconversione delle fabbriche, la riqualificazione delle forze lavoro e la riorganizzazione delle catene di approvvigionamento. L'investimento di capitale necessario per gestire due strategie di produzione parallele può essere immenso. Il principale vantaggio nell'adottare una strategia di "costruzione" è il pieno possesso della proprietà intellettuale associata alla capacità o alla tecnologia che viene sviluppata. Ciò significa che l'azienda in questione può beneficiare pienamente ed autonomamente del vantaggio competitivo che ne deriva. Tuttavia, il tempo e la difficoltà sono questioni cruciali quando si costruisce una capacità interna. Il rischio di perdere l'opportunità aumenta se non si possono implementare rapidamente capacità pronte per il mercato e l'accesso alle competenze tecnologiche richieste è sempre più competitivo.

Per integrare lo sviluppo interno, le aziende si rivolgono sempre più alle operazioni di fusione e acquisizione (*buy*) per colmare le lacune e ottenere un accesso immediato alla tecnologia necessaria. Tuttavia, ciò presenta delle sfide uniche: più che mai, questi asset stanno diventando molto costosi da acquistare per diverse ragioni, soprattutto perché molto desiderabili e relativamente rari. Ad esempio, a causa della direzione che sta prendendo l'industria, gli asset legati alle batterie per auto elettriche o ai software di intelligenza artificiale per i sistemi di guida autonoma sono molto ricercati. Allo stesso tempo, malgrado vi sia un'abbondanza di startup che sviluppano capacità legate alle tecnologie descritte, vi è anche una scarsità di aziende che abbiano una scala appropriata: non molte sono arrivate al punto in cui potrebbero essere acquisite e utilizzate da un player consolidato del mercato.

Vi è inoltre una crescente attenzione alle partnership (*partner*) tra le imprese automobilistiche che cercano di condividere il carico dello sviluppo di prodotti e capacità. Questi accordi assumono comunemente la forma di joint venture e partnership strategiche. Tradizionalmente, si sono spesso osservate partnership automobilistiche formate attorno a tecnologie o capacità altamente commoditizzate, in cui ha poco senso adottare una costosa strategia di sviluppo interno o di acquisizione. Tuttavia, stiamo ora assistendo a un aumento delle partnership legate alle tecnologie di prossima generazione.

Sebbene la partnership con terze parti e concorrenti sia un modo per ridurre l'onere finanziario nel breve

termine, non dovrebbe essere l'unico punto di riferimento nella strategia di un'azienda: seguendo unicamente questa strada, essa finirà senza una base di proprietà intellettuale propria. D'altra parte, le aziende che possiedono tecnologie o capacità innovative e vengono approcciate da player consolidati per opportunità di partnership, dovrebbero valutare in che misura la proprietà intellettuale in questione costituisca parte del loro vantaggio competitivo principale e se desiderano mantenere su di essa un accesso esclusivo, oppure preferire i benefici che una partnership potrebbe offrire.

Le strategie di maggior successo terranno conto dei vantaggi di tutte e tre le opzioni descritte. Le aziende devono bilanciare le strategie di build, buy e partner per mantenere un vantaggio competitivo. Ogni opzione presenta vantaggi e svantaggi: se un'azienda costruisce tutto da zero, conserverà tutta la proprietà intellettuale. Tuttavia è un processo molto lungo ed è difficile che una singola impresa si possa permettere di costruire interamente da sola tutte le tecnologie e le capacità di cui ha bisogno, in quanto i costi raggiungerebbero livelli eccessivi, non sostenibili per la conservazione della profittabilità. La partnership rappresenta allora una soluzione più veloce e più economica rispetto alla crescita organica, in quanto le aziende condividono l'onere della ricerca e sviluppo. Tuttavia, se le aziende si alleassero su tutto, finirebbero senza una loro proprietà intellettuale e ridurrebbero il loro vantaggio competitivo. Anche le operazioni di crescita inorganica (M&A) sono un'opzione più veloce rispetto alla costruzione, ma sono molto costose. Inoltre, se un'azienda si rivolgesse sempre al mercato, rischierebbe di trovarsi con un insieme disparato di attività senza una vera "anima" comune e senza una competenza reputazionale distintiva. Queste dinamiche emergerebbero facilmente, qualora le opzioni citate venissero adottate in modo isolato. Tuttavia, attraverso una pianificazione attenta, un'azienda può ridurre i rischi associati alle singole strategie e massimizzare le opportunità a sua disposizione utilizzando una combinazione di acquisto, costruzione e partnership. Una volta che le aziende hanno definito la loro futura strategia aziendale e identificato le lacune nelle proprie risorse e competenze, devono pensare a come colmarle: sono necessarie scelte ponderate riguardanti quali capacità sviluppare internamente, quali acquisire e quali invece sviluppare attraverso una partnership. È importante riconoscere che in questo caso, il "come" è importante quanto il "cosa" nella determinazione della strategia. Nel futuro mercato automobilistico, le aziende dovranno prendere decisioni coraggiose riguardanti l'oggetto dei propri sforzi, ma altrettanto coraggiose decisioni andranno prese sugli ambiti in cui essa non opererà più (*divest*). Per raccogliere capitali da investire nell'acquisizione, nella costruzione o nelle partnership, e anche per focalizzarsi sul proprio core-business, i protagonisti del settore stanno sempre più spesso optando per scorpori e cessioni. Le aziende automobilistiche che non riescono a garantire i fabbisogni di capitale necessari per gestire diverse divisioni e brand, tendono a ridimensionarsi e cedere gli asset superflui, al fine di consolidare il proprio business, concentrarsi su aree più ristrette e generare ricavi da reinvestire.

Per molti player del settore, le pressioni di un'industria in evoluzione, unite ai crescenti costi, alla domanda in calo nel breve termine, all'incertezza politica e a complessi fattori socio-economici, minacciano già la capacità di gestire un'azienda redditizia. Le aziende che non si adatteranno rapidamente si troveranno di

fronte a numerose sfide. Alcune imprese, per esempio, dovranno considerare la chiusura o la vendita di asset non centrali del loro business: tali aziende devono agire in modo tempestivo e risoluto, poiché altrimenti rischiano di essere viste dal mercato come venditori in difficoltà, con conseguente deterioramento del valore delle loro attività.

Poiché l'industria automobilistica evolve, tutte le aziende devono creare una strategia chiaramente definita e costruita intorno al ruolo che esse desiderano ricoprire nel futuro mercato automobilistico e che descriva il percorso che intendono intraprendere per avere successo in tale ruolo. L'enorme perturbazione causata dalle tendenze descritte in questo capitolo e i potenziali rischi e opportunità associati al cambiamento dell'industria significano che mantenere lo status quo non è un'opzione percorribile: il mercato automobilistico globale sta vivendo una rivoluzione epocale e ogni azienda che ne fa parte dovrà adattarsi. Per massimizzare le possibilità di successo, le imprese dovranno essere intelligenti e veloci nel comprendere cosa e come fare per rimanere competitive e, una volta identificato l'obiettivo, sarà fondamentale valutare correttamente il mix di scelte ed operazioni strategiche finalizzate ad ottenerlo, ponderando crescita organica ed inorganica, disinvestimenti ed alleanze.

CAPITOLO 3.

IL CASO AUTOMOBILI LAMBORGHINI

Automobili Lamborghini SpA (di seguito anche chiamata “Automobili Lamborghini” o “Lamborghini”) è un’azienda italiana produttrice di autovetture supersportive di lusso controllata al 100% da Audi, a sua volta parte del Volkswagen Group. Sono anni che nel mercato automotive si parla di un possibile incremento del suo grado di autonomia dalla società tedesca, in particolar modo dopo il successo ottenuto dalla competitor Ferrari NV nel 2015 grazie all’Equity Carve-Out da FCA e considerando anche il costante aumento delle vendite e dei risultati economico-finanziari. Il Volkswagen Group, inoltre, non è nuovo ad operazioni di questo genere: il 29 Settembre 2022 Porsche (Dr. Ing. h.c. F. Porsche AG) è stata quotata presso la Borsa di Francoforte e ad oggi la scelta si è rivelata un successo⁵¹. Se le tendenze verso la guida autonoma e la mobilità condivisa non scalfiranno probabilmente un’impresa come Automobili Lamborghini, la digitalizzazione e soprattutto l’elettrificazione stanno avendo ed avranno un grande impatto sulle strategie future dell’azienda e implicheranno un notevole investimento di capitali. Un’operazione di disinvestimento potrebbe dunque rappresentare una strada per ottenere i capitali necessari alla transizione tecnologica e allo stesso modo cercare di aumentare il valore del brand. Esistono tuttavia, come descritto nel primo capitolo, diverse tipologie di operazioni che rientrano nella definizione di Corporate Divestiture e ognuna di esse comporta vantaggi e svantaggi che devono essere analizzati e ponderati. Nei prossimi paragrafi, dopo aver presentato l’azienda, verranno analizzate le strategie che possono essere percorse, facendo anche riferimento alle scelte compiute dai principali competitors, al fine di individuare la migliore opzione per il futuro di Automobili Lamborghini. Infine verrà compiuta una valutazione finanziaria destinata a quantificare la creazione di valore generata dal perseguimento della strategia ottimale indicata.

3.1 Company Overview

Automobili Lamborghini è un’azienda italiana produttrice di autovetture ad alte prestazioni fondata da Ferruccio Lamborghini a Sant’Agata Bolognese nel 1963. L’emblema del brand è un toro alla carica incorniciato da uno scudetto, per via del segno zodiacale del fondatore e della sua passione per la corrida, e la nomenclatura dei modelli di automobili si rifà, per lo più, al mondo della tauromachia. Il primo veicolo ad essere prodotto fu la Lamborghini 350 GTV, presentata nel 1963 al Salone dell’automobile di Torino come prototipo. Il progetto per la sua realizzazione risaliva all’anno precedente: secondo la leggenda, Ferruccio Lamborghini, già noto imprenditore e fondatore nel 1948 della Lamborghini Trattori, avrebbe avuto un diverbio con Enzo Ferrari in merito al malfunzionamento della frizione montata sulle automobili

⁵¹ Il titolo è cresciuto del +43% in 8 mesi (29/09/2022 – 29/05/2023).

del cavallino rampante, che portò alla decisione di Lamborghini di iniziare a produrre automobili sportive autonomamente.

Figura 13 – Logo societario di Automobili Lamborghini



Fonte: Automobili Lamborghini SpA

La svolta arrivò nel 1966, quando al Salone dell'automobile di Ginevra fu presentata la Lamborghini Miura P400: dotata di un motore V12 posteriore-centrale montato in posizione trasversale (prima volta in assoluto per un'automobile stradale) e disegnata dallo stilista Marcello Gandini, fu un successo senza precedenti, che fece invecchiare di colpo tutti i modelli della concorrenza allora presenti sul mercato. La Miura, che deve il nome all'allevatore di tori da combattimento Don Eduardo Miura Fernandez, ebbe il merito della coniazione del termine "supercar" e segnò l'ingresso del brand Automobili Lamborghini nell'Olimpo delle autovetture ad alte prestazioni. Nel 1968 vennero presentate poi la Islero e la Espada, Gran Turismo sportiva a quattro posti. Nel 1970 la Islero, complice le poche vendite, fu sostituita dalla Jarama e inoltre venne presentata la Urraco, prima Lamborghini a montare un nuovo motore, un V8.

Nel 1972, complici la crisi della Lamborghini Trattori, la sindacalizzazione della fabbrica e l'arrivo dei primi sentori della crisi petrolifera e dell'austerità, Ferruccio Lamborghini cedette la proprietà dell'azienda all'imprenditore svizzero Georges-Henri Rossetti e a René Leimer. Negli anni seguenti, nonostante l'introduzione sul mercato della Countach (sostituita della Miura) nel 1974, la Lamborghini entrò in profonda crisi e fu posta in amministrazione controllata dal tribunale di Bologna nel 1978 e in liquidazione nel 1980: fu poi accettata un'offerta di 3,85 miliardi di lire da parte dei fratelli francesi Patrick e Jean-Claude Mimran, giovani imprenditori nel settore dello zucchero. Grazie ai loro capitali l'azienda si risollevò, vennero messe in produzione la Jalpa (modello con motore V8 più accessibile della Countach) e la LM002 (fuoristrada ad uso civile); fu aggiornato il V12 tramite l'adozione delle quattro valvole per

cilindro e venne presentato il prototipo Countach Evoluzione: la prima auto al mondo a destinazione stradale dotata di scocca in fibra di carbonio⁵². Nel 1987 la Lamborghini fu acquistata dall'americana Chrysler: la cultura e le filosofie aziendali tra i due marchi erano profondamente differenti, ma i capitali americani portarono all'introduzione nel 1990 della Diablo, erede della Countach, la quale era rimasta in produzione per ben 17 anni. Nel 1988 uscì di produzione la Jalpa e nel 1992 la LM002, lasciando la Diablo unico modello nel listino. Nel 1993 venne presentata la versione VT (*Viscous Traction*), la prima supercar del brand ad impiegare la trazione integrale.

Nel 1994 Chrysler cedette l'azienda per \$40 milioni alla Megatech, divisione di Sedtco Ltd, società indonesiana amministrata da Hutomo "Tommy" Suharto, figlio del dittatore indonesiano. Automobili Lamborghini rimase in mani asiatiche fino al 1998, quando venne acquisita da Audi (gruppo Volkswagen) per circa \$110 milioni. L'azienda all'epoca impiegava 310 persone presso la fabbrica di Sant'Agata Bolognese e nel 1997 aveva prodotto appena 216 Diablo, generando \$48 milioni di ricavi. Audi dimostrò subito interesse nel marchio italiano, al quale garantì sin da subito i capitali necessari per attuare un piano industriale degno di nota: nel 2001 fu presentata la Murciélago (V12 sostituita della Diablo) al salone dell'auto di Francoforte e nel 2003 fu il turno della Gallardo: modello entry-level del brand italiano dotato di motore V10. Entrambe le automobili furono prodotte con la trazione integrale ed ottennero un incredibile successo. Nel 2005 venne nominato Presidente ed Amministratore Delegato Stephan Winkelmann, rimasto in carica fino al 2016 e poi nuovamente tornato ad assumere il ruolo nel 2020. Nel 2011 fu presentata a Ginevra la sostituita della Murciélago, chiamata Aventador, e nel 2014 l'erede della Gallardo, denominata Huracán. Nel 2011, inoltre, fu ristrutturato l'assetto societario: all'Automobili Lamborghini SpA, interamente controllata da Audi AG, appartengono anche le sussidiarie Ducati Motor Holding SpA, Italdesign Giugiaro SpA e Volkswagen Group Italia SpA. Nel 2018 fu presentato il terzo modello della gamma, la Lamborghini Urus, che la casa descrisse come il primo Super SUV al mondo: realizzato sulla piattaforma modulare del gruppo Volkswagen PL73 in condivisione con Volkswagen Touareg, Audi Q7 e Q8, Porsche Cayenne e Bentley Bentayga, è stato dotato di motore V8 biturbo di derivazione Audi. L'Urus è stato progettato e realizzato per incrementare le vendite del brand ed è riuscito perfettamente nel suo intento: in soli 5 anni di produzione è già il modello Lamborghini più venduto di sempre. Infine, il 29 Marzo 2023 è stata presentata l'erede dell'Aventador, chiamata Revuelto: la prima ibrida plug-in di serie del brand, la quale combina un V12 aspirato da 825 CV con tre motori elettrici che insieme sviluppano altri 190 CV, per un totale di 1015 CV.

⁵² Nel 1982 la Lamborghini iniziò ad interessarsi ai materiali compositi e la Countach Evoluzione fu costruita nel 1987. Nel reparto, denominato E.CO. (Esperienza Compositi), lavoravano solo quattro persone, tra le quali vi era Horacio Pagani, che nel 1991 avrebbe fondato a San Cesario sul Panaro la Pagani Automobili.

Tabella 1 – Modelli di serie prodotti e venduti nell'era Volkswagen

Anno	Gallardo (V10)	Huracán (V10)	Diablo (V12)	Murciélago (V12)	Aventador (V12)	Urus (V8)	TOT produzione	TOT vendite
2022	0	3.443	0	0	661	5.751	9.855	9.233
2021	0	2.435	0	0	628	5.240	8.303	8.405
2020	0	2.010	0	0	876	4.364	7.250	7.430
2019	0	2.426	0	0	1.005	5.233	8.664	8.205
2018	0	2.790	0	0	1.216	2.565	6.571	5.750
2017	0	2.649	0	0	1.286	121	4.056	3.815
2016	0	2.419	0	0	1.160	0	3.579	3.457
2015	0	2.628	0	0	1.079	0	3.707	3.245
2014	0	1.540	0	0	1.110	0	2.650	2.530
2013	933	76	0	0	1.113	0	2.122	2.121
2012	1.221	0	0	0	976	0	2.197	2.083
2011	1.264	0	0	0	447	0	1.711	1.602
2010	1.064	0	0	163	0	0	1.227	1.302
2009	922	0	0	331	0	0	1.253	1.515
2008	1.787	0	0	637	0	0	2.424	2.430
2007	1.951	0	0	629	0	0	2.580	2.406
2006	1.651	0	0	444	0	0	2.095	2.087
2005	972	0	0	464	0	0	1.436	1.600
2004	1.294	0	0	384	0	0	1.678	1.592
2003	933	0	0	424	0	0	1.357	1.251
2002	0	0	0	442	0	0	442	422
2001	0	0	215	65	0	0	280	297
2000	0	0	291	0	0	0	291	296
1999	0	0	252	0	0	0	252	264

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Volkswagen Group

In 24 anni di proprietà tedesca, Automobili Lamborghini è passata da vendere 264 unità all'anno a venderne 9.233 (+3.397%). Le vendite sono costantemente aumentate con l'esclusione degli anni 2009-2010, a causa

della crisi finanziaria mondiale, e del 2020, a causa della pandemia di Covid-19. Nel 2022 la Urus ha costituito il 58,1% delle vendite, la Huracán il 33,7% e l'Aventador l'8,2%. Rispetto al 2021, le vendite sono aumentate del 9,8% e nel prossimo anno, grazie anche al nuovo modello V12 Revuelto già sold-out fino al 2025, è previsto che le vendite superino per la prima volta nella storia del marchio le 10.000 unità annue.

Il mercato più importante per Lamborghini è quello statunitense, dove nel 2022 sono state vendute 2.721 unità. Seguono Cina (1.018 unità), Germania (808 unità), Regno Unito (650 unità) e Giappone (546 unità).

Tabella 2 – Positioning dei modelli Lamborghini attualmente in produzione

Modello	Motore	Segmento	Prezzo ⁵³	Principali Competitors
Huracán	V10 aspirato posteriore-centrale	Super-sports car	Da €237.500 ⁵⁴	Ferrari F8 Tributo McLaren 750S
Revuelto	V12 aspirato posteriore-centrale + 3 motori elettrici	Super-sports hybrid plug-in HPEV ⁵⁵	Da €510.000	Ferrari SF90 Stradale
Urus	V8 biturbo anteriore	Super Sport Utility Vehicle (SUV)	Da €235.000 ⁵⁶	Ferrari Purosangue Aston Martin DBX707

Fonte: Elaborazione dell'autore

La Lamborghini attualmente ha in produzione 3 modelli: l'ammiraglia V12 Revuelto, la più piccola Huracán e il SUV Urus. Nel 2024 verrà presentata l'erede della Huracán, la quale sarà un'ibrida plug-in e probabilmente abbandonerà il V10 aspirato in favore di un motore V8 biturbo più parco nei consumi. Nello stesso anno è attesa anche una versione ibrida della Urus, che completerà l'elettrificazione della gamma. Il 2028 è infine la data scelta per l'introduzione della prima auto Lamborghini completamente elettrica.⁵⁷

Automobili Lamborghini ha un posizionamento strategico nel settore delle autovetture supersportive di lusso ad alte prestazioni. L'azienda è rinomata per la sua ingegneria avanzata, il design audace e distintivo e le prestazioni eccezionali delle sue automobili. Lamborghini è un brand di lusso esclusivo, associato

⁵³ I prezzi riportati sono relativi al mercato italiano ed includono l'IVA.

⁵⁴ A Maggio 2023 sono disponibili le versioni: Huracán Sterrato; Huracán Tecnica; Huracán STO e Huracán EVO Spyder.

⁵⁵ Sigla coniata da Lamborghini che sta per *High Performance Electrified Vehicle*.

⁵⁶ A Maggio 2023 sono disponibili le versioni: Urus S e Urus Performante.

⁵⁷ Nel 2021 Automobili Lamborghini ha presentato la sua strategia "Cor Tauri", la quale si articola in tre fasi:

- Celebrazione del motore a combustione interna (2021-2022)

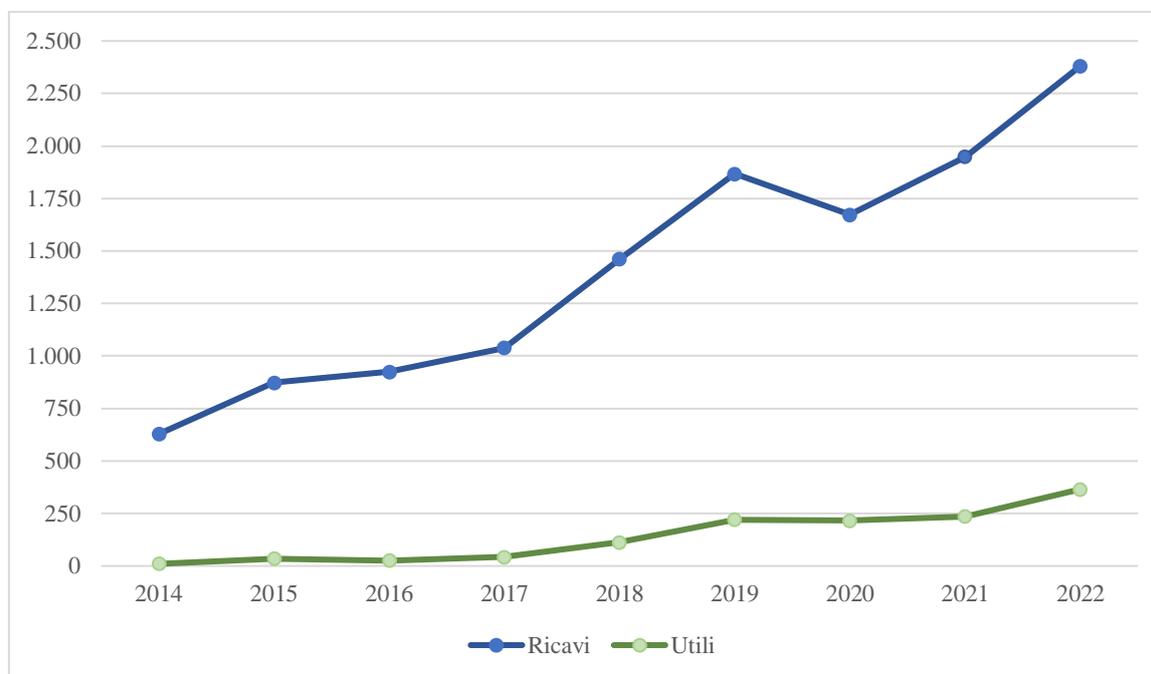
- Transizione ibrida (2023-2024)

- Prima Lamborghini Full Electric (entro il 2028)

Questo piano è possibile grazie al maggiore investimento di sempre per l'azienda, pari a €2,5 miliardi.

all'eccellenza tecnica e all'emozione di guida, che racchiude in vetture caratterizzate da linee affilate e motori potenti. Inoltre, l'azienda fa largo uso di materiali leggeri e innovativi come la fibra di carbonio e il Forged Composites®⁵⁸, che contribuiscono a migliorare le prestazioni e l'efficienza dei propri veicoli. Il marchio Lamborghini ha un forte appeal nei confronti di clienti che cercano l'esclusività, il prestigio e l'esperienza di guida adrenalinica e infatti il brand si concentra nella produzione di un numero limitato di vetture ogni anno, creando un senso di esclusività per i propri clienti. A tal proposito, è anche disponibile il programma di personalizzazione Ad Personam, che consente ad ogni cliente “di creare la propria Lamborghini su misura, valorizzandola e dando forma ad ogni desiderio. Le combinazioni sono infinite, dai colori ai materiali”⁵⁹.

Grafico 10 – Andamento dei ricavi e degli utili di Lamborghini tra il 2014 e il 2022
(dati in milioni di Euro)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Automobili Lamborghini SpA e AIDA

Nel 2022 Automobili Lamborghini ha generato ricavi per €2,38 miliardi, registrando una crescita del 22% rispetto all'anno precedente. Anche gli utili sono cresciuti, superando per la prima volta in assoluto i €300

⁵⁸ Si tratta di un tipo di materiale SMC (Sheet Molding Compound) composto da fibre di carbonio tritate immerse in un film di resina che viene successivamente pressato e indurito. Il carbonio forgiato consente di ottenere una maggiore varietà di forme con più precisione rispetto alla fibra di carbonio tradizionale. È stato originariamente sviluppato in collaborazione tra Lamborghini, Callaway Golf Company e il Lamborghini Lab e presentato al Salone dell'Auto di Parigi del 2010. Il Forged Composites® ha un terzo della densità del titanio a fronte di una resistenza superiore.

⁵⁹ www.lamborghini.com

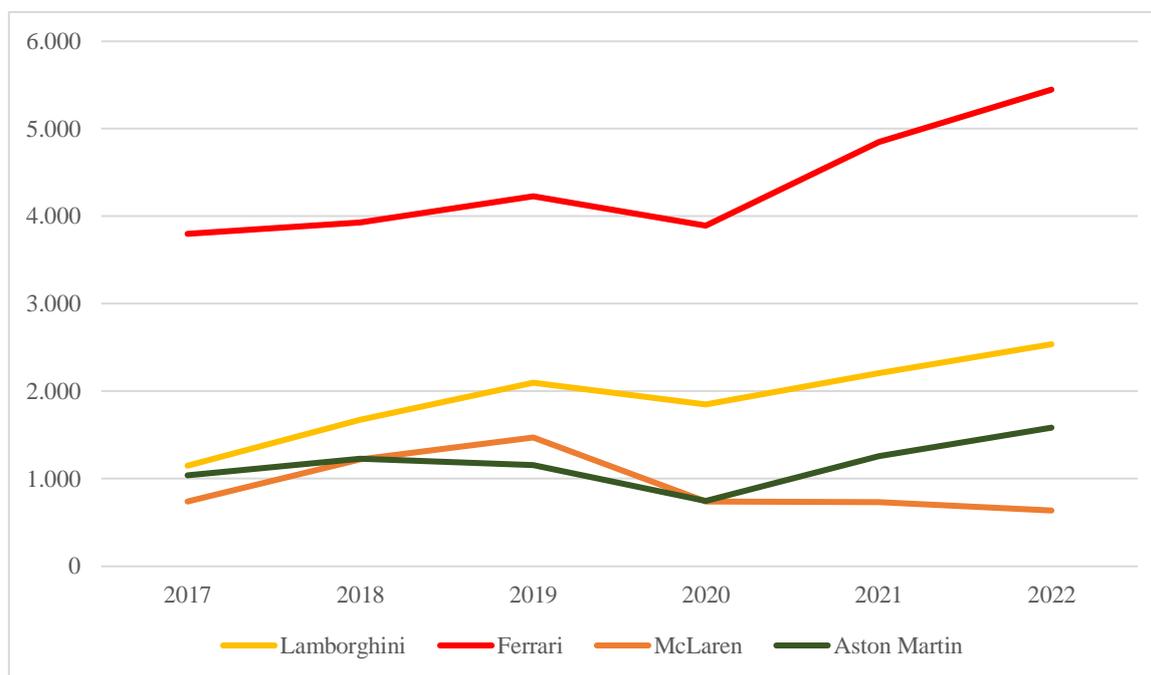
milioni. Il ROS⁶⁰ si è attestato inoltre ad un valore record di 25,9%, superiore per la prima volta anche a quello di Ferrari (24,1%), grazie ad un risultato operativo di €614 milioni (+56,4% rispetto al 2021).

Per quanto concerne i competitors, nei segmenti più estremi dell'automotive industry è molto complesso trovare due aziende che siano perfettamente paragonabili: Ferrari, ad esempio, nonostante sia il marchio più simile a Lamborghini, si differenzia da quest'ultima proponendo una gamma veicoli più ampia e un'attenzione maggiore all'eleganza, riscontrabile nei suoi modelli Gran Turismo a 8 e 12 cilindri.

McLaren invece non produce né SUV né i grandi motori aspirati che contraddistinguono le due case italiane. Aston Martin, sebbene produca modelli speciali altamente prestanti, ha un focus più rivolto verso il lusso e l'eleganza. Porsche ha in listino versioni molto prestanti e lussuose dei suoi modelli, ma il posizionamento del brand è di fascia inferiore rispetto a Lamborghini: il prezzo di una Urus, il modello più economico attualmente disponibile, è di almeno €235.000 (optional esclusi), mentre per una 718 Cayman, il modello più accessibile della casa tedesca, il prezzo si attesta a €67.400. Anche i volumi sono completamente diversi: nel 2022 Automobili Lamborghini ha venduto nel mondo poco più di 9.000 unità, mentre Porsche ne ha vendute circa 314.000.

Grafico 11 – Ricavi annuali nel segmento sport-luxury a confronto

(dati in milioni di Dollari USA)



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Orbis

⁶⁰ Il Return on Sales (ROS) è una metrica finanziaria che indica la redditività di un'azienda in relazione alle sue vendite. Esso rappresenta la percentuale di reddito operativo generato da ogni unità venduta ed è calcolato dividendo il risultato operativo (EBIT) per i ricavi.

Come si può osservare nel grafico precedente, mentre nel 2017 i risultati di Lamborghini, Aston Martin e McLaren erano molto simili, l'azienda di Sant'Agata Bolognese è riuscita a gestire molto meglio la crisi conseguita alla pandemia e a crescere a un ritmo superiore rispetto alle concorrenti. Il fatturato di Ferrari invece è ancora molto distante.

Tabella 3 – Confronto nelle vendite tra Lamborghini e Ferrari

	Lamborghini	Ferrari	Rapporto
2013	2.121	6.922	3,26
2014	2.530	7.255	2,87
2015	3.245	7.664	2,36
2016	3.457	8.014	2,3
2017	3.815	8.398	2,2
2018	5.750	9.251	1,6
2019	8.205	10.131	1,23
2020	7.430	9.119	1,22
2021	8.405	11.155	1,33
2022	9.233	13.221	1,43

Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Automobili Lamborghini SpA e Ferrari NV

Guardando nello specifico il numero di unità vendute dalle due case automobilistiche italiane, si può tuttavia notare che mentre dieci anni fa ad ogni Lamborghini venduta si contrapponevano 3,26 Ferrari, oggi questo rapporto si è notevolmente ridotto fino a 1,43. La crescita nelle vendite di Lamborghini dal 2013 al 2022 è stata infatti pari al 335%, quella della casa di Maranello invece è stata del 91%.

3.2 Strategie future: esplorazione delle opzioni

Dall'analisi descritta precedentemente emerge il quadro di un'azienda in salute, in crescita costante e con un piano strategico già delineato per il futuro. Nella travagliata storia di Automobili Lamborghini, la proprietà tedesca ha saputo garantire al marchio italiano uno splendore e un equilibrio finanziario che non si erano mai visti prima dalle parti di Sant'Agata Bolognese: è stata ampliata la gamma dei veicoli, sono stati portati avanti gli studi in ambito tecnico e meccanico, è stata curata l'immagine del brand mediante sapienti operazioni di marketing. Tuttavia, le trasformazioni in atto nell'intera industria automobilistica e nel sistema della mobilità in generale obbligano anche le aziende più virtuose a porsi importanti domande: esistono lacune che possono essere colmate? Si presenteranno nuove possibilità e nuovi segmenti di

mercato in cui sarà decisiva la presenza del brand? Sono disponibili risorse sufficienti ad affrontare il periodo di transizione? Quali sono le ambizioni dell'azienda per il medio-lungo periodo? Qual è la strada più efficiente per raggiungere gli obiettivi prefissati?

Queste sono solo alcune delle complesse questioni che il management di un'azienda come Lamborghini deve porsi dinanzi ai prossimi anni. Molte di esse, probabilmente, sono state affrontate anche negli anni passati, ma la pandemia di Covid-19 ha velocizzato ed amplificato la portata dei processi di trasformazione, rendendole adesso prioritarie.

Tali riflessioni implicano principalmente due aspetti: (i) autonomia decisionale, per scegliere la strategia migliore considerando esclusivamente i propri interessi, e (ii) capitali sufficienti per garantirle il supporto finanziario necessario all'applicazione pratica. Automobili Lamborghini SpA è attualmente una società privata controllata al 100% da Audi AG, la quale a sua volta è interamente controllata dal Volkswagen Group. Il gruppo tedesco ha dimostrato una solida situazione finanziaria e, ad eccezione dello scandalo noto come Dieseldate, ha raggiunto risultati eccezionali negli ultimi anni, posizionandosi in cima all'industria in termini di vendite e ricavi. Inoltre l'appartenenza ad un gruppo così importante favorisce sinergie ed economie di scala che comportano vantaggi significativi: basti pensare a quanto sarebbe stato più complesso progettare e sviluppare la Urus partendo da un foglio bianco qualora Lamborghini non avesse avuto accesso alla piattaforma modulare PL73, al motore V8 biturbo e a molti altri componenti e al know-how delle altre società del gruppo Volkswagen.

Ancora una volta, tuttavia, è necessario sottolineare quanto imponente sia la trasformazione che attende l'intera industria automobilistica: l'attuale condizione finanziaria positiva del gruppo (che è primo al mondo in termini di ricavi ma presenta comunque una profittabilità inferiore rispetto a Toyota e altri gruppi) non può certo rappresentare una garanzia anche per il futuro e inoltre Automobili Lamborghini potrebbe trovarsi ad aver bisogno di una maggiore autonomia e di un sostegno economico che il gruppo tedesco, può darsi, non sarà in grado di offrire. Un parziale disinvestimento dell'azienda italiana da parte di Volkswagen, specialmente nell'ambito di un'operazione che comporti l'apertura al mercato dei capitali, potrebbe poi favorire un ulteriore rafforzamento e una crescita di valore di Lamborghini come brand di lusso.

Prima dell'annuncio dell'Equity Carve-Out di Ferrari nel 2015, il gruppo FCA valeva €7,07 miliardi. Dopo lo scorporo, la capitalizzazione di FCA sommata a quella di Ferrari era pari a €19,53 miliardi. Oggi la valutazione di mercato di Ferrari è superiore a €50 miliardi ed è più alta rispetto a quella dell'intero gruppo Stellantis. Ci sono stati certamente anche casi di insuccesso, come quello dell'IPO di Aston Martin del 2018, in seguito alla quale la casa inglese ha visto diminuire il proprio valore del 65% circa.

Come descritto nel primo capitolo le operazioni di riorganizzazione aziendale sono complesse e prevederne il risultato anticipatamente è quasi impossibile: la loro riuscita può dipendere da innumerevoli variabili e l'unica possibilità per le aziende è quella di pianificarle e gestirle nel modo più preciso, al fine di massimizzarne i benefici attesi e ridurre i rischi. L'analisi dell'industria svolta nel secondo capitolo ha tuttavia chiarito che l'inerzia non è un'opzione percorribile per le case automobilistiche e sebbene si goda

nel presente di un vantaggio competitivo rispetto alle concorrenti e di ottimi risultati finanziari, non è detto che nel futuro, per via della radicale trasformazione del mercato, si possa godere delle medesime condizioni. Nokia, ad esempio, una volta era leader di mercato nel settore della telefonia mobile: nel 2007 l'azienda finlandese poteva vantare una market share del 37,8% e ricavi superiori a \$51 miliardi. Tuttavia, a causa di scelte strategiche sbagliate e di una lenta adozione delle nuove tecnologie, Nokia ha iniziato a perdere terreno rispetto alla crescente concorrenza. Nel 2013, la sua market share era scesa al 10% e i ricavi erano diminuiti a circa \$12,7 miliardi. L'azienda ha affrontato difficoltà nel competere con l'emergere di nuovi attori nel settore, come Apple e Samsung, che hanno introdotto smartphone innovativi capaci di offrire un'esperienza utente superiore. Inoltre, Nokia ha subito ritardi nello sviluppo di piattaforme software e ha sottovalutato la rilevanza del mercato degli smartphone touchscreen. Questo caso evidenzia l'importanza delle scelte strategiche e dell'innovazione continua nel mantenere la competitività nel proprio settore: anche i leader di mercato possono trovarsi in una situazione di difficoltà se non riescono ad adattarsi ai cambiamenti e alle esigenze dei consumatori.

Il gruppo Volkswagen, in ogni caso, non è nuovo ad operazioni di riorganizzazione aziendale e neanche al ricorso a disinvestimenti parziali di tipo strategico: il 29 Settembre del 2022, com'è stato già descritto nel corso dell'elaborato, è avvenuta l'IPO di Porsche AG, che ha raccolto €19,5 miliardi risultando la più grande in Germania da quella di Deutsche Telekom nel 1996.

L'IPO di Porsche è stata un successo ed è un segno dell'importanza della crescita dell'azienda nell'industria automobilistica globale, poiché le permetterà di espandersi nel business dei veicoli elettrici e investire nelle nuove tecnologie.

Di seguito saranno descritte ed analizzate le diverse opzioni di disinvestimento strategico che Audi potrebbe scegliere per massimizzare il valore del brand Automobili Lamborghini. Verranno considerate in particolare quattro opzioni:

1. Sell-Off
2. Spin-Off
3. Equity Carve-Out
4. IPO

La prima ipotesi consiste nella cessione di Automobili Lamborghini.

Quest'ultima, come già detto, fu acquisita dall'attuale proprietà tedesca nel 1998, a fronte di un pagamento di circa \$110 milioni. Nel 2021 fu recapitata ad Audi AG un'offerta da €7,5 miliardi per prendere il controllo dell'azienda italiana da parte di un consorzio formato dalla società svizzera Quantum Group e dalla società d'investimento londinese Centricum Asset Management e la casa dei quattro anelli rifiutò, rispondendo che Lamborghini non fosse in vendita. Il multiplo implicito nella valutazione da €7,5 miliardi era di un Enterprise Value pari a 4,5 volte le vendite. Nello stesso periodo, Ferrari trattava con un EV/sales pari a 7,9. Secondo gli analisti di Bestinver Securities, tale differenza era dovuta al diverso posizionamento

dei brand (high luxury di Ferrari contro luxury di Lamborghini) e al vantaggio della casa di Maranello nel processo di elettrificazione: il primo modello ibrido di serie Ferrari, la SF90, è stato presentato nel 2020 (rispetto al 2023 della Revuelto) e la prima Ferrari elettrica sarà presentata nel 2025, rispetto al 2028 dichiarato da Lamborghini. Il consorzio anglo-svizzero infatti avrebbe voluto aumentare i volumi produttivi ed anticipare il lancio della prima vettura elettrica al 2025.

Audi, tuttavia, crede ancora molto nel brand Lamborghini: sebbene possa attualmente venderlo ricavando una somma estremamente più alta rispetto a quella pagata nel 1998 e nonostante l'incertezza sul futuro del mercato, l'intenzione della casa tedesca è per ora quella di mantenerne il controllo. Stando ai risultati finanziari degli ultimi due anni, Audi ha preso una decisione opportuna nel respingere l'offerta: ad Ottobre 2022 Banca Akros ha stimato il valore di Automobili Lamborghini in circa €9 miliardi.

Malgrado ciò, il futuro dell'industria rimane incerto e quello dei produttori di auto sportive non è da meno, anzi: non è detto che le vetture elettriche ad alte prestazioni avranno lo stesso appeal di quelle a motore endotermico. D'altronde marchi come Ferrari e Lamborghini sono famosi in tutto il mondo per i loro motori e in un prossimo futuro a zero emissioni essi perderebbero parte del loro vantaggio competitivo: molti brand emergenti sono decisamente più avanti nella progettazione e nello sviluppo di autoveicoli elettrici ad alte prestazioni e si potranno affacciare sul mercato con prodotti potenzialmente più prestanti con un prezzo nettamente inferiore. Inoltre Audi potrebbe vendere oggi Lamborghini nel momento del suo massimo splendore, ricavando una incredibile plusvalenza ed azzerando i notevoli costi che dovrebbe altresì destinare in ricerca e sviluppo per la transizione "green" del marchio italiano. Infine, la casa di Ingolstadt potrebbe utilizzare i capitali ottenuti dalla cessione di Lamborghini per concentrarsi sul proprio core business, migliorando l'efficienza operativa, sviluppando veicoli e soluzioni innovative e valorizzando il marchio Audi, in modo tale da provare a raggiungere finalmente il prestigio e i risultati delle eterne rivali BMW e Mercedes-Benz, le quali ad oggi generano ricavi più che doppi e possono vantare una profittabilità nettamente superiore.

D'altra parte, la cessione di Automobili Lamborghini rappresenterebbe di certo la perdita di un marchio di prestigio per Audi, con potenziale impatto negativo sull'immagine dell'intero gruppo Volkswagen. Oggi il brand è inoltre molto profittevole e una sua vendita comporterebbe la perdita di entrate e, soprattutto, delle future opportunità di crescita. Infatti, sebbene l'incertezza del mercato rappresenti di certo un rischio come descritto nelle righe precedenti, è plausibile che nel futuro si presenteranno anche nuove opportunità e un brand forte come Lamborghini, se gestito correttamente, avrebbe tutte le chances per coglierle e sfruttarle a proprio vantaggio, incrementando ancor di più il proprio valore. Infine, un'ulteriore conseguenza dannosa sarebbe rappresentata dalla perdita di sinergie che si avrebbe nel caso di cessione: questo fattore impatterebbe difatti negativamente su entrambe le parti, che smetterebbero di poter beneficiare della reciproca collaborazione. Un Sell-Off potrebbe comportare poi anche diversi rischi per la stessa Automobili Lamborghini, che perderebbe il supporto di un gigante dell'industria come Volkswagen da un punto di vista

finanziario, di marketing, di expertise ingegneristica e manifatturiera e da quello del network globale di vendita e distribuzione.

La seconda ipotesi consiste nello Spin-Off di Automobili Lamborghini da Audi.

Un'operazione di questo genere, a differenza del Sell-Off, non porterebbe alcun flusso di capitali nelle casse di Audi. Le azioni dell'azienda italiana verrebbero distribuite interamente o parzialmente, a seconda della tipologia di scorporo, agli azionisti della casa di Ingolstadt: Volkswagen. Lamborghini, sostanzialmente, diventerebbe una società controllata direttamente dal gruppo di Wolfsburg, al pari di Porsche o della stessa Audi.

Tra i vantaggi che potrebbero derivare da una simile scelta vi sono l'incremento di focalizzazione strategica di Audi sul proprio-core business e, dal lato di Automobili Lamborghini, una valorizzazione del brand dovuta ad una maggiore autonomia all'interno del gruppo Volkswagen. Tuttavia, l'operazione non garantirebbe all'azienda italiana un'indipendenza dal conglomerato tedesco, che invece si avrebbe nel caso di ulteriore spin-off dallo stesso con conseguente distribuzione delle azioni ai suoi shareholders, tra i quali figurano Porsche Automobil holding SE, lo Stato federato della Bassa Sassonia e Qatar Holding LLC.

Lo Spin-Off avrebbe dunque per lo più effetti su Audi, che perderebbe un brand di prestigio con potenziale conseguente danno di immagine. Inoltre, entrambe le società rimarrebbero parte del gruppo tedesco come sussidiarie separate, il che ridurrebbe la loro collaborazione sinergica.

La terza opzione è quella di un Equity Carve-Out (ECO).

La realizzazione di tale operazione comporterebbe la distribuzione di una parte delle azioni di Automobili Lamborghini in favore di Volkswagen, in quanto unico azionista di Audi, e l'offerta al mercato della parte restante di partecipazioni tramite un'offerta pubblica iniziale ("IPO"). In questo caso, dunque, Audi beneficerebbe grazie all'operazione di un flusso positivo di cassa costituito dal ricavato dalla vendita di azioni Lamborghini sul mercato dei capitali. Rispetto all'opzione analizzata precedentemente (Spin-Off), Audi avrebbe quindi gli stessi possibili rischi e benefici, con l'aggiunta di un ritorno economico. Dal punto di vista di Lamborghini invece la situazione sarebbe notevolmente diversa: l'ECO porterebbe tramite l'IPO l'azienda sul mercato dei capitali per la prima volta nella sua storia, dando la possibilità a qualunque investitore di possederne una parte. Automobili Lamborghini, in qualità di iconico brand di lusso e sportività, potrebbe diventare un investimento attrattivo, incrementando la propria visibilità in campo internazionale e la propria brand awareness⁶¹. Inoltre, sul mercato dei capitali Lamborghini avrebbe accesso a nuove risorse finanziarie, che le permetterebbero di investire in ricerca e sviluppo e finanziare la transizione verso la mobilità elettrica. D'altra parte, l'ingresso nel mercato azionario comporterebbe un aumento della volatilità: una volta quotata, Lamborghini sarebbe soggetta alle fluttuazioni dei prezzi delle azioni, con possibile influenza negativa sulla sua stabilità finanziaria e sulla valutazione del marchio.

⁶¹ La brand awareness è la misura della notorietà e del riconoscimento di un marchio da parte del pubblico. Rappresenta la capacità di un brand di essere immediatamente identificato e associato ai suoi prodotti o servizi nella mente dei consumatori.

La scelta di optare per un Equity Carve-Out fu intrapresa ad esempio da Fiat Chrysler Automobiles (FCA), quando il 29 ottobre 2014 annunciò la separazione di Ferrari dal resto del gruppo. Immediatamente avvenne uno shock nel mercato e il prezzo delle azioni di FCA salì di circa il 24% in pochi minuti, passando da €4,787 a €5,926 euro. Alla fine della giornata, le azioni di FCA chiusero a €5,647, con un aumento del 17,97% rispetto alla chiusura precedente. Nell'anno successivo all'annuncio, in seguito ad una serie di transazioni effettuate prima dell'IPO, Ferrari NV fu stabilita come nuova società madre del gruppo Ferrari, con FCA che deteneva il 90% delle azioni ordinarie e dei diritti di voto di New Business Netherlands NV, ribattezzata Ferrari NV poco prima del completamento dell'offerta. Piero Ferrari (figlio del fondatore Enzo Ferrari) deteneva il restante 10% delle azioni ordinarie e dei diritti di voto di Ferrari NV, mentre Ferrari NV deteneva tutto il capitale azionario emesso e in circolazione di Ferrari SpA. L'azionista principale di FCA con il 30% del capitale sociale era Exor, holding finanziaria controllata dalla famiglia Agnelli. Il 21 ottobre 2015 FCA vendette il 10% del capitale azionario di Ferrari NV tramite un'offerta pubblica iniziale e la quotazione simultanea delle azioni ordinarie di Ferrari NV presso Borsa di New York con il simbolo "RACE". L'IPO raccolse \$893 milioni. La dimensione dell'offerta di base era di 17.175.000 azioni ordinarie di Ferrari, pari a circa il 9% del capitale azionario, alle quali si aggiunsero ulteriori 1.717.150 azioni, corrispondenti all'1% del capitale azionario, in seguito all'esercizio dell'opzione Greenshoe⁶² da parte degli underwriters⁶³. Il prezzo di offerta fu fissato a \$52 per azione, il massimo del range di prezzo prefissato di \$48-\$52. Il prezzo delle azioni chiuse il primo giorno di negoziazione con un aumento del 6% rispetto al prezzo dell'offerta, il quale implicava un Equity Value di \$9,8 miliardi e un Enterprise Value di \$10,8 miliardi, una valutazione in linea con un comparable di lusso assoluto come Hermès in base al rapporto P/E. Anche il multiplo EV/EBITDA era in linea con Hermès, superiore alla media di altri importanti player del lusso come LVMH, Tiffany, Richemont, Brunello Cucinelli, Burberry e Salvatore Ferragamo. Come mostrato dai multipli di negoziazione delle società comparables, Ferrari fu riconosciuta come uno dei marchi di lusso più forti e iconici. Il feedback degli investitori fu in gran parte positivo, evidenziando come punti di forza il riconoscimento mondiale del marchio, la posizione high luxury e la sua esclusività attrattiva. Il successo dell'IPO fu dovuto alla possibilità di consentire a Ferrari di perseguire le proprie strategie aziendali con una maggiore indipendenza operativa e finanziaria, preservando al contempo il carattere unico del suo business. Infatti, gli investitori riconobbero che in qualità di società indipendente con un marchio iconico, Ferrari sarebbe stata meglio posizionata per promuovere e ampliare il valore del suo marchio, mantenere il suo patrimonio, attrarre e ricompensare talenti tecnici e manageriali. Inoltre, la

⁶² L'opzione Greenshoe, chiamata anche "Over-allotment allocation" è una disposizione che consente agli underwriters di un'offerta pubblica iniziale di acquistare ulteriori azioni emesse dall'emittente (di solito il 15% del totale delle azioni offerte) entro 30 giorni dall'emissione e al prezzo di offerta.

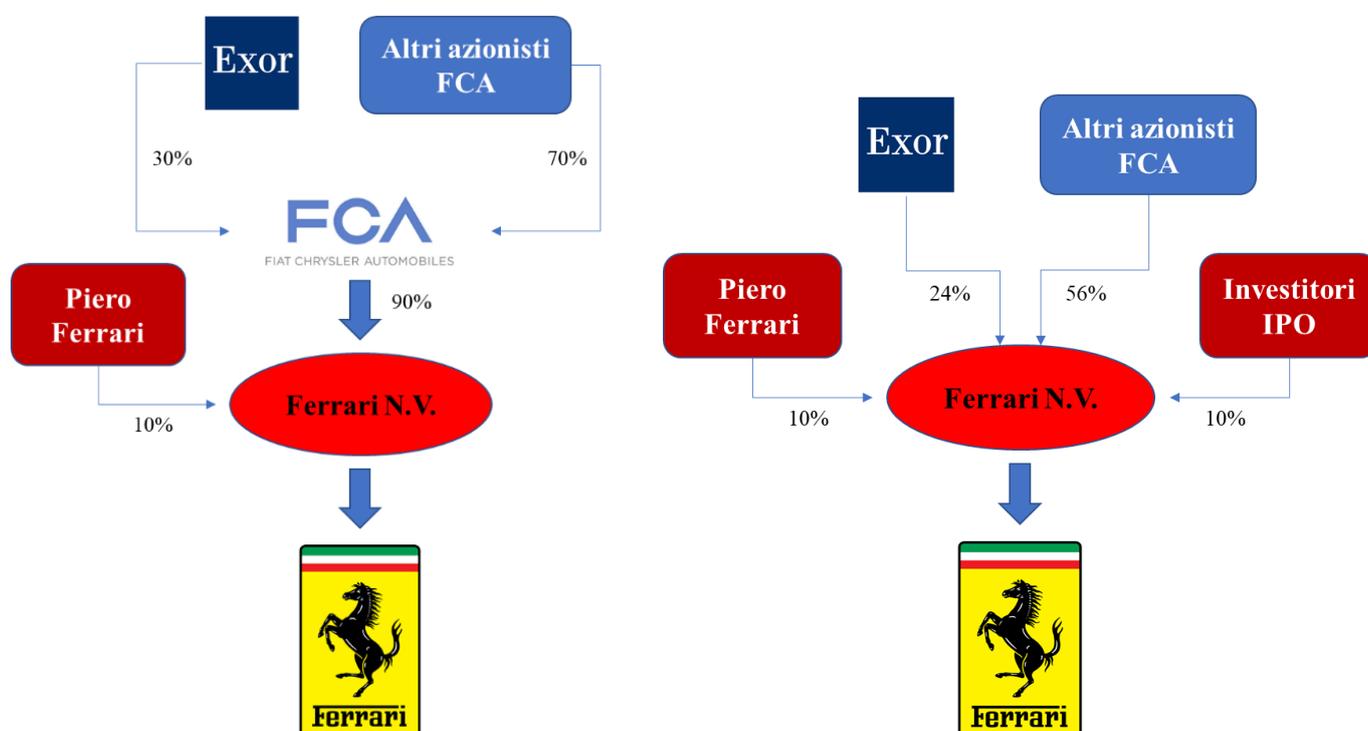
⁶³ Gli underwriters, o sottoscrittori, sono istituti finanziari, solitamente banche d'investimento, che agiscono come intermediari tra l'emittente e gli investitori nel processo di offerta pubblica iniziale. Essi testano la potenziale domanda delle azioni nel corso del roadshow e successivamente determinano il prezzo di offerta, acquistano le azioni dall'emittente e le allocano sul mercato, garantendo così l'assorbimento e facilitando la negoziazione sul mercato primario.

Fra gli underwriters dell'IPO Ferrari vi furono UBS Securities LLC, Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated, Allen & Company LLC, Banco Santander, S.A., BNP Paribas Securities Corp., J.P. Morgan Securities LLC e Mediobanca.

direzione di Ferrari fu un'altra garanzia per gli investitori: il team beneficiava della leadership del CEO Amedeo Felisa (dal 2022 CEO di Aston Martin) e del presidente Sergio Marchionne, che guidò il rilancio operativo e finanziario di Fiat e Chrysler e l'espansione globale di FCA, portandola a divenire il settimo produttore automobilistico al mondo. Infine, la scelta di quotarsi sulla Borsa di New York fu un altro fattore chiave nell'aumento dell'attrattività del marchio Ferrari, soprattutto negli Stati Uniti, storicamente uno dei suoi mercati più grandi e importanti. Dopo l'IPO, FCA utilizzò la società veicolo temporanea "FE New NV" per trasferire l'interesse in Ferrari ai detentori delle azioni e delle obbligazioni a conversione obbligatoria ("MCS") di FCA su base pro-quota: ogni azionista di FCA ebbe diritto a ricevere 1 azione ordinaria Ferrari (FE New NV) ogni 10 azioni ordinarie di FCA e 1 azione a voto speciale Ferrari ogni 10 azioni a voto speciale di FCA detenute alla data di registrazione della scissione (record date, che fu fissata il 5 Gennaio 2016). Poco dopo il completamento della scissione, Ferrari NV (denominata per semplicità "Predecessor Ferrari") venne fusa con FE New N.V, successivamente ridenominata Ferrari NV. Le azioni ordinarie di Ferrari continuarono ad essere negoziate sul NYSE con il simbolo "RACE" e iniziarono ad essere negoziate anche sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana (MTA) il 4 gennaio 2016, sempre con il medesimo simbolo. Come conseguenza dell'operazione, FCA non mantenne più alcuna partecipazione azionaria in Ferrari NV.

Le immagini di seguito riassumono l'assetto proprietario di Ferrari prima e dopo l'operazione di Equity Carve-Out:

Figura 14 – Assetto proprietario di Ferrari pre e post Equity Carve-Out

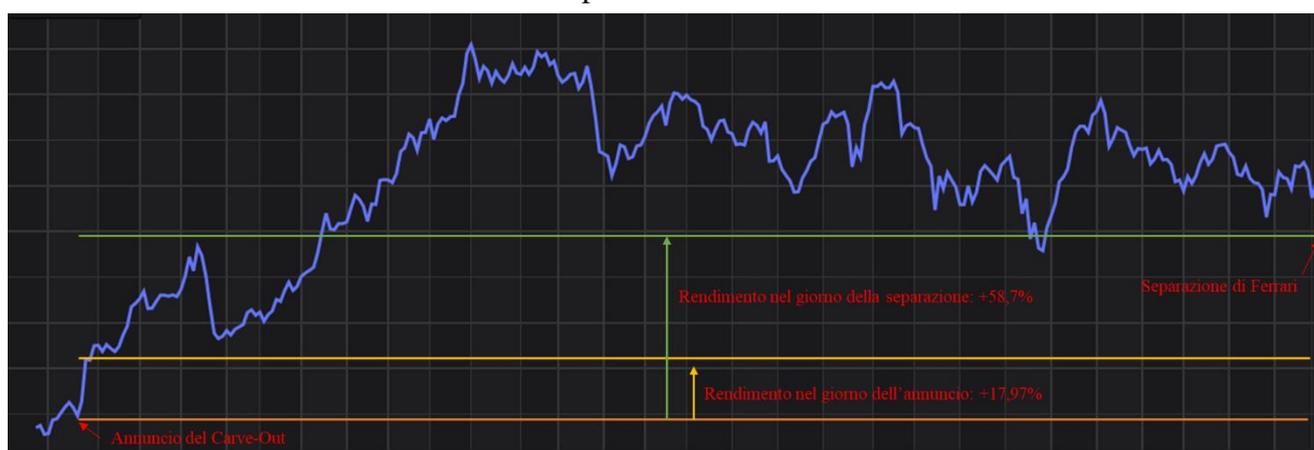


Fonte: Elaborazione dell'autore

Attualmente⁶⁴, i maggiori azionisti sono Exor NV con il 24,44% del capitale sociale, Trust Piero Ferrari⁶⁵ con il 10,39% e BlackRock, Inc. con il 5,69%. Tuttavia, Exor NV e Trust Piero Ferrari detengono la maggioranza delle azioni a voto speciale in circolazione, possedendo rispettivamente il 36,25% e il 15,42% dei diritti di voto.

Per capire quanto valore abbia creato per gli azionisti l'operazione di ECO descritta, si può immaginare un investitore che abbia comprato 1.000 azioni FCA all'apertura del mercato del 29 Ottobre 2014 (il giorno dell'annuncio della separazione di Ferrari), ad un prezzo di apertura di €4,787 ad azione. Il valore della sua partecipazione ammontava dunque a €4.787. Alla fine della giornata, dopo l'annuncio, il valore era salito a €5.647 (+17,97%). Si ipotizzi ora che l'investitore non abbia venduto le proprie azioni, realizzando un immediato margine di €860. Alla data del carve-out, al contrario di una possibile aspettativa di calo del prezzo delle azioni di FCA quale "compensazione" dal valore delle azioni Ferrari assegnate proporzionalmente, il loro valore era di €7,597, il che significa un incredibile guadagno del + 58,7% per l'investitore, senza considerare le azioni Ferrari attualmente detenute.

Figura 15 – Performance delle azioni FCA dal giorno dell'annuncio del Carve-Out alla separazione di Ferrari



Fonte: Elaborazione dell'autore su dati Refinitiv

Aggiungendo quindi alle 1.000 azioni FCA detenute dall'investitore le 100 azioni Ferrari (1 azione Ferrari per ogni 10 azioni FCA detenute) al prezzo di €43 dell'IPO, il valore totale finale del suo portafoglio era al 7 Gennaio 2016 di €11.897 (€7.597 FCA + €4.300 Ferrari). Considerando che il valore iniziale del portafoglio era di €4.787, qualora l'investitore avesse venduto le proprie azioni FCA e Ferrari, avrebbe realizzato un rendimento sull'investimento iniziale del + 148,5%. Ipotizzando invece che l'investitore abbia deciso di mantenere la propria partecipazione, poiché in seguito alla fusione FCA – PSA è stata ricevuta 1

⁶⁴ Stando agli ultimi dati ufficiali resi pubblici da Ferrari NV il 13 Febbraio 2023.

⁶⁵ Nel Dicembre 2022 Piero Ferrari ha costituito un trust in cui ha trasferito la nuda proprietà delle sue azioni mantenendo per sé l'usufrutto, inclusi i relativi diritti di voto.

azione Stellantis NV ogni azione FCA NV detenuta, oggi⁶⁶ il portafoglio dell'investitore avrebbe un valore di €43.020 (€15.430 grazie alle 1.000 azioni Stellantis e €27.590 grazie alle 100 azioni Ferrari), con un incredibile rendimento del + 798,7% senza contare l'imposizione fiscale sui capital gain e l'effetto dell'inflazione.

Il successo dell'Equity Carve-Out di Ferrari può essere attribuito a notevoli fattori, alcuni propri dell'operazione e altri derivanti dai valori intrinseci del brand italiano. Tra i primi vi sono: (i) l'utilizzo che è stato fatto del ricavato dall'offerta pubblica per ripagare il debito aziendale; (ii) l'incremento della visibilità del marchio; (iii) l'effetto sorpresa sul mercato; (iv) l'eliminazione dell'asimmetria informativa. I secondi, invece, includono: (i) un marchio iconico con una base clienti fedele; (ii) l'heritage del mondo delle corse (la squadra corse Scuderia Ferrari in Formula 1); (iii) performance finanziarie solide e in crescita; (iv) differenza strutturale di posizionamento rispetto alla parent company FCA (high luxury vs mass market).

Tornando a ragionare dal punto di vista di Audi e Automobili Lamborghini, vi sono diverse osservazioni da compiere in merito ad una possibile operazione di Equity Carve-Out, rispetto a quanto osservato nel caso Ferrari – FCA:

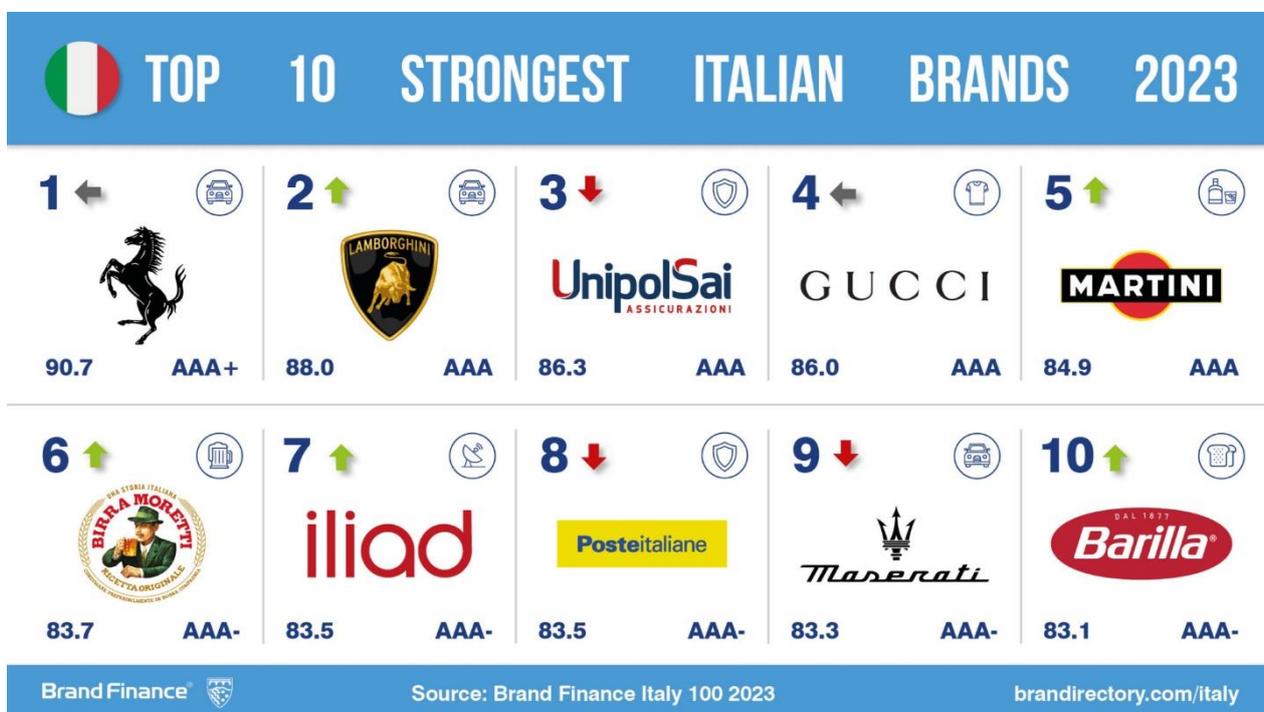
- 1) Positioning della parent company: FCA era un gruppo generalista con posizionamento mass market e Ferrari un marchio high luxury, per cui la separazione delle due società ha eliminato ogni possibile associazione del brand del Cavallino Rampante a un immaginario (quello di FCA) ritenuto "economico" e di bassa qualità. Audi invece è un brand premium e Automobili Lamborghini ha un posizionamento luxury, per cui l'accostamento delle due società non desta la medesima percezione negativa. Inoltre, un eventuale Equity Carve-Out da Audi porterebbe Lamborghini ad essere controllata direttamente da Volkswagen, che ha un posizionamento ancor più "basso" rispetto a quello della casa di Ingolstadt.
- 2) Strategia della parent company: FCA aveva ancor prima della separazione di Ferrari l'intenzione di fondersi con un'altro gruppo automobilistico al fine di creare un conglomerato mondiale che fosse altamente competitivo. Prima della fusione con PSA si provò infatti anche con General Motors (2015) e Renault (2019). Audi invece non punta a divenire un conglomerato generalista, ma vuole anzi rafforzare la propria immagine premium e Automobili Lamborghini è un brand che, così come nel caso di Rolls-Royce per BMW e Maybach per Mercedes-Benz, aiuta ad aumentare la qualità percepita.
- 3) Sinergie: Ferrari ha beneficiato di alcuni componenti e del know-how di FCA, ma ha sempre costruito autonomamente tutti i motori utilizzati sulle proprie vetture e non ha mai utilizzato alcuna piattaforma comune a modelli di altri marchi del gruppo. Nel caso di Lamborghini invece, oltre al motore V12 progettato da Giotto Bizzarrini nel 1963 ed ereditato tramite la Diablo, unico modello

⁶⁶ Bloomberg, 20/05/2023.

in produzione quando Audi acquisì l'azienda nel 1998, tutti i successivi motori, le piattaforme e gran parte della componentistica sono stati progettati in modo sinergico dalle due società. Oltre all'esempio della Urus già descritto precedentemente, si potrebbe far riferimento al motore V10, utilizzato sia sui modelli Lamborghini Gallardo e Huracán sia sui modelli Audi S6, RS6, S8 e R8.

- 4) Brand value: Ferrari è un brand iconico associato all'alta moda e può beneficiare dell'heritage del mondo delle corse. L'azienda dispone inoltre di un merchandising fondamentale per creare e rafforzare un'identità che è divenuta un'esperienza, in cui i clienti non si riconoscono come tali ma come appassionati. Ferrari è uno stile di vita, un brand che è stato capace di entrare nell'immaginario di tutti, che dispone perfino di enormi parchi tematici di divertimento, come il Ferrari Land in Spagna e il Ferrari World di Abu Dhabi. Secondo Brand Finance, che ogni anno pubblica un report in cui stima il potere e il valore economico intangibile dei marchi più importanti, Ferrari è il primo in Italia e l'ottavo al mondo in termini di forza, con un punteggio di 90.7/100 (AAA+) e si posiziona al settimo posto nel nostro Paese in termini di valore economico, con una stima di €7,2 miliardi. Lo stesso report vede Automobili Lamborghini al secondo posto in termini di forza alle spalle di Ferrari (88/100 e AAA) e all'undicesimo in termini di valore economico (€4,1 miliardi). L'azienda di Sant'Agata Bolognese ha tuttavia il vanto di essere quella ad aver fatto registrare la maggiore crescita rispetto all'anno precedente (+ 149%).

Figura 16 – I 10 brand italiani più forti al 2023



Fonte: Brand Finance

Automobili Lamborghini è un brand in crescita, riconosciuto in tutto il mondo e con ottime performance finanziarie, ma non ha ancora raggiunto la statura di Ferrari.

- 5) Periodo storico: l'Equity Carve-Out di Ferrari fu annunciato nel 2014 e portato a termine nel 2016. L'industria automobilistica era all'epoca già conscia dell'imminente trasformazione che l'avrebbe interessata negli anni a venire ma la percezione del grado di rilevanza non era minimamente pari a quella attuale. Sono passati infatti apparentemente solo 7 anni da quella data, ma se si considera la mole degli avvenimenti intercorsi in questo periodo quello temporale può facilmente essere ricompreso tra i fattori più importanti da tenere in considerazione in un confronto tra l'operazione Ferrari e un'ipotetica analoga operazione Lamborghini: la pandemia di Covid-19, la crisi dei chip, la guerra in Ucraina, la crescita dell'inflazione e le problematiche relative alla catena di approvvigionamento nelle risorse necessarie per attuare la transizione elettrica sono solo alcuni degli eventi che hanno contribuito al radicale mutamento del contesto di mercato.

La quarta ed ultima opzione è quella di un'IPO.

Un'eventuale IPO (Initial Public Offering) di Automobili Lamborghini seguirebbe una serie di passaggi ben definiti per garantire un processo strutturato e di successo. Inizialmente, nel caso più comune di IPO "tradizionale"⁶⁷, l'azienda selezionerebbe una o più banche d'investimento come sponsor per sottoscrivere l'offerta (underwriters), che svolgerebbero un ruolo chiave nel coordinare l'IPO. Gli underwriters avrebbero l'incarico di svolgere l'analisi di mercato, assistere nella determinazione del prezzo di offerta e sostenere l'azienda nell'intero processo di quotazione. Il primo passaggio consisterebbe nella preparazione delle informazioni finanziarie (fase c.d. di Filing): Lamborghini, società emittente, insieme ai propri consulenti legali e finanziari dovrebbe preparare e fornire informazioni accurate e dettagliate alle autorità di regolamentazione finanziaria, al fine di ottenere l'approvazione necessaria per procedere con l'IPO. Prima di fissare il prezzo di offerta, gli underwriters e Lamborghini lavorerebbero congiuntamente per stabilire un range di prezzo, utilizzando comuni tecniche di valutazione come DCF e multipli, in particolare dei comparables di recente quotazione come Ferrari, Aston Martin e Porsche. Inoltre, in questa fase l'azienda dovrebbe scegliere che tipo di azioni offrire al pubblico: tramite un'offerta primaria verrebbero offerte azioni di nuova emissione al fine di raccogliere capitali per l'azienda stessa, mentre un'offerta secondaria consisterebbe nella vendita di azioni direttamente da parte degli azionisti della società (in questo caso Audi), al fine di monetizzare parte della partecipazione. In seguito, inizierebbero le fasi di roadshow

⁶⁷ In un'operazione di IPO "tradizionale", gli underwriters svolgono un ruolo chiave nel supportare la società nell'emissione delle azioni e nella loro distribuzione agli investitori. In questo caso le società pagano alte commissioni di sottoscrizione e sono soggette al fenomeno del c.d. underpricing. Esistono tuttavia altri percorsi, meno comuni, per approdare sul mercato dei capitali:

- Direct Listing: la quotazione diretta è un metodo attraverso cui una società decide di quotarsi direttamente in borsa senza emettere nuove azioni o raccogliere capitali aggiuntivi. Invece di vendere azioni ad un prezzo determinato, gli azionisti esistenti possono iniziare a negoziare le proprie azioni direttamente sul mercato pubblico. In questo caso non vi sono underwriters e dunque costi di sottoscrizione, roadshow e bookbuilding: il prezzo è determinato esclusivamente dalla domanda e dall'offerta.
- Fusione inversa con una SPAC: le SPAC sono società veicolo che raccolgono denaro tramite l'offerta pubblica iniziale. Successivamente, cercano di acquisire un'azienda privata, che dunque diviene pubblica in seguito alla fusione.

e bookbuilding: la prima si riferisce alla serie di incontri e meeting organizzati dalle banche sponsor con i potenziali investitori, finalizzati a determinare la domanda delle azioni dell'emittente. Durante il roadshow, i rappresentanti di Lamborghini presenterebbero la società, la sua strategia, i risultati finanziari e le prospettive future agli investitori interessati, cercando di suscitare interesse e ottenere impegni di investimento. Il bookbuilding invece fa riferimento al processo di raccolta delle indicazioni di interesse e degli ordini di acquisto finalizzato alla determinazione del prezzo di offerta delle azioni. Successivamente le banche determinerebbero quindi il prezzo di offerta: questo processo coinvolgerebbe una valutazione della società, un'analisi del mercato, nonché la considerazione di fattori come la domanda degli investitori, la performance finanziaria e i benchmark di settore. L'obiettivo sarebbe quello di stabilire un prezzo che rifletta il valore della società e che allo stesso tempo sia attraente per gli investitori, muovendosi all'interno del range individuato precedentemente. Dopo aver fissato il prezzo di offerta, Automobili Lamborghini dovrebbe decidere insieme agli underwriters il meccanismo più adatto alla vendita delle azioni sul mercato: i tre principali sono il Best-Efforts, il Firm Commitment e l'Auction. Il primo è utilizzato per lo più nelle IPO di piccole dimensioni e prevede l'impegno da parte delle banche a vendere le azioni al massimo prezzo possibile, senza fornire garanzie all'emittente, che dunque in caso di insuccesso rimarrebbe con partecipazioni invendute. Il Firm Commitment è invece la forma più utilizzata e prevede la garanzia da parte degli underwriters di vendere tutte le azioni al prezzo di offerta: le banche in questo caso acquisterebbero la totalità delle azioni messe in vendita da Lamborghini (al prezzo di offerta meno le commissioni concordate) per poi rivenderle sul mercato al prezzo di offerta. Qualora delle azioni dovessero rimanere invendute, la perdita verrebbe imputata alle banche, che si assumono tutto il rischio. L'Auction, infine, prevede che sia il mercato a determinare il prezzo delle azioni tramite un processo di asta: dopo aver ricevuto le offerte da parte degli investitori, verrebbe stabilito il prezzo più alto tale che il numero di offerte a quel prezzo sia uguale o superiore al numero di azioni offerte. Tutti i vincitori dell'asta pagherebbero questo prezzo, anche qualora la loro offerta fosse stata più alta. Secondo uno studio⁶⁸ condotto da PwC tra il 2015 e il 2020 su 829 IPOs, le commissioni di sottoscrizione applicate dalle banche d'investimento rappresentano il più grande costo diretto che un'azienda deve sostenere durante il processo di IPO, rappresentando circa il 75% del totale. I costi per le società variano in media dal 3,5% al 7,0% del lordo dei proventi, a seconda dell'industria di riferimento e della grandezza dell'IPO. Ipotizzando dunque il caso di un'offerta di 20.000.000 di azioni ad un prezzo di offerta pari a €50 ad azione (in caso di Firm Commitment) con fees pari al 5%, le banche pagherebbero ogni azione €47,5 all'emittente per poi rivenderle sul mercato a €50, ottenendo in caso di successo un totale di €50.000.000. In caso di Firm Commitment inoltre, gli underwriters utilizzano un metodo consolidato per ridurre al minimo la propria esposizione: l'underpricing. Dopo aver testato la domanda e l'interesse per le azioni dell'emittente durante il roadshow e il bookbuilding, le banche sponsor applicano intenzionalmente un prezzo inferiore rispetto a quello che potrebbe essere

⁶⁸ "Considering an IPO? First, understand the costs", 2021

scelto. L'underpricing corrisponde al rendimento delle azioni del primo giorno di quotazione e si calcola nel seguente modo:

$$\text{Underpricing} = \frac{\text{Prezzo di chiusura al primo giorno}}{\text{Prezzo di offerta}} - 1$$

Secondo un imponente studio⁶⁹ condotto da Jay R. Ritter, Cordell Professor of Finance della University of Florida, su 9.126 IPOs effettuate tra il 1980 e il 2022, l'underpricing medio è stato del 19%: quando un'azienda si quota tramite IPO dunque, è come se "lasciasse sul tavolo" circa 1/5 del proprio valore.

Oltre alle fees e alla garanzia data dall'underpricing inoltre, come già precedentemente descritto a proposito del caso Ferrari, le banche possono esercitare a proprio vantaggio anche l'opzione Greenshoe.

Una volta allocate le azioni presso i clienti, il mercato aprirebbe con un opening price fissato in modo da uguagliare la domanda e l'offerta dei titoli, come accade ogni giorno per tutte le azioni quotate pubblicamente.

Le possibili motivazioni che potrebbero spingere Automobili Lamborghini a quotarsi in borsa tramite IPO comprendono:

- Ricerca di liquidità per gli investimenti: l'IPO offre l'opportunità di ottenere capitali freschi per finanziare nuovi progetti e iniziative, in alternativa alla sottoscrizione di debito o al ricorso a fondi di Private Equity (PE)⁷⁰.
- Sopravvalutazione: un'eventuale sopravvalutazione del valore reale dell'azienda potrebbe costituire una buona ragione per raccogliere capitale, e farlo su un mercato pubblico potrebbe comportare risultati più evidenti rispetto alla forma privata (ad esempio tramite PE), per via dei sentimenti degli investitori.
- Diversificazione della proprietà: un'azienda con poca diversificazione proprietaria ha maggiori incentivi a quotarsi in borsa e Automobili Lamborghini ha un solo azionista.
- Certificazione e riduzione dell'incertezza (maggiore trasparenza): l'attenzione della SEC⁷¹ (nel caso di quotazione negli Stati Uniti, ma anche negli altri Paesi vi sono analoghe agenzie), degli analisti e di tutti gli attori del sistema finanziario incrementerebbe la credibilità all'azienda, certificandone il valore. La riduzione dell'incertezza e l'aumento della trasparenza genererebbero inoltre maggiore fiducia da parte di fornitori e consumatori, nonché una riduzione dei costi del debito.

⁶⁹ "Initial Public Offerings: Underpricing", 2023

⁷⁰ Un fondo di Private Equity (PE) è un veicolo di investimento gestito da professionisti che mira a fornire finanziamenti e consulenza strategica alle aziende, per lo più non quotate. Il suo obiettivo è quello di creare valore attraverso il supporto finanziario ed operativo, facilitando la crescita e il miglioramento delle performance delle aziende partecipate.

⁷¹ La Securities and Exchange Commission (SEC) è un'agenzia governativa degli Stati Uniti responsabile della regolamentazione e della supervisione dei mercati finanziari. La SEC ha autorità per far rispettare le leggi federali sulle società quotate in borsa, sui titoli e sugli investimenti. Le sue principali responsabilità includono l'approvazione delle regole di regolamentazione dei mercati finanziari, la supervisione delle attività di emissione e vendita di titoli, l'indagine di frodi e manipolazioni di mercato e l'applicazione delle norme sulla divulgazione delle informazioni finanziarie da parte delle società quotate. L'obiettivo principale della SEC è garantire che i mercati finanziari siano equi, efficienti e trasparenti per gli investitori.

- Strumento di marketing (visibilità, credibilità, reputazione e valorizzazione): un'IPO fornirebbe a Lamborghini una maggiore visibilità sui mercati finanziari e potrebbe contribuire ad aumentare la reputazione del marchio, sottolineando la sua forza nel settore delle auto di lusso e ad alte prestazioni. Inoltre, un'IPO porterebbe ad un incremento della base di consumatori e investitori e quindi ad un aumento della liquidità delle azioni e una riduzione del costo del capitale⁷².
- Valore di mercato pubblicamente disponibile: la quotazione permetterebbe ad Automobili Lamborghini di utilizzare le azioni negoziate pubblicamente come moneta di scambio per acquisizioni al posto del denaro contante⁷³. Vi sarebbero inoltre benefici per quanto concerne la compensazione: l'azienda potrebbe valutare la distribuzione di stock options per attirare professionisti di alto livello. Infine, i prezzi delle azioni potrebbero fornire preziose informazioni ai manager⁷⁴.

D'altra parte, la quotazione pubblica tramite IPO potrebbe comportare diversi costi e svantaggi che vale la pena prendere in considerazione, come le commissioni che Automobili Lamborghini dovrebbe pagare agli attori coinvolti, tra i quali gli intermediari finanziari, i team legali e quelli contabili. Inoltre, dal momento dell'approdo sul mercato dei capitali la società, in quanto quotata in borsa, sarebbe soggetta a stringenti norme di divulgazione delle informazioni e alla presentazione di relazioni finanziarie periodiche. Ciò richiederebbe tempo, risorse e costi aggiuntivi per garantire la conformità normativa. Vi sarebbe inoltre da considerare la difficoltà nel mantenere un focus a lungo termine: una volta quotata in borsa, Lamborghini potrebbe trovarsi sotto una maggiore pressione per fornire risultati trimestrali al fine di soddisfare le aspettative degli investitori. Questo potrebbe influire sulla capacità dell'azienda di mantenere una visione a lungo termine e di effettuare investimenti strategici che richiedono tempo per fruttare. L'ingresso di nuovi azionisti nella società porterebbe poi ad una diluizione del controllo da parte di Audi, ma l'effetto della medesima dipenderebbe dal numero di azioni Lamborghini offerte al mercato. Infine, come già descritto, la comune sottostima del valore delle azioni (underpricing) comporterebbe l'iniziale vendita delle proprie azioni da parte di Lamborghini ad un prezzo inferiore a quello reale. L'ultimo rischio, comune a tutte le società pubblicamente quotate, è quello relativo alla volatilità dei prezzi delle azioni: dopo l'IPO, il valore delle stesse sarebbe soggetto a fluttuazioni di mercato e volatilità, influenzate da fattori macroeconomici, sentimenti degli investitori e performance finanziarie.

⁷² La riduzione del costo del capitale è strettamente legata all'aumento della liquidità delle azioni: il costo del capitale rappresenta il rendimento richiesto dagli investitori per investire nel capitale di una società. Quando le azioni di una società sono più liquide, c'è una maggiore fiducia da parte degli investitori nel poterle acquistare o vendere quando lo desiderano, il che riduce il rischio di liquidità. Di conseguenza, gli investitori potrebbero richiedere un rendimento minore per investire nel capitale di tale società, poiché si sentono più sicuri della possibilità di convertire le loro azioni in liquidità in qualsiasi momento.

⁷³ Tale pratica potrebbe risultare utile, ad esempio, se gli insiders ritenessero che l'azienda sia sopravvalutata.

⁷⁴ Ad esempio, i manager potrebbero utilizzare le reazioni di mercato come feedback sulle politiche e sulle azioni aziendali.

Verrà di seguito mostrata una tabella riassuntiva riportante le caratteristiche principali relative ad ognuna delle quattro opzioni attenzionate:

Tabella 4 – Sintesi del confronto tra le diverse possibilità di disinvestimento strategico

	Sell-Off	Spin-Off	Equity Carve-Out	IPO
Audi otterrebbe capitali?	✓	✗	✓ ✗ ⁷⁵	✓ ✗ ⁷⁶
Lamborghini otterrebbe capitali?	✗	✗	✓ ✗ ⁷⁷	✓ ✗ ⁷⁸
Lamborghini uscirebbe dal gruppo Volkswagen?	✓	✗	✗	✗
Lamborghini approderebbe sul mercato dei capitali?	✗	✗	✓	✓
Lamborghini passerebbe sotto il controllo diretto di Volkswagen?	✗	✓	✓	✗
Il rapporto sinergico con Audi si ridurrebbe/ perderebbe?	✓	✓	✓	✗

Fonte: Elaborazione dell'autore

Decretare in assoluto quale sia la migliore opzione in termini di creazione di valore per il disinvestimento strategico di Automobili Lamborghini SpA da parte di Audi AG, ammesso che quest'ultima intenda portare a termine una simile operazione, sarebbe scorretto nonché impossibile, con i dati a disposizione. L'esito e quindi l'eventuale successo di ognuna delle opzioni considerate dipenderebbero infatti da un numero altissimo di fattori e variabili. Tuttavia, considerando le dichiarazioni pubbliche di Audi, le strategie per il futuro e le performance finanziarie dell'azienda italiana, le tendenze dell'industria automobilistica e i risultati delle operazioni compiute dai principali competitors, potrebbe essere interessante provare ad ipotizzare la scelta preferibile dal punto di vista di Audi e Lamborghini sulla base dei dati attualmente disponibili.

Volkswagen è uno dei principali gruppi automobilistici al mondo, il primo in termini di ricavi e il secondo per unità vendute, detiene un portafoglio di marchi incredibilmente ampio che comprende sia brand

⁷⁵ Dipende: qualora durante il processo di IPO di Automobili Lamborghini, Audi decidesse di affiancare alle azioni di nuova emissione anche un'offerta secondaria comprendente parte della propria partecipazione nell'azienda italiana, ricaverebbe anch'essa un flusso di capitali.

⁷⁶ Vedi nota 70.

⁷⁷ Dipende: qualora durante il processo di IPO di Automobili Lamborghini, fossero offerte al mercato solo azioni da parte dei "selling shareholders" (Audi), Lamborghini non ricaverebbe capitali.

⁷⁸ Vedi nota 72.

generalisti sia premium e luxury, possiede competenze uniche all'interno del mercato e garantisce la possibilità di sviluppare notevoli sinergie. Dal momento della sua fondazione nel 1963, nessuna delle diverse proprietà che si sono succedute è stata inoltre in grado di assicurare a Lamborghini il medesimo livello di crescita e performance economica. È dunque plausibile affermare che trovare una “casa” che le dia maggiori garanzie per il futuro sarebbe estremamente complesso, considerando soprattutto le perturbazioni in arrivo nell'industria e quindi le competenze necessarie per gestirle. Questa prima riflessione escluderebbe perciò l'ipotesi di Sell-Off. Tenendo poi a mente il notevole fabbisogno finanziario richiesto dagli investimenti in ricerca e sviluppo e dalla transizione elettrica, potrebbe essere razionale la scelta di propendere per un'operazione che porti il brand sul mercato dei capitali, al pari dei competitors Ferrari ed Aston Martin: questa ipotesi escluderebbe perciò anche lo Spin-Off, tramite il quale le azioni di Lamborghini verrebbero distribuite a Volkswagen senza alcuna entrata economica né per Lamborghini né per Audi. L'Equity Carve-Out e l'IPO garantirebbero entrambi la permanenza del brand sotto l'ombrello del gruppo Volkswagen, così come l'afflusso di nuovi capitali dal mercato grazie al processo di offerta pubblica. Tuttavia, le due operazioni si differenziano per un aspetto sostanziale: mentre nel caso dell'IPO Lamborghini continuerebbe ad essere controllata da Audi, ipotizzando un'offerta di azioni del brand tale da mantenere questo assetto, nel caso di un ECO le azioni non offerte al pubblico verrebbero distribuite all'azionista unico di Audi, Volkswagen, con tutte le conseguenze già analizzate durante l'analisi di tale opzione. Considerando quindi le importanti sinergie tra la casa dei quattro anelli e quella di Sant'Agata Bolognese e la volontà di Audi, esplicitata pubblicamente, di mantenere il controllo su Lamborghini, si può infine concludere che la scelta migliore potrebbe essere quella di un'IPO. Questa operazione lascerebbe il controllo di Lamborghini ad Audi, mantenendo tutte le sinergie tra le due aziende ed evitando l'accostamento diretto del brand italiano al contesto più “economico” di Volkswagen. Inoltre l'IPO permetterebbe ad Audi di monetizzare parte della propria partecipazione e a Lamborghini di approdare finalmente in borsa, accrescendo la visibilità del brand e ottenendo maggiore autonomia, in modo tale da affrontare al meglio le grandi sfide che l'attendono e rimanere competitiva sul mercato in un settore di nicchia in cui molti competitors già si sono riorganizzati.

3.3 Valutazione finanziaria di Automobili Lamborghini SpA

Di seguito verrà presentata la valutazione finanziaria di Automobili Lamborghini SpA, condotta attraverso il metodo Discounted Cash Flow (DCF) e il metodo dei multipli di mercato e finalizzata all'individuazione del valore dell'Equity della società.

3.3.1 Discounted Cash Flow

Foglio 1 – Discounted Cash Flow

*All data are in thousands

	Historical Period					CAGR (17 - '21)	Projection Period					Normalized
	2017	2018	2019	2020	2021		2022	2023	2024	2025	2026	
Sales Revenues	1.038.124,0 €	1.460.691,0 €	1.866.869,0 €	1.671.817,0 €	1.948.132,0 €	17,04%	2.375.273,00 €	2.969.091,3 €	3.785.591,3 €	4.542.709,6 €	5.337.683,8 €	6.138.336,4 €
% growth	NA	41%	28%	-10%	17%		21,9%	25,00%	27,50%	20,00%	17,50%	15,00%
Cost of Goods Sold	430.455,0 €	685.488,0 €	794.298,0 €	675.184,0 €	827.467,0 €		1.015.675,9 €	1.269.594,8 €	1.616.733,4 €	1.942.480,1 €	2.282.414,1 €	2.624.776,2 €
Gross Profit	607.669,0 €	775.203,0 €	1.072.571,0 €	996.633,0 €	1.120.665,0 €	16,53%	1.359.597,1 €	1.699.496,4 €	2.168.857,9 €	2.600.229,5 €	3.055.269,7 €	3.513.560,2 €
% margin	59%	53%	57%	60%	58%		57,2%	57,24%	57,24%	57,24%	57,24%	57,24%
Other operating income	192.051,0 €	191.649,0 €	102.439,0 €	67.274,0 €	190.160,0 €		241.767,7 €	302.209,6 €	385.317,2 €	462.380,7 €	543.297,3 €	624.791,9 €
Selling, General & Administrative costs	580.847,0 €	598.271,0 €	585.680,0 €	537.427,0 €	711.212,0 €		837.189,1 €	1.046.486,3 €	1.334.270,1 €	1.601.124,1 €	1.881.320,8 €	2.163.518,9 €
Other operating costs	69.952,0 €	65.657,0 €	103.423,0 €	62.251,0 €	45.570,0 €		91.864,7 €	114.830,9 €	146.409,4 €	175.691,3 €	206.437,3 €	237.402,9 €
EBITDA	146.921,0 €	302.924,0 €	485.907,0 €	464.228,0 €	554.043,0 €	38,88%	672.311,0 €	840.388,7 €	1.071.485,6 €	1.285.794,8 €	1.510.808,9 €	1.737.430,2 €
% margin	14,35%	20,74%	26,03%	27,77%	28,44%		28,30%	28,30%	28,30%	28,30%	28,30%	28,30%
Depreciation & Amortization	77.041,0 €	144.697,0 €	189.225,0 €	157.731,0 €	259.749,0 €		260.519,1 €	325.648,9 €	415.202,3 €	498.242,8 €	585.435,3 €	673.250,6 €
EBIT	71.880,0 €	158.227,0 €	296.682,0 €	306.498,0 €	294.294,0 €	42,25%	411.791,9 €	514.739,9 €	655.293,3 €	787.552,0 €	925.373,6 €	1.064.179,8 €
% margin	6,92%	10,83%	15,89%	18,33%	15,17%		17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%	17,34%
Effective Tax Rate	15,67%	21,76%	19,40%	20,34%	17,50%		19,08%	19,08%	19,08%	19,08%	19,08%	19,08%
Taxes	11.263,6 €	34.430,2 €	57.556,3 €	62.341,7 €	51.501,5 €		78.569,9 €	98.212,4 €	125.220,8 €	150.264,9 €	176.561,3 €	203.045,5 €
NOPAT	60.616,4 €	123.796,8 €	239.125,7 €	244.156,3 €	242.792,5 €	41,47%	333.222,0 €	416.527,5 €	531.072,6 €	637.287,1 €	748.812,3 €	861.134,1 €
Plus: Depreciation & Amortization	77.041,0 €	144.697,0 €	189.225,0 €	157.731,0 €	259.749,0 €		260.519,1 €	325.648,9 €	415.202,3 €	498.242,8 €	585.435,3 €	673.250,6 €
Less: Capital Expenditures	132.786,0 €	72.498,0 €	158,0 €	208,0 €	110.282,0 €		111.329,1 €	139.161,4 €	177.430,8 €	212.916,9 €	250.177,4 €	287.704,0 €
Net Working Capital	-30.268,0 €	-49.899,0 €	-10.815,0 €	-56.335,8 €	-154.834,8 €		-144.047,0 €	-180.058,8 €	-229.574,9 €	-275.489,9 €	-323.700,6 €	-372.255,7 €
Less: Inc./Dec. in Net Working Capital	NA	-19.631,0 €	39.084,0 €	-45.520,8 €	-98.499,0 €		10.787,8 €	-36.011,8 €	-49.516,2 €	-45.915,0 €	-48.210,7 €	-48.555,1 €
Unlevered Free Cash Flow	4.871,4 €	215.626,8 €	389.108,7 €	447.200,1 €	490.778,6 €		471.824,2 €	639.026,7 €	818.380,3 €	968.527,9 €	1.132.280,9 €	1.295.235,8 €
Present Value of Free Cash Flow							580.372,1 €	675.024,5 €	725.562,1 €	770.378,5 €	800.361,7 €	

	Enterprise Value		Implied Equity Value and Share Price	
	WACC	Long-term g rate	Enterprise Value	Implied Equity Value and Share Price
Cumulative Present Value of FCF	10,11%	2,66%	10.885.663,3 €	10.885.663,3 €
Terminal Value			3.551.698,8 €	1.544.227,0 €
Present Value of Terminal Value			11.868.651,2 €	12.429.890,3 €
% of Enterprise Value			7.333.964,5 €	30.000
Enterprise Value			10.885.663,3 €	414,3 €

	Sensitivity Analysis - Equity Value											
	2017	2018	2019	2020	2021	Avg	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Assumptions												
Sales (% growth)	NA	40,7%	27,8%	(10,4%)	16,5%		21,9%	25,0%	27,5%	20,0%	17,5%	15,0%
COGS (% sales)	41,5%	46,9%	42,5%	40,4%	42,5%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%	42,8%
SG&A (% sales)	56,0%	41,0%	31,4%	32,1%	36,5%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%	35,2%
Other operating income (% sales)	18,5%	13,1%	5,5%	4,0%	9,8%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%
Other operating costs (% sales)	6,7%	4,5%	5,5%	3,7%	2,3%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%
Depreciation & Amortization (% sales)	7,4%	9,9%	10,1%	9,4%	13,3%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Capital Expenditures (% sales)	12,8%	5,0%	0,0%	0,0%	5,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Effective Tax Rate	15,7%	21,9%	19,4%	20,3%	17,5%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%	19,1%

Fonte: Elaborazione dell'autore

Historical period e Starting Year:

Il periodo storico copre il quinquennio 2017-2021. Tutti i dati sono stati recuperati dai bilanci ufficiali depositati da Automobili Lamborghini SpA presso il Registro delle imprese. È stato scelto un intervallo di 5 anni in modo da poter osservare i trend relativi alle performance aziendali sia pre-Covid che post-Covid. Durante tale periodo i ricavi dalle vendite sono cresciuti nel complesso con un CAGR⁷⁹ del 17,04%, sebbene i tassi di crescita annua siano sempre stati più alti di questo valore con l'esclusione del 2020 (-10%) a causa della Pandemia. L'azienda, come già sottolineato durante la Company Overview, risulta in ottime condizioni finanziarie, in crescita sia dal punto di vista dimensionale che della profittabilità. Inoltre, dall'analisi dei bilanci è emerso un altissimo tasso di patrimonializzazione e un debito finanziario nullo, che da una parte certificano la solidità di Automobili Lamborghini e dall'altra evidenziano come essa abbia ulteriori margini di crescita tramite l'adozione di una capital structure ottimale ottenuta aumentando la quota di debito. Lo starting year per la valutazione è il 2022⁸⁰ e la data alla quale sono stati attualizzati tutti i flussi di cassa futuri è stata fissata al 31/12/2022.

Projection period:

L'orizzonte temporale della valutazione è di 5 anni e copre pertanto il quinquennio 2023-2027. Un periodo più lungo, considerando il grado e la rapidità di cambiamento all'interno dell'industria automobilistica, sarebbe stato probabilmente poco "consistente".

I componenti del prospetto sono stati stimati nel seguente modo:

- Sales revenues: sono stati ipotizzati diversi tassi di crescita dei ricavi dalle vendite per ogni anno del forecasted period. In particolare le assumptions sono state pensate, anno per anno, sulla base del piano strategico dell'azienda fino al 2028 ("Direzione Cor Tauri") e considerando la reazione positiva del mercato al lancio di nuovi modelli nel passato. Il 2023 sarà il primo anno ad includere le vendite del nuovo modello V12 Revuelto, che tuttavia vedranno un exploit nel 2024, in cui saranno anche presentati l'erede della Huracán e la Urus elettrificata.
- COGS, SG&A, Other operative income, Other operating costs, D&A e CapEx sono stati assunti in percentuale rispetto ai ricavi dalle vendite sulla base della media degli anni precedenti.
- Effective Tax rate: il tasso d'imposta effettivo per i prossimi 5 anni è stato assunto corrispondere alla media degli anni precedenti.
- NWC: sono stati calcolati i DSO, DIO e DPO per gli anni 2020-2021 ed è stata utilizzata la loro media per stimare i valori prospettici di Accounts Receivable, Inventory, Accounts Payable e

⁷⁹ Il CAGR (Compound Annual Growth Rate) è un indicatore finanziario utilizzato per calcolare il tasso di crescita medio annuo di un investimento o di una grandezza finanziaria nel corso di un periodo specifico. Esso rappresenta il tasso di crescita composto nel corso del tempo, considerando l'effetto cumulativo dei rendimenti o delle variazioni annuali.

⁸⁰ Il bilancio relativo all'anno 2022 non è stato ancora pubblicato, tuttavia Automobili Lamborghini S.p.A ha rilasciato in data 20/03/2023 una comunicazione ufficiale contenente i principali dati economico-finanziari.

dunque NWC.

Foglio 2 – Calcolo del Net Working Capital

	2020	2021	AVG
Accounts Receivable	344.657,4 €	392.491,7 €	
Inventory	167.299,3 €	199.978,2 €	
Accounts Payable	568.292,5 €	747.304,7 €	
NWC	-56.335,8 €	-154.834,8 €	
DSO	72,3	67,0	69,67
DPO	162,7	172,2	167,44
DIO	90,4	88,2	89,33

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Accounts Receivable	499.509,8 €	624.387,2 €	796.093,7 €	955.312,4 €	1.122.492,1 €	1.290.865,9 €
Inventory	248.565,5 €	310.706,9 €	396.151,3 €	475.381,6 €	558.573,4 €	642.359,4 €
Accounts Payable	892.122,3 €	1.115.152,9 €	1.421.819,9 €	1.706.183,9 €	2.004.766,1 €	2.305.481,0 €
NWC	-144.047,0 €	-180.058,8 €	-229.574,9 €	-275.489,9 €	-323.700,6 €	-372.255,7 €
Change in NWC	10.787,7 €	-36.011,8 €	-49.516,2 €	-45.915,0 €	-48.210,7 €	-48.555,1 €

Fonte: Elaborazione dell'autore

- Long-term g rate⁸¹: il tasso di crescita di lungo periodo, utilizzato per stimare il valore del NOPAT (e quindi dell'Unlevered Free Cash-Flow⁸²) del Normalized Year, è stato assunto essere uguale al tasso medio di inflazione attesa in Italia nei prossimi 5 anni: 2,66% (fonte: International Monetary Fund).

⁸¹ Il tasso di crescita a lungo termine rappresenta la stima della crescita sostenibile e costante dei flussi di cassa futuri dell'azienda al di là del periodo di previsione (in questo caso, dunque, al di là del 2027).

⁸² In seguito alle rettifiche apportate nel Normalized Year (D&A = CapEx e Δ NWC = 0), il NOPAT e l'Unlevered Free Cash-Flow si equivalgono sempre.

WACC:

Foglio 3 – Calcolo del WACC

WACC	
Risk-free rate (Rf)	4,70%
EBIT	411.791,9 €
Financial expenses	0
ICR	AAA
Spread	0,69%
Cost of debt (Rd)	5,39%
Tax rate	24%
After-Tax Cost of debt	4,10%
Beta	0,87
Equity Risk Premium	9,73%
Cost of equity (Re)	13,12%
D/E	50,19%
D/(D+E)	33,4%
E/(D+E)	66,6%
WACC	10,11%

Fonte: Elaborazione dell'autore

Il WACC (costo medio ponderato del capitale), si ricorda, è ottenuto mediante la seguente formula:

$$WACC = Re * \frac{E}{D + E} + Rd * (1 - Tc) * \frac{D}{D + E}$$

Il Cost of Equity (Re), a sua volta, si ottiene nel seguente modo:

$$Re = Rf + (\beta * MRP)$$

Il Risk-free rate (Rf), cioè il tasso privo di rischio, è stato identificato nel rendimento del BTP a 10 anni alla data di valutazione (31/12/2022). Il valore di 4,70% è frutto del confronto dei dati rinvenuti sul sito del MEF, su Trading Economics e sul Sole 24 Ore. La scelta del BTP è stata motivata dalla nazionalità italiana di Automobili Lamborghini SpA e sebbene il Rf risulti in tal modo più elevato rispetto al caso in cui si fosse preso in considerazione il rendimento dei titoli americani o tedeschi⁸³, il suo utilizzo ha rappresentato un approccio alla valutazione intenzionalmente prudente e conservativo. Inoltre, questa ipotesi è coerente con la scelta del tasso medio di inflazione attesa in Italia per stimare il long-term g rate.

Per quanto concerne la stima del β ⁸⁴, poiché Automobili Lamborghini è una società privata, è stato utilizzato il c.d. approccio “Bottom-Up”.

⁸³ Gli Stati Uniti rappresentano il mercato principale dell'azienda in termini di vendite e ricavi e Audi AG, la controllante di Automobili Lamborghini, ha sede in Germania.

⁸⁴ Il β è una misura del rischio sistematico, cioè della sensibilità degli eccessi di rendimenti di un titolo rispetto agli eccessi di rendimento del mercato di riferimento. Un β superiore ad 1 indica una maggiore volatilità rispetto al mercato, mentre un β inferiore ad 1 indica una minore volatilità.

Foglio 4 – Calcolo del Beta

Company	Levered Beta	D/E	Tax rate	Unlevered beta
Ferrari NV	0,6	108,0%	20,2%	0,32
Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC	2,2	169,7%	6,6%	0,85
Dr Ing hc F Porsche AG	1,1	55,7%	29,9%	0,79
Prada SpA	0,71	76,1%	34,0%	0,47
Moncler SpA	0,78	31,5%	31,2%	0,64
Automobili Lamborghini SpA	0,87	50,2%	19,1%	0,62

Fonte: Elaborazione dell'autore

In particolare, il procedimento è stato il seguente:

1. Composizione di un panel di società comparables pubbliche: sono state scelte le aziende direttamente concorrenti Ferrari NV ed Aston Martin Lagonda, Porsche AG in quanto appartenente anch'essa al gruppo Volkswagen ed avente un simile business model nonostante le dimensioni maggiori e Moncler SpA e Prada SpA, società italiane con business model diverso rispetto a Lamborghini ma operanti nel settore del lusso e con dimensioni paragonabili in termini finanziari.
2. Stima del beta dei comparables: i coefficienti β dei comparables sono stati estratti da Refinitiv.
3. Delevering del beta: il β unlevered dei comparables, cioè il loro rischio sistematico indipendentemente dal loro livello di indebitamento, è stato ottenuto mediante l'applicazione dell'Hamada formula:

$$\beta \text{ unlevered} = \frac{\beta \text{ levered}}{(1 + (1 - t) * (D/E))}$$

4. Calcolo della media dei β unlevered dei comparables: il valore medio è risultato essere pari a 0,62.
5. Processo di relevering: Al β unlevered medio ottenuto si applica il leveraging della società per riflettere il livello di indebitamento specifico di Automobili Lamborghini. In questo caso è stato utilizzato il rapporto d'indebitamento (D/E) target dell'industria automobilistica⁸⁵ quale obiettivo di lungo termine dell'azienda. Il valore finale del β levered pari a 0,87 è stato stimato applicando nuovamente l'Hamada formula, ma in modo opposto allo step 3:

$$\beta \text{ levered} = \beta \text{ unlevered} * (1 + (1 - t) * (D/E))$$

L'approccio scelto per la stima del Market Risk Premium⁸⁶ è stato quello dell'utilizzo dell'Implied Equity Risk Premium⁸⁷.

⁸⁵ Il D/E target dell'industria automobilistica è stato estratto dalla pagina di Damodaran.

⁸⁶ Il MRP è il rendimento aggiuntivo rispetto al tasso privo di rischio che un investitore si aspetta di ricevere da un investimento in un portafoglio completamente diversificato di azioni ordinarie ($R_m - R_f$).

⁸⁷ Damodaran, valore italiano.

Il Cost of Equity (Re) è risultato quindi essere del 13,12%.

Poiché Automobili Lamborghini SpA non ha debito finanziario, gli oneri finanziari sono nulli e dunque il valore dell'Interest Coverage Ratio (EBIT/ Financial expenses) tende all'infinito. Sul sito di Damodaran⁸⁸ è riportato come ad un ICR maggiore di 8,5 corrisponda un rating AAA e dunque uno spread dello 0,69%, che quindi ha portato il cost of debt (Rd) dell'azienda a 5,39%. Il Corporate Tax rate, anch'esso riportato dal sito di Damodaran e riferito all'Italia, è pari al 24%: l'after-tax cost of debt è risultato dunque del 4,1%. Il WACC è risultato infine del 10,11%.

Enterprise Value ed Equity Value:

Sommando i flussi di cassa attualizzati tramite il WACC è risultato un Cumulative Present Value of FCF di €3.551.698.800. Aggiungendo a quest'ultimo il Present Value del Terminal Value, pari a €7.333.964.500, è stato ottenuto un Enterprise Value di €10.885.663.300. Giacché Automobili Lamborghini è priva di debito finanziario (sia a breve che a lungo termine), l'Equity Value è risultato essere maggiore dell'Enterprise Value, raggiungendo €12.429.890.300.

⁸⁸ Aswath Damodaran è un professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University. Conosciuto come il "Decano della Valutazione" per la sua competenza in materia, Damodaran è famoso come autore di diversi testi accademici e professionali ampiamente utilizzati, nonché come fornitore di dati fondamentali completi e regolarmente aggiornati per scopi di valutazione.

3.3.2 Multipli di mercato

Foglio 5 – Multipli di mercato

*All data are in thousands

Comparables				
Peers Multiples	P/E	Price/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA
Ferrari NV	50,88	10,31	10,26	29,11
Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC	NA	1,39	1,91	13,15
Dr Ing hc F Porsche AG	21,79	1,59	1,33	5,04
Prada SpA	37,93	4,75	4,55	12,94
Moncler SpA	28,73	7,02	6,80	17,02
Aggregate data	P/E	Price/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA
Average	34,83	5,01	4,97	15,45
75 th percentile	41,17	7,02	6,80	17,02
Max	50,88	10,31	10,26	29,11
Min	21,79	1,39	1,33	5,04

Lamborghini Financials (in thousands)			
Company Name	Earnings	Sales	EBITDA
Automobili Lamborghini SpA	365.000,00 €	2.375.273,00 €	672.310,99 €

Lamborghini Multiple Valuation (in thousands)				
	EqV (P/E)	EqV (P/Sales)	EV (EV/Sales)	EV (EV/EBITDA)
Average	12.713.862,50 €	11.904.868,28 €	11.805.106,81 €	10.388.549,41 €
75 th percentile	15.026.137,50 €	16.674.416,46 €	16.151.856,40 €	11.442.733,04 €
Max	18.571.200,00 €	24.489.064,63 €	24.370.300,98 €	19.570.972,90 €
Min	7.953.350,00 €	3.301.629,47 €	3.159.113,09 €	3.388.447,39 €

Lamborghini Share Price by Multiples				
	P/E	Price/Sales	EV/Sales	EV/EBITDA
Average	423,80 €	396,83 €	444,98 €	397,76 €
75 th percentile	500,87 €	555,81 €	589,87 €	432,90 €
Max	619,04 €	816,30 €	863,82 €	703,84 €
Min	265,11 €	110,05 €	156,78 €	164,42 €

Fonte: Elaborazione dell'autore

Di seguito gli step che hanno costituito il processo di valutazione di Automobili Lamborghini SpA mediante il metodo dei multipli di mercato:

1. Identificazione dei comparables: sulla base del settore, delle condizioni competitive, delle dimensioni, del tasso di crescita e del margine di profitto, della leva operativa, del grado di rischio e della diversificazione geografica, sono state selezionate 5 aziende quotate paragonabili:

- Ferrari NV
- Aston Martin Lagonda Global Holdings PLC

- Dr Ing hc F Porsche AG
- Prada SpA
- Moncler SpA

Per quanto concerne le aziende operanti nel settore del Luxury Fashion, sono state individuate come possibili peers le italiane Prada e Moncler. Altre, come LVMH ed Hermès, considerate comparables di Ferrari, sono state escluse in quanto eccessivamente grandi rispetto a Lamborghini e con multipli di mercato elevatissimi.

2. Calcolo e selezione dei multipli: i 4 multipli scelti sono stati il P/E, il P/Sales, l'EV/Sales e l'EV/EBITDA e il loro valore per i comparables identificati è stato estratto da Refinitiv. Sono stati poi calcolati il valore medio, il massimo, il minimo e il 75th percentile.
3. Applicazione dei multipli all'azienda: sono state selezionate le misure finanziarie di Lamborghini necessarie, cioè i ricavi dalle vendite (Sales), l'EBITDA e gli utili (Earnings), quindi moltiplicate per i multipli precedentemente individuati.

Il metodo dei multipli di mercato ha confermato i valori dell'EV e dell'EqV stimati tramite il DCF: le misure più in linea con quest'ultimo sono provenute in particolare dall'applicazione dei valori medi dei multipli e il range è stato di €10,3 – €11,8 miliardi per l'Enterprise Value e di €11,9 – €13,3 miliardi per l'Equity Value.

3.3.3 Ipotesi di IPO

Si ipotizza il seguente scenario:

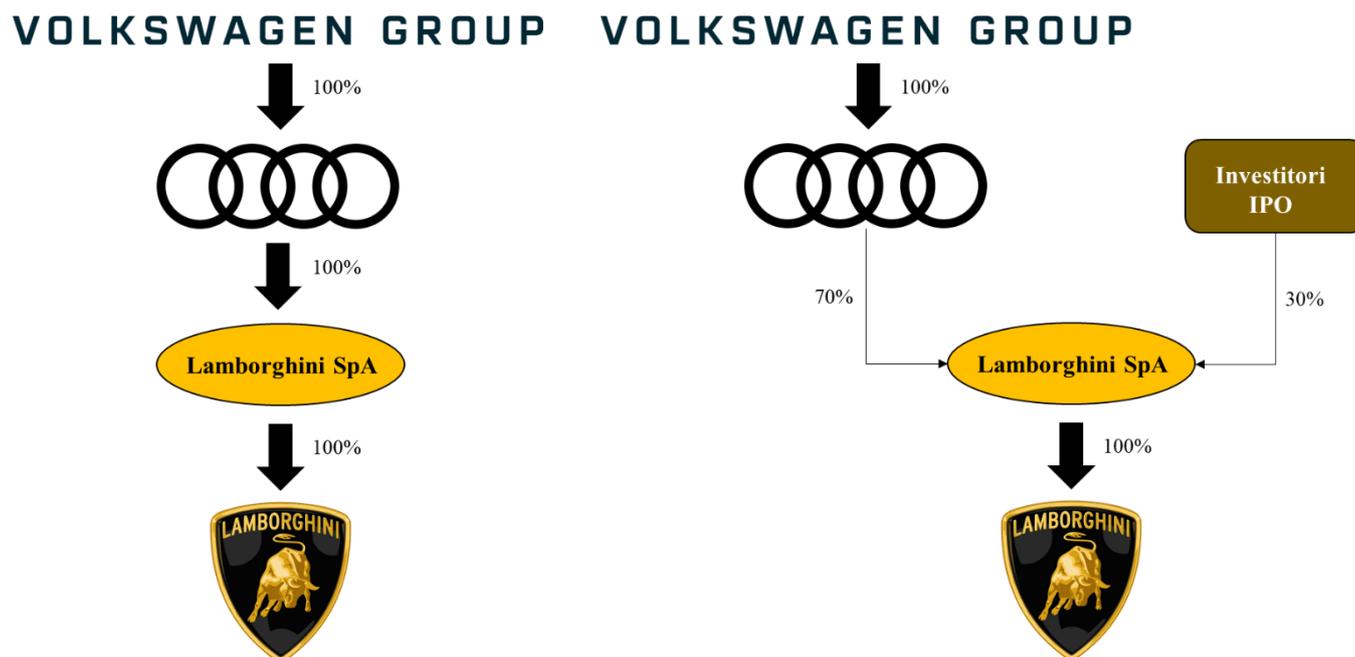
- Automobili Lamborghini SpA ha deciso di intraprendere il percorso di offerta pubblica iniziale (IPO), che attuerà in modo tradizionale ricorrendo all'ingaggio di financial advisors e banche d'investimento in qualità di Joint Bookrunners.
- In preparazione per l'IPO, il capitale sociale di Automobili Lamborghini SpA è stato diviso in 60 milioni di azioni⁸⁹, di cui il 50% ordinarie e il 50% privilegiate senza diritti di voto.
- Gli azionisti di Automobili Lamborghini SpA⁹⁰ offrono al mercato un totale fino al 30% delle azioni privilegiate, composto da (i) 7.826.087 azioni come parte dell'offerta di base e (ii) 1.173.913 azioni in connessione ad un eventuale over-allotment⁹¹.
- Tutte le azioni privilegiate (in totale 30 milioni) vengono quotate su un mercato regolamentato.

⁸⁹ Si ipotizza che l'azienda abbia voluto in tal modo commemorare il proprio sessantesimo anniversario (1963-2023). Le società spesso ricorrono a simili operazioni simboliche per ragioni di marketing: Porsche AG, ad esempio, in vista dell'IPO ha diviso il proprio capitale sociale in 911 milioni di azioni, per omaggiare il modello di maggior successo della casa, la Porsche 911. Attualmente il capitale sociale è suddiviso in 260.000 azioni, aventi ognuna un valore di €500.

⁹⁰ Si tratta dunque di un'offerta secondaria: i proventi della vendita andranno ad Audi AG, cioè il "selling shareholder".

⁹¹ Greenshoe option ipotizzata al 15%, come nel caso dell'IPO di Porsche AG.

Figura 17 – Assetto proprietario di Lamborghini pre e post IPO



Fonte: Elaborazione dell'autore

Nella valutazione finanziaria precedentemente descritta, oltre alla stima dell'Equity Value è stato riportato anche il valore dello Share Price considerando lo scenario appena ipotizzato: qualora le azioni quotate fossero 30.000.000 e considerando un Equity Value compreso tra €12 e €13 miliardi, il range stimato per il prezzo di offerta delle azioni sarebbe di €400 – €433 escludendo eventuali scelte connesse al fenomeno dell'underpricing. Ipotizzando uno share price definitivo di €400⁹² e la vendita di tutte le azioni offerte, Audi AG ricaverebbe in totale €3,7 miliardi senza considerare le commissioni per gli underwriters. Questi ultimi invece, ipotizzando fees del 5% su ogni azione e considerando il potenziale ricavato dalla vendita di azioni tramite l'esercizio dell'opzione Greenshoe in caso di apprezzamento dei titoli nei giorni successivi all'emissione (fenomeno che, come detto, è assai frequente a causa dell'underpricing), ricaverebbero centinaia di milioni di Euro (€186,7 milioni solamente tramite le fees).

In seguito all'operazione descritta, Audi AG manterrebbe il controllo su Automobili Lamborghini SpA controllandone il 100% dei diritti di voto e in più monetizzerebbe parte della propria partecipazione creando un valore di diversi miliardi di Euro. Allo stesso tempo l'azienda italiana beneficerebbe grazie alla quotazione pubblica di maggiore trasparenza, visibilità, autonomia e di una valorizzazione del brand, importante per accrescere la reputazione e la fiducia dei clienti e continuare il percorso di crescita e l'erosione di market share ai competitors.

⁹² È stato preso il valore medio nel range €400 – €433 (€416,50), al quale è stato applicato un fattore sconto del 4% per il fatto che le azioni privilegiate offerte al mercato sono prive del diritto di voto. Lo studio "Price Differentials Between Voting and Nonvoting Stock" pubblicato da A. Stumpf nel 2023 ha infatti dimostrato che la differenza di prezzo tra le due categorie di azioni si colloca nell'intervallo compreso tra il 3% e il 5%.

Conclusioni

Le operazioni di Corporate Restructuring, trattate nella prima parte dell'elaborato, sono state analizzate nel contesto del mercato automotive. È emerso come quest'ultimo sia attualmente al centro di un processo di trasformazione radicale guidato da tre tendenze principali: l'elettrificazione, la digitalizzazione e la condivisione. Sono state delineate le traiettorie future dell'industria ed è stato compreso che le aziende che vorranno rimanere competitive dovranno colmare le proprie lacune, integrando in modo sistematico e complementare all'interno della propria strategia acquisizioni, disinvestimenti ed alleanze. Tali operazioni, unite ad un autonomo percorso di crescita organica, saranno infatti fondamentali per resistere alle pressioni tipiche dei periodi di transizione. Nonostante le alte barriere all'ingresso, nuovi player entreranno nel mercato: la concorrenza, già elevata, aumenterà ancora e le imprese, considerando il basso tasso di client retention, dovranno riuscire a difendere il proprio vantaggio competitivo. L'ingresso di nuovi attori nel panorama mondiale dell'automotive comporterà per molti brand la necessità di una riorganizzazione: si intensificherà la concentrazione, molti gruppi dovranno acquisire dall'esterno specifiche risorse e competenze e alcune aziende disinvestiranno parte delle proprie attività per concentrarsi sul core business. Le operazioni di restructuring, tuttavia, non devono essere considerate dalle imprese un effetto collaterale del periodo di cambiamento, bensì divenire il fulcro della loro prospettiva strategica di lungo termine. Lo scopo ultimo dell'elaborato è stato infatti quello di dimostrare come tali operazioni possano in determinate circostanze generare valore per le società che le mettono in pratica e per i loro azionisti, anche quando attuate in un momento di crescita e di solide performance economico-finanziarie. È stato pertanto studiato il caso di Automobili Lamborghini: l'ipotesi di partenza è stata che la realizzazione di un disinvestimento parziale del brand italiano avrebbe comportato un vantaggio sia per il medesimo che per la controllante, Audi. Sono pertanto state analizzate in modo approfondito quattro diverse opzioni, Sell-Off, Spin-Off, Equity Carve-Out ed IPO, dettagliando di volta in volta i vantaggi e i rischi che sarebbero emersi e confrontandoli con i risultati ottenuti dalle analoghe operazioni compiute dai principali competitors. La scelta che è apparsa più adatta per le condizioni dell'azienda italiana è risultata essere l'IPO. Sulla base di un ipotetico scenario di offerta pubblica è quindi stata realizzata la valutazione finanziaria di Automobili Lamborghini, attraverso il metodo DCF e quello dei multipli di mercato, al fine di poter qualificare e quantificare l'effettiva creazione di valore che avrebbe potuto comportare l'operazione per l'impresa e per Audi. Entrambi i metodi hanno portato ad un risultato estremamente positivo, certificando come l'approdo su un mercato pubblico regolamentato di un brand forte ed attrattivo come Lamborghini non possa che incrementare la trasparenza e la visibilità dell'azienda e la fiducia da parte dei clienti. Inoltre, il maggior grado di autonomia e di facilità nell'ottenimento dei capitali necessari per sostenere gli investimenti nel processo di elettrificazione della gamma veicoli, garantirebbero a Lamborghini la possibilità di continuare il proprio percorso di crescita, permettendole di competere sempre di più con il leader di settore, Ferrari. Infine, stando allo scenario ipotizzato, l'attuale unico azionista Audi potrebbe generare grazie all'operazione margini di diversi miliardi di Euro mantenendo comunque il controllo sull'azienda italiana.

Bibliografia e Sitografia

Agarwal, Echambadi, Franco and Sarkar, “Knowledge Transfer through Inheritance: Spin-out Generation, Development, and Survival”, 2004

Aguilar, F. “Scanning the Business Environment”, 1967

Albers, Wohlgezogen & Zajac, “Strategic Alliance Structures: An Organizational Design Perspective”, 2013

AIDA. [Aida - Analisi informatizzata delle aziende italiane | Bureau van Dijk \(bvinfo.com\)](#)

AMSA. [Articles — AMSA \(amsa-network.com\)](#)

G. Andarde, M. Mitchell and E. Stafford, “New Evidence and Perspectives on Merger”, Journal of Economic Perspectives, 2001

Aston Martin. [Home | Aston Martin Lagonda Corporate Website](#)

Automobili Lamborghini. [Azienda | Lamborghini.com](#)

BAIC. [BAIC Motor Corporation., Ltd](#)

Bain & Company, “A Survival Guide for Europe’s Car Dealers”, 2019

Bain & Company, “Autonomous driving, shared mobility and the rise of electric vehicles will reshape Europe’s car trade industry”, 2019

Bain & Company, “Automotive and Mobility M&A: How Companies Tune Up Their M&A Engines”, 2022

Banca d’Italia. [Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana \(bancaditalia.it\)](#)

Boston Consulting Group, “Don’t miss the exit: creating shareholder value through divestitures”, 2014

Boston Consulting Group, “How to profit in Tomorrow’s Automotive and Mobility Industry”, 2023

Blair, R and Lafontaine, F, “The Economics of Franchising”, 2005

Bloomberg. [Bloomberg.com](#)

BMW. [BMW Group](#)

Brand Finance. [Home | Brand Finance](#)

M. Brauer, “What we have acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda”, Journal of Management, 2006

Brouthers and Hennart, “Boundaries of the Firm: Insights From International Entry Mode Research”, 2007

BYD. [BYD-Technological innovations for a better life \(bydglobal.com\)](http://bydglobal.com)

CDP, SACE, SIMEST, ANFIA in collaborazione con Alix Partners, “Bilancio a 4Ruote. Cambio di marcia: la filiera dell’automotive di fronte alle sfide del mercato globale”, 2019

Changan. [About Us - Changan International \(globalchangan.com\)](http://globalchangan.com)

Chery. [chery international](http://cheryinternational.com)

Combs & Ketchen, “Why Do Firms Use Franchising as an Entrepreneurial Strategy? A Meta-Analysis”, 2003

Combs et al., “Franchising: A Review and Avenues to Greater Theoretical Diversity”, 2004

Contractor & Lorange, “Cooperative strategies and alliances”, 2002

Cordeiro, “The seventh M&A wave”, 2014

Credit Suisse, “Do spin-offs create or destroy value?”, 2012

Cruise. [Cruise Self Driving Cars | Autonomous Vehicles | Driverless Rides \(getcruise.com\)](http://getcruise.com)

Dagnino, “Coopetition Strategy”, 2009

Daimler Truck. [Home | Daimler Truck](http://daimlertruck.com)

Damodaran. [Damodaran On-line Home Page \(nyu.edu\)](http://damodaran.com)

Das & Teng, “Instabilities of Strategic Alliances: An Internal Tensions Perspective”, 2000

Deloitte, “Global Automotive Consumer Study”, 2023

Deloitte, “Meeting market disruption head on: Strategic M&A in the automotive industry”, 2023

Dongfeng. [Dongfeng Motor \(dongfeng-global.com\)](http://dongfeng-global.com)

EY, “Global Corporate Divestment Study”, 2021

FAW. [中国第一汽车集团有限公司 \(faw.com\)](http://faw.com)

Ferrari. [The Official Ferrari Corporate | Ferrari Corporate](http://ferrari.com)

Financial Times. [Financial Times \(ft.com\)](http://ft.com)

Ford. [Ford Corporate Home](http://ford.com)

GAC. [GAC MOTOR | GAC Group Profile \(gac-motor.com\)](http://gac-motor.com)

Geely. [Geely Global](#)

General Motors. [General Motors: Pushing the Limits of Transportation & Technology \(gm.com\)](#)

Gertner, Powers & Scharfstein, “Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs”, 2002

GCP. [GCP : Global Carbon Project : Homepage](#)

GWM. [GWM Group \(gwm-global.com\)](#)

Harvard Business Review, “The Truth About Mergers and Acquisitions”, 2017

P. Haspeslagh & D. Jemison “Managing Acquisitions: Creating Value through Corporate Renewal”, 1993

Helmig et al., “Co-Branding: The State of the Art”, 2008

K. Hill, D. Menk, “Contribution of the Automotive Industry to the Economies of all Fifty State and the United States”, 2010

Honda. [Honda Motor Co.,Ltd. | Honda Global](#)

Hyundai. [Hyundai Motor Group](#)

IEA. [IEA – International Energy Agency](#)

IPCC. [IPCC — Intergovernmental Panel on Climate Change](#)

Il Sole 24 Ore. [Il Sole 24 Ore: notizie di economia, finanza, borsa, fisco, cronaca italiana ed esteri - Il Sole 24 ORE](#)

Jarillo, “On strategic networks”, 1988

JP Morgan, “Evolving Trends in Corporate Spin-offs”, 2015

Lee et al., “Diversity in alliance portfolios and performance outcomes: A metaanalysis”, 2017

Lynk & Co. [Chi siamo | Lynk & Co \(lynkco.com\)](#)

Mahindra. [The Mahindra Group Official Website | Together We Rise](#)

March, “Exploration and Exploitation in Organizational Learning”, 1991

Marketline. [In an information-rich world, finding facts you can rely upon isn't always easy. MarketLine is the solution - Marketline](#)

Mazda. [MAZDA MOTOR CORPORATION GLOBAL WEBSITE](#)

McCutcheon & Stuart, “Issues in the choice of supplier alliance partners”, 2000

McKinsey & Company, “M&A should benefit from a value-creation mindset”, 2019

McKinsey & Company, “Shared mobility: Where it stands, where it’s headed”, 2021

McKinsey & Company, “The future of mobility”, 2023

MEF. [Home Page Sito Dipartimento del Tesoro - MEF Dipartimento del Tesoro](#)

Mercedes-Benz. [Home | Mercedes-Benz Group](#)

Morgan Stanley, “Spin-offs: tackling the conglomerate discount”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 23, N. 4, 2011

OICA. www.oica.net

Orbis. [Orbis | Dati comparabili sulle società | Bureau van Dijk \(bvdinfo.com\)](#)

Parmigiani & Rivera-Santos, “Clearing a Path Through the Forest: a Meta-Review of Interorganizational Relationships”, 2011

U. Pidun, “Corporate strategy. Theory and practice”, 2019

Porsche. [Porsche Newsroom – The Media Portal by Porsche - Porsche Newsroom](#)

Porter M.E., “Il vantaggio competitivo”, 2002

Porter & Fuller, “Coalitions and Global Strategy”, 1986

Prezas & Simonyan, “Corporate Divestitures: Spin-Offs vs. Sell-Offs”, 2012

PwC, “Five trends transforming the Automotive Industry”, 2017

PwC, “Global M&A Trends”, 2023

Refinitiv. [Financial Technology, Data, and Expertise | Refinitiv](#)

Registro delle Imprese. [Registro Imprese | I dati Ufficiali della Camera di Commercio](#)

Ren, Gray & Kim, “Repairing Relationship Conflict: How Violation Types and Culture Influence the Effectiveness of Restoration Rituals”, 2009

Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance. [Alliance 2030 - Renault Nissan Mitsubishi \(alliancernm.com\)](#)

Rimac. [Home - Rimac Automobili \(rimac-automobili.com\)](#)

Ritter, “Initial Public Offerings: Underpricing”, 2023

SAIC. [SAIC MOTOR](#)

Schilke & Lumineau, “Trust Development Across Levels of Analysis: An Embedded-Agency Perspective”, 2018

Statista. [Statista - The Statistics Portal for Market Data, Market Research and Market Studies](#)

Stellantis. [Official Global Website | Stellantis](#)

Tata. [The Tata group. Leadership with Trust.](#)

Tesla. [Electric Cars, Solar & Clean Energy | Tesla](#)

Toyota. [Toyota Motor Corporation Official Global Website](#)

Treccani. [Treccani, il portale del sapere](#)

Volkswagen. [Volkswagen Group Homepage \(volkswagenag.com\)](#)