



**Politecnico
di Torino**

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale

A.A. 2020/2021

Sessione di Laurea Luglio 2021

Sinergie da M&A: il caso Stellantis

Relatori:

Riccardo Calcagno

Candidati:

Gianluca Pertosa

Sommario

Introduzione	5
Capitolo 1: Fusioni ed acquisizioni	7
Il raggiungimento della sinergia	9
Le motivazioni della fusione	14
Fusione per ridurre i costi	15
Fusione per acquisire risorse	15
Fusione per diversificare	16
Fusione per l'integrazione verticale	17
Acquisizioni per ragioni personali	18
Come si articola un processo di M&A	19
La scelta delle imprese	20
L'analisi finanziaria	23
La negoziazione	27
L'integrazione	30
Scalate ostili e meccanismi di difesa	31
Poison pills	32
Terra bruciata	33
Altre strategie di difesa	33
Il paracadute d'oro	34
Chi beneficia del valore aggiunto derivante dalla fusione	34
Aspetti critici dei processi di M&A	36
Capitolo 2: Il caso Stellantis	37
La situazione precedente la fusione	39
La fusione	43
La struttura proprietaria e il CdA	48
L'analisi del titolo	49
Le aspettative e la strategia futura	51
○ Fiat e Peugeot	55
○ Alfa Romeo	55
○ Citroen	56
○ Dodge ed SRT	56
○ DS	57
○ Jeep	57
○ Lancia	57
○ Maserati	58
○ Peugeot	58
Opportunità e rischi: analisi SWOT	59
Vantaggi della fusione	61
Aspetti critici della fusione	63
Conclusione	65
Bibliografia	67

Sitografia 68

Introduzione

Le acquisizioni e le fusioni, anche definite come mergers and acquisitions (M&As), sono delle operazioni straordinarie che consentono di unire le risorse di più imprese, l'obiettivo di tali operazioni è quello di andare ad accrescere il valore aggiunto complessivo e generare di conseguenza maggiore profitto per gli stakeholders e crescita nel breve-medio termine per le aziende coinvolte. Le operazioni di M&As sono considerate come processi di crescita esterna, una modalità di crescita praticata già da molti anni ed ha profondamente modificato, a partire dalla fine del XX secolo, la struttura industriale di numerosi Paesi. Il crescente livello di globalizzazione dei mercati ha fatto sì che le imprese si avviassero verso episodi di M&A di dimensioni internazionali, infatti oramai i mercati a livello globale sono “governati” proprio da multinazionali quotate nelle maggiori piazze finanziarie del mondo. Fusioni e acquisizioni sono pertanto divenute strumenti fondamentali per affrontare le repentine variazioni degli scenari finanziari. In determinate circostanze, la fusione risulta essere addirittura l'unica strada percorribile per guadagnare quote di mercato nei confronti dei competitors, in particolar modo in settori che hanno raggiunto un livello di maturità alto e risultano quindi saturi, tramite l'acquisizione si vanno quindi ad assorbire le quote di mercato dell'impresa acquisita, riducendo conseguentemente la competizione sul mercato. La fusione risulta quindi essere una scelta strategica mirata al raggiungimento di diversi obiettivi, quali possono essere la riduzione dei costi, la necessità di acquisire determinate risorse non solo tangibili, ma anche e soprattutto intangibili costituite dall' agglomerato produttivo composto da capitale tecnico e know-

how delle risorse umane, la possibilità di espandersi in diverse zone geografiche o l'intenzione di ampliare il proprio portafoglio di prodotti e servizi offerti. Da ciò è possibile evincere come risulti notevolmente più semplice acquisire direttamente un'azienda che ha già sviluppato delle competenze in determinati ambiti o che possieda delle risorse e sappia bene come sfruttarle, piuttosto che partire da zero con l'intenzione di realizzare determinati obiettivi. Nel primo capitolo di questo elaborato vengono descritte le varie tipologie di fusioni che si profilano alle aziende e la descrizione dettagliata delle motivazioni che inducono le imprese a percorrere la strada della fusione

Capitolo 1: Fusioni ed acquisizioni

Le fusioni possono essere realizzate su due piani, le imprese possono acquisire altre imprese che operano nello stesso settore per eliminare quindi la concorrenza, in questo caso si parla di fusione orizzontale, oppure possono acquisire delle imprese operanti in settori diversi ma necessarie alla realizzazione dei propri prodotti o servizi, come ad esempio fornitori di materie prime o semilavorati, in questo caso si parla fusione verticale.

Dal punto di vista giuridico esistono essenzialmente due tipologie di fusioni:

- le fusioni ex novo, ovvero quelle che danno vita ad un'impresa totalmente nuova, ad esempio l'impresa A acquisisce l'impresa B e nasce una nuova impresa C
- le fusioni in cui una o più imprese vengono accorpate ad un'impresa principale cui fanno capo le varie scelte strategiche, ad esempio quando l'impresa A acquisisce le imprese B e C, e l'impresa originaria resta A

Le operazioni di M&A si distinguono inoltre per la metodologia adoperata per la remunerazione degli azionisti dell'impresa target, quando si procede tramite uno scambio di azioni, il cosiddetto stock swap, gli azionisti dell'impresa target ricevono, in cambio delle vecchie azioni, delle nuove azioni dell'impresa acquirente o della nuova impresa che si viene a formare,

altrimenti ricevono una tradizionale remunerazione cash, o piuttosto un mix delle due forme.

Un'offerta di acquisizione comporta sempre una reazione nel mercato, questo perché per acquistare, l'offerente deve necessariamente offrire un prezzo maggiore rispetto al valore dell'azienda target, il premio di acquisizione, che comporterà un vantaggio per gli acquisiti, i quali, solitamente ottengono un gain medio del 15% rispetto al valore precedente l'offerta¹.

Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Vol. 2, Chapter 15, pp. 291–430, B. E. Eckbo, ed., Elsevier/North-Holland Handbook of Finance Series, 2008.

Il raggiungimento della sinergia

L'obiettivo che risiede alla base di ogni acquisizione è la creazione di valore aggiunto, in particolar modo ciò che si mira a raggiungere è la sinergia grazie alla quale il valore derivante dalla fusione delle imprese, sia superiore alla semplice somma del valore delle due imprese:

- $V(AB) > V(A) + V(B)$

In parole povere, ciò che si punta ad avere con il raggiungimento della sinergia, è $2 + 2 = 5$. Le sinergie possono nascere dalla comunione di risorse, ovvero eliminando inutili e dispendiose duplicazioni di asset, e dalla presenza complementare di risorse specializzate, il cui utilizzo combinato ne aumenta sia l'utilità che il valore. La possibilità di sfruttare sinergie è una condizione necessaria all'origine delle operazioni di fusione e di acquisizione ed è anche la ragione per la quale il prezzo pagato per acquisire una società è tipicamente superiore (a volte più del previsto) al suo valore antecedente l'acquisizione. Per eseguire una valutazione delle sinergie nell'ipotesi di una fusione può essere effettuata, si può procedere utilizzando il metodo dei flussi di cassa scontati: si esegue una stima del valore dell'impresa sorta dalla fusione delle due imprese preesistenti e si confronta tale valore con la somma dei valori delle due imprese singolarmente considerate. La differenza che ne deriva viene definita come il valore delle sinergie. La formazione di valore avviene solo se gli utili superano i costi di transazione che vengono a

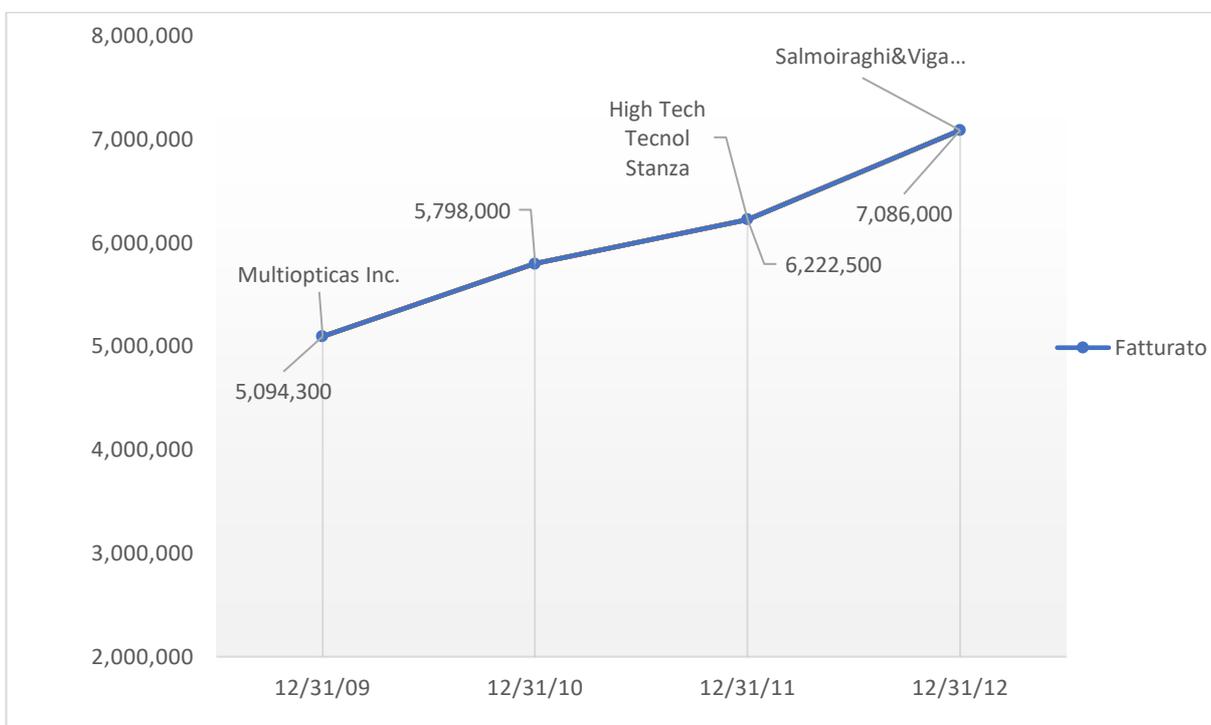
sostenersi al fine di poter portare a termine la fusione. Il valore generato dalle operazioni di fusione e acquisizione può essere diviso tra le due imprese A e B in più modi, in maniera dipendente dalla struttura proprietaria adottata a seguito del processo di M&A, in linea generale la quota di valore viene spartita in base alla quota di azioni che ciascuno possiede. Nel procedere all'acquisto della società target, l'offerente paga un prezzo più alto di quelli che sono gli attuali flussi di cassa, questo perché la società acquisita presenta, in condizioni normali, un'opportunità di crescita che l'offerente mira ad inglobare mediante la realizzazione delle sinergie. Tuttavia, per poter generare degli utili occorre del tempo, tanto maggiore sarà il prezzo di acquisto o il tasso di sconto per calcolare il valore attuale dei flussi di cassa futuri, tanto più tempo sarà necessario per permettere all'acquirente di rientrare nelle spese sostenute, per questo motivo occorre ponderare da parte dell'impresa target, un giusto prezzo da presentare all'acquirente. Grazie alla fusione è possibile dar vita a due tipologie di sinergie, quelle operative e quelle finanziarie. Le sinergie operative permettono all'impresa di aumentare i flussi delle attività correnti e di generarne di nuovi, fanno parte di tali sinergie anche le economie di scala e di scopo, un controllo maggiore sui prezzi, sul mercato e sull'internalizzazione delle transazioni. Grazie all'ausilio delle economie di scala e di scopo è possibile beneficiare di miglioramenti relativi ai costi di produzione, distribuzione, logistici e amministrativi. Il controllo del mercato consente di ridurre la numerosità dei competitors e favorire la crescita. L'impresa generata dalla fusione è in grado di raggiungere un livello maggiore di efficienza ed inoltre ridurre i rischi, poiché in grado di fondere le competenze e i punti di forza posseduti dalle varie imprese. Le sinergie finanziarie consentono invece di godere di una

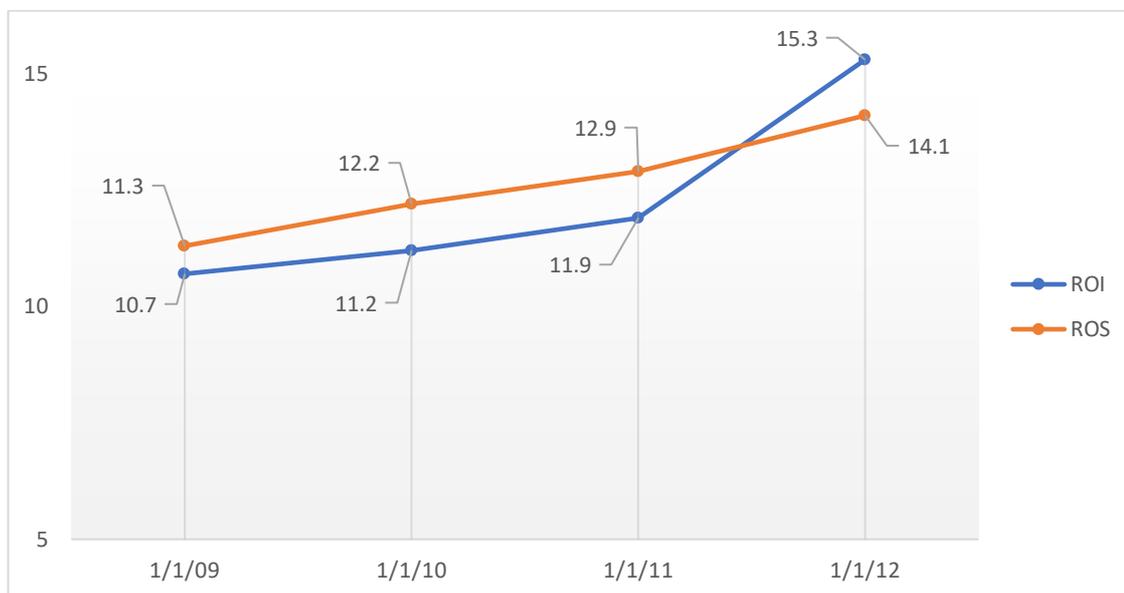
maggior disponibilità di credito, vantaggi fiscali e la possibilità di ridurre il costo del capitale. La maggior disponibilità di credito fa sì che l'impresa possa godere di maggior stabilità economica e finanziaria, riducendo il rischio e riuscendo ad attirare un numero più consistente di finanziatori. L'impresa inoltre è in grado di reperire finanziamenti ad un costo minore e ciò le consente di ridurre il costo del capitale. Oltre a ciò, è anche possibile beneficiare dei vantaggi derivanti dall'aumento della quota degli ammortamenti. Questi due tipi di sinergie presentano effetti diversi sul processo di fusione, secondo una ricerca eseguita da E. Devos², si è rilevato che le sinergie operative hanno un impatto circa quattro volte superiore rispetto a quelle finanziarie sull'aumento del capitale nelle fusioni. Inoltre, la gran parte delle sinergie vengono messe in atto per due ragioni principali: ridurre i costi o aumentare i ricavi. Le sinergie messe in atto per ridurre i costi sono solitamente raggiungibili in maniera più semplice poiché è possibile eseguire maggiori stime. Nel mondo della finanza, è pieno di casi di sinergie raggiunte, ed un esempio di sinergia pienamente raggiunta è rappresentato da tutte le operazioni di M&A effettuate da Luxottica SPA, nel corso degli anni infatti l'impresa leader globale nella produzione e vendita di occhiali, ha acquisito numerose imprese del settore, quali Oakley, Rayban, Salmoiraghi&Viganò, già da una prima lettura dei bilanci si evince un notevole aumento dei ricavi totali, a conferma di questa prima affermazione, riportiamo qui alcuni ulteriori dati utili ad inquadrare meglio la situazione delle acquisizioni di Luxottica negli anni fra il 2009 ed il 2012.

² How Do Mergers Create Value? A Comparison of Taxes, Market Power, and Efficiency Improvements as Explanations for Synergies

Luxottica SPA	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Fatturato	5.094.300	5.798.000	6.222.500	7.086.000
EBIT	567.029	3.310	803.115	998.403
EBITDA/Vendite	0,192	0,181	0,177	0,127
ROI	10,7	11,2	11,9	15,3
ROS	11,3	12,2	12,9	14,1
Costi/Fatturato	0,89	0,88	0,87	0,86

Dati dei bilanci reperibili su Luxottica.com





Elaborazione dei dati dei bilanci pubblici

Come è possibile evincere dal grafico sopra riportati, le acquisizioni effettuate da Luxottica hanno contribuito ad un aumento del fatturato nel corso degli anni, a conferma di ciò sono stati riportati anche gli andamenti del ROS e del ROI per lo stesso periodo, anche per questi, si nota un trend decisamente in salita, in particolar modo per il ROI, che poi è proprio il più importante degli indici da tenere in considerazione per gli investimenti, possiamo infine considerare il rapporto Costo-Fatturato, che assume un andamento in discesa man mano che vengono effettuate le acquisizioni. Grazie quindi ai dati mostrati fin ad ora possiamo concludere con un buon margine di sicurezza che le acquisizioni messe in atto da Luxottica abbiano generato delle sinergie finanziarie.

Le motivazioni della fusione

Nel corso degli ultimi decenni, le operazioni straordinarie di acquisizione e fusione hanno preso sempre maggiormente piede nel mercato capitalistico occidentale, le imprese sono sempre più spinte ad intraprendere tali percorsi in modo da potersi espandere in una direzione ben definita, acquisire un'azienda non vuol dire solo possederne fisicamente gli asset, ma significa inglobarne l'intero meccanismo produttivo, in questo modo l'azienda che intende crescere sarà in grado di farlo senza la necessità di dover colmare il gap relativo al know-how, che si avrebbe qualora l'impresa decidesse di fare un investimento relativo solo agli asset. Fondamentalmente acquisire un'impresa significa, per l'offerente, creare valore aggiunto, un lampante esempio di questo ragionamento lo si trova nelle parole di Ed Whitacre, il quale giustificò l'enorme investimento per acquisire AT&T nel 2005 (15 miliardi di dollari) nel valore delle sinergie derivanti dall'acquisizione.

Fusione per ridurre i costi

La fusione di due imprese può avvenire per cercare di ridurre i costi, le ragioni alla base di questa scelta possono essere molteplici come ad esempio la possibilità di sfruttare economie di scala che consentono alle imprese che partecipano alla fusione di condividere capitale che presenta un costo fisso al fine di spalmare quest'ultimo su una produzione più ampia, o ancora andare a ridurre le duplicazioni degli asset o la riduzione dell'asimmetria informativa. Un'altra possibilità di ridurre i costi è quella di poter sfruttare le economie di scopo, ovvero la possibilità di produrre diversi beni o servizi sfruttando gli stessi fattori produttivi come ad esempio fa il gruppo LVMH, che sfrutta le proprie risorse per gestire numerosi brand³.

Fusione per acquisire risorse

Un'altra motivazione che spinge le imprese ad intraprendere la strada della fusione è quella di acquisire determinate risorse possedute dall'impresa target, queste risorse possono essere molteplici. Innanzitutto occorre fare distinzione tra risorse tangibili e risorse intangibili, vengono indicate come tangibili tutte quelle risorse che sono rappresentate da beni fisicamente presenti in azienda quali il capitale tecnico necessario alla produzione ovvero

³ Management of a luxury brand: Dimensions and sub-variables from a case study of LVMH. R. Cavender, D. H. Kincaid

i macchinari, i fabbricati o i magazzini, oppure i terreni, mentre vengono classificate come intangibili tutte quelle risorse che non esistono in forma fisica ma che sono parte costituente del valore dell'impresa, alcuni esempi di risorse intangibili sono: marchi e brevetti, immagine, reputazione, fidelizzazione dei clienti ecc. Acquisire una determinata risorsa però può tradursi in un problema, perché spesso una risorsa funziona solo nel contesto in cui essa opera, proprio per questa ragione l'impresa interessata a determinate risorse percorre la strada dell'acquisizione, in maniera tale da non sradicarle dal proprio contesto e poterne quindi sfruttare a pieno il potenziale. Uno degli esempi più famosi di questa tipologia di acquisizione lo si ha con la fusione Disney-Pixar, la Disney di fatti necessitava di un comparto tecnologico per la realizzazione di film di animazione digitali, un campo in cui la Pixar invece era molto più avanti, l'acquisizione costò a Disney 7.4 miliardi di dollari, una cifra davvero ingente, ma che se investita nella realizzazione di un reparto interno di animazione digitale, non avrebbe garantito gli stessi risultati⁴.

Fusione per diversificare

Una delle ragioni che può spingere un'impresa ad effettuare un'acquisizione è rappresentata anche dalla necessità di voler diversificare. Esistono due

⁴ The Walt Disney Company and Pixar Inc.: To Acquire or Not to Acquire? J. Alcacer, D. J. Collis

tipologie di diversificazione, la diversificazione del portafoglio prodotti e quella degli investimenti. Nel caso in cui un'impresa decida di acquisirne un'altra per poter allargare la propria offerta di prodotti o servizi, può decidere di acquistarne una più o meno avviata a seconda dell'impegno che decida di dedicarvici, per quanto riguarda invece la diversificazione negli investimenti, l'impresa iniziale può decidere di acquisire ad esempio una start-up in cui crede per cercare di trarre profitto dalla sua crescita futura.

Fusione per l'integrazione verticale

Spesso le aziende producono un bene che necessita di determinati componenti (semilavorati) che però non è in grado di produrre, per questo motivo deve acquistarli all'esterno, tuttavia acquistare all'esterno rende l'intero processo soggetto a variabili che non è possibile controllare in maniera diretta, organizzazione, prezzi dell'opzione esterna, qualità, sono solo alcuni dei fattori in gioco. A questo punto può rendersi necessaria l'acquisizione di un'impresa che produce i semilavorati impiegati nella realizzazione del bene finale, in questi casi si dice che l'impresa è integrata verticalmente. I benefici dell'integrazione verticale sono molteplici, come la possibilità di controllare direttamente la qualità del componente di cui si necessita, una migliore organizzazione nella gestione delle scorte e del flusso logistico o ancora, e soprattutto, un risparmio sul prezzo dell'elemento in questione, tuttavia bisogna anche tenere in considerazione gli aspetti critici

derivanti da questa scelta, infatti le imprese che decidono per l'integrazione verticale vanno ad aumentare le loro dimensioni, e controllare imprese di dimensioni maggiori diventa più complesso, per questo non tutte le compagnie propendono per l'integrazione verticale, come ad esempio Microsoft che ha deciso di produrre esclusivamente il software e cederlo in licenza, ma non l'hardware su cui farlo girare.

Acquisizioni per ragioni personali

I casi analizzati fino ad ora hanno spiegato le ragioni di tipo economico che spingono un manager ad effettuare un'operazione di M&A, tuttavia esistono delle motivazioni non sempre guidate dalle analisi economiche, ma piuttosto da ragioni personali. Guidare un'impresa di dimensioni maggiori consente al manager di godere di una fama e prestigio personali maggiori, ed ovviamente poter beneficiare di una remunerazione più consistente, oltre ad accrescere il proprio prestigio, talvolta le acquisizioni sono guidate da distorsioni dovute ai bias cognitivi dei manager, i quali sono convinti di possedere abilità tali da consentirgli di riuscire ad ottenere del valore aggiunto anche da fusioni che presentano scarse possibilità di farlo, essenzialmente sovrastimano le proprie capacità manageriali. Il problema principale che sta alla base di determinate scelte è lo scarso monitoring delle scelte del manager da parte del consiglio di amministrazione.

Come si articola un processo di M&A

Quando ci troviamo di fronte ad un processo di acquisizione, ci si riferisce all'intero processo, che inizia con l'identificare ciò di cui si necessita, per poi giungere all'acquisizione o del controllo o della quota maggioritaria di capitale di un'altra impresa e concludersi con la messa in atto dell'integrazione vera e propria delle due imprese. Il processo mediante il quale viene effettuata la decisione sulle acquisizioni è graduale, in esso si notano le competenze del management dell'impresa. Non sempre però si tratta di scelte oculate, spesso le acquisizioni sono frutto di opportunità offerte dal mercato, scelte effettuate in finestre temporali ridotte, che rendono l'integrazione più pericolosa. Ciò accade principalmente perchè la volontà di ingrandire le dimensioni dell'impresa prevale sulla ragione, e non vengono ponderate con particolare oculatezza le sinergie fra le imprese coinvolte. Il processo di acquisizione è quindi molto articolato e richiede, in gran parte delle casistiche, una serie di scelte su cui concentrarsi con attenzione. La transazione economica che segue l'acquisizione è di grande importanza non soltanto per le aziende ma anche per le risorse umane che ne compongono l'organico. In ogni acquisizione, i vari step possono presentare durate e contenuti molto diversi fra loro per via della complessità e delle variabili in gioco. Detto questo, il processo di M&A si elabora fundamentalmente in quattro fasi: la scelta, l'analisi finanziaria, la negoziazione e l'integrazione. Nella realtà dei fatti, queste quattro fasi sono esclusivamente delle concettualizzazioni, poiché il processo dell'acquisizione è un flusso continuo delle varie fasi.

La scelta delle imprese

Si inizia con una analisi delle imprese che rispecchiano i criteri che sono stati decisi in precedenza in modo da individuare i candidati all'acquisizione. Immaginiamo di essere un'azienda produttrice di vernici, abbiamo due possibilità per effettuare crescita esterna, acquisire un'impresa produttrice di barattoli o acquisire un'altra impresa produttrice di vernice, quindi possiamo espanderci per integrazione verticale o orizzontale, ovviamente si tratta di una situazione semplificata, ma utile a comprendere in maniera diretta le possibilità di fronte a cui si trova un'impresa che deve fare una scelta di crescita esterna. Affinché ciò avvenga, è innanzitutto necessario stabilire il target per capire quali siano le imprese rispondenti ai requisiti, una volta individuato il target si procede con la prima cernita del portafoglio di imprese candidate, escludendo tutte quelle aziende non interessate o che espongano condizioni assolutamente non convenienti. Infatti, per far in modo che l'acquisizione avvenga, è necessaria una collaborazione di entrambe le parti. I metodi di selezione sono molteplici e variano fra loro, innanzitutto è necessaria un'affinità strategica complessiva, i requisiti richiesti, la coerenza organizzativa e ovviamente la realizzabilità a livello finanziario. I micro passaggi di questo processo sono:

• **La pianificazione della strategia**

Si tratta di un'analisi del settore in cui si opera e di individuare la presenza di possibili lacune dell'impresa, si procede con l'identificazione di eventuali sinergie e una volta che l'acquisizione sarà ultimata, stimare l'impatto che essa avrà sia sulla strategia interna ma anche sul contesto competitivo. L'analisi dei punti di forza e di debolezza dell'impresa target è un ulteriore step necessario per individuarne gli aspetti chiave per delinearne il valore.

• **La valutazione del target**

In questa fase viene delineato il background globale e viene definito il target di acquisizione. In questa fase, è molto importante determinare l'immagine ideale dell'azienda target, quindi è necessario condurre un'analisi per approfondire le caratteristiche dell'azienda target (scala, area geografica e riferimento, settore, investimento totale, limite di prezzo dell'offerta, compatibilità organizzativa, ecc.).

Un esempio pratico di come avvengano le scelte nell'acquisizione delle imprese lo abbiamo con Campari, la quale nel corso degli anni ha acquisito numerose imprese operanti nel medesimo settore, ovvero quello di produzione di bevande alcoliche, in particolare dei premium brand in modo da tenere sempre alta l'asticella del gruppo, l'obiettivo alla base di queste scelte è duplice, quello di ampliare il business, ma avere anche l'opportunità di diversificare, la strategia del gruppo si basa su di un'equa ripartizione di

crescita, interna ed esterna. Un esempio pratico di come il gruppo effettui le proprie valutazioni lo si ha con una delle più recenti acquisizioni effettuate, ovvero l'acquisto di Tannico S.p.A. con l'obiettivo di proseguire una scelta strategica ben precisa come dichiara il gruppo stesso⁵, ovvero l'ampliamento del canale di vendita online. La scelta in questione è stata effettuata in maniera ben precisa, infatti non solo Tannico è uno dei principali canali di distribuzione di bevande alcoliche online con una quota di mercato che supera il 30%, ma tratta esclusivamente brand di fascia alta, scelta che rientra perfettamente nell'ottica del gruppo.

5

<https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20200605%20CPR%20Tannico%20ITA.pdf>

L'analisi finanziaria

Determinata la società target, si può iniziare a stimare il valore di tale società e recuperare informazioni sulla compatibilità strategica e le opportunità economiche e finanziarie dell'acquisizione. Una volta determinata la società ideale, le questioni finanziarie dell'operazione devono essere risolte sia dal punto di vista della valutazione dell'azienda da acquisire, che dal punto di vista finanziario di acquisizione globale, solo a questo punto si iniziano a sviluppare strategie efficaci per la fase di negoziazione. Si procede con un'indagine approfondita della società in oggetto sotto diversi aspetti, si tratta di un controllo quanto più possibile dettagliato relativo agli obiettivi prefissati, ai tempi e ai costi. Da questa indagine si ottengono numerose informazioni sull'azienda target, innanzitutto si inizia con il recupero dei documenti più importanti e basilari, quali il bilancio e il piano strategico, che consentono una prima valutazione sommaria del target, attraverso essi si procede alla valutazione di strategia e di posizionamento, viene inoltre verificate la l'effettiva solidità patrimoniale e finanziaria, per poter quindi eventualmente trattare sul prezzo finale. Questa analisi risulta pertanto un processo di fondamentale importanza, poiché racchiude una serie di aspetti cruciali per eseguire una corretta valutazione dell'impresa da acquisire. Gli aspetti chiave da monitorare sono: vantaggio competitivo, clientela e concorrenza. Inoltre bisogna valutare anche il tempo necessario affinché si instauri una sinergia fra l'acquirente e l'acquisita e quindi i relativi costi di transazione. In conclusione, tutte queste analisi sono in grado di fornire i dati necessari per effettuare una proposta concreta all'acquirente, in cui si rendono note le condizioni, l'oggetto di interesse, la validità della proposta

ed ovviamente il prezzo che si intende offrire. Negli scorsi anni, è salito alla ribalta uno dei casi di M&A più grandi della storia⁶, ovvero l'acquisizione di Whatsapp da parte di Facebook per 19 miliardi di dollari (a causa dell'aumento del prezzo delle azioni di Facebook al completamento dell'operazione, il valore complessivo salì a 22 miliardi): 4 miliardi cash, 12 miliardi in azioni, ulteriori 3 miliardi di azioni vincolate per i dipendenti Whatsapp. All'epoca dei fatti, il costo dell'operazione venne valutato eccessivo da numerosi analisti a causa dell'eccessivo tempo richiesto per raggiungere il BEP (break even point), ovvero il momento in cui l'investimento viene completamente ripagato, stimato in circa 37 anni. Tuttavia essi non tenevano conto né del control premium derivante dal rafforzamento della posizione di mercato, né delle sinergie dalla fusione, infatti grazie a queste due componenti che si stima abbiano entrambe un impatto del 20% sui ricavi, il valore stimato di Whatsapp risulta essere di circa 4,8 miliardi di dollari, se si considera che l'ammontare pagato cash è stato di 4 miliardi, mentre il restante è stato pagato sotto forma di azioni, l'intera valutazione finanziaria, che inizialmente sembrava fuori misura, assume dei tratti molto più ragionevoli. A questo punto risulta chiaro come una valutazione finanziaria fine a se stessa, basata solo sui bilanci e sui flussi di cassa, non possa essere l'unico elemento da tenere in considerazione, ma studiare il mercato, e il potenziale impatto che l'impresa target possa avere su di esso, si rivela decisivo nel momento in cui si decide per l'acquisizione. La cifra pagata da Facebook per acquisire Whatsapp, alcuni anni dopo, si è dimostrata assolutamente in linea con il livello di crescita che ha raggiunto,

⁶ <https://www.gadgetsnow.com/slideshows/12-biggest-technology-acquisitions-of-all-time/hewlett-packard-buys-compaq-for-about-19-billion-in-2001/photolist/61556502.cms>

di fatti Whatsapp solo 4 anni dopo la conclusione dell'operazione, contava una user base di 1,5 miliardi di persone, superando con i suoi 60 miliardi di messaggi al giorno, qualsiasi social network esistente, questo dimostra come nonostante all'epoca dell'operazione molti analisti fossero contrari, la scelta di Facebook si sia rivelata vincente. Nonostante sia difficile fare una stima esatta per via dei dati aggregati, nel 2014 la user base di Whatsapp era composta da 450 milioni di utenti, il che si traduce in un prezzo medio di 42,5\$ per utente, ad oggi se si moltiplica questo prezzo per l'utenza attuale si ottiene un valore di circa 50 miliardi di dollari, un valore che sancisce in maniera definitiva il successo dell'operazione di acquisizione.

Exhibit 6 – Simple Break Even Period Calculation			
Sl. No.	Parameter	Unit	Value
1	User base	bn	1.00
2	% paying	%	100%
3	Annual Usage charge	\$	1.00
4	Steady state revenue	\$ bn	1.00
5	Expenses (assumed)	%	20%
6	Pre-tax profits	\$ bn	0.80
7	Tax Rate	%	35%
8	PAT	%	0.52
9	Valuation	\$ bn	19.00
10	<i>Break even period</i>	<i>years</i>	<i>36.54</i>

Exhibit 11 – As Is Valuation of WhatsApp								
Sl.	Parameter	Unit	0	1	2	3	4	5
	Year		2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	Active Users	mn	450	1,000	1,250	1,500	1,725	1,898
2	Growth	%			25%	20%	15%	10%
3	% paying	%		25%	25%	25%	25%	25%
4	Usage Charges per annum	\$		1	1	1	1	1
5	Revenue	\$mn	50	250	313	375	431	474
6	[-] Cash Expenses	20%		50	63	75	86	95
7	PBT	\$mn		200	250	300	345	380
8	[-] Taxes	35%		70	88	105	121	133
9	PAT	\$mn		130	163	195	224	247
10	[-] Incremental Working Capital (% of incremental revenue, assumed)	10%		20	6	6	6	4
11	[-] Capital Expenditure (% of Sales, assumed)	5%		12.50	15.63	18.75	21.56	23.72
12	Free Cash Flow to the firm (FCFF)	\$mn		98	141	170	197	219
13	Terminal Growth Rate	%	5%					
14	Discount Rate	%	10%					
15	Terminal Value	\$mn						4,592
16	PV of FCFF	\$mn		89	116	128	135	136
17	[+] PV of TV	\$mn						2,851
18	Enterprise Valuation	\$mn	3,454					
19	[+] Control Premium	20%	691					
20	[+] Synergistic Values in future, growth platform	20%	691					
21	Total Consideration		4,835					
19	[-] Net Debt	\$mn	-					
20	Equity Valuation	\$mn	4,835					

tabelle provenienti da Edupristine.com

La negoziazione

La fase che segue quella di valutazione è la fase di negoziazione, ovvero l'avvio dell'iter di trattative fra le aziende coinvolte. Una volta che la società target è stata determinata e il target del venditore è noto, si procede con una valutazione finanziaria che conduce ad una formulazione del prezzo. Quest'ultima deve tenere conto innanzitutto del valore contabile dell'azienda, ma deve anche includere gli eventuali benefici che si otterrebbero dall'acquisizione dell'impresa in oggetto, una volta che il prezzo finale è stato formulato, esso viene comunicato al management dell'impresa target, che a sua volta deve procedere con una risposta all'azienda acquirente in cui esplicita se accettare o meno la proposta ricevuta, ovviamente il prezzo finale viene comunque pattuito in base alle disposizioni di entrambe le parti coinvolte. Oltre al premio, ci sono vari aspetti da negoziare come ad esempio sono chi dovrà gestire la nuova impresa, le dimensioni del nuovo CdA e persino l'eventuale nuovo nome dell'impresa. Alla base quindi della buona riuscita di una negoziazione, vi sono quattro pilastri che sono:

- La chiarezza degli obiettivi
- La capacità di ascolto
- L'efficacia comunicativa
- L'adeguamento degli interlocutori

Essenzialmente, se anche solo una delle due parti in gioco, non è disposta a scendere a compromessi, è molto difficile che ci troveremo dinanzi ad una negoziazione fruttuosa.

Per riportare un esempio di negoziazione, possiamo fare riferimento ad una mail inviata da Steve Jobs a James Murdoch sull'accordo dei prezzi degli eBook da attuare nello store online di Apple, non si tratta di una negoziazione avvenuta per dar vita ad un'operazione di M&A, ma essendo Jobs il CEO di Apple di quegli anni, ed anche colui che si occupava personalmente delle trattative di acquisizione, ed inoltre, trattandosi di un accordo commerciale ai limiti del monopolio (tanto da essere stato oggetto di una causa), possiamo semplificare ed adottarlo come esempio dello svolgimento di una negoziazione in un'operazione di acquisizione.

James,

Our proposal does set the upper limit for ebook retail pricing based on the hardcover price of each book. The reason we are doing this is that, with our experience selling a lot of content online, we simply don't think the ebook market can be successful with pricing higher than \$12.99 or \$14.99. Heck, Amazon is selling these books at \$9.99, and who knows, maybe they are right and we will fail even at \$12.99. But we're willing to try at the prices we've proposed. We are not willing to try at higher prices because we are pretty sure we'll all fail.

As I see it, HC has the following choices:

1. Throw in with Apple and see if we can all make a go of this to create a real mainstream ebooks market at \$12.99 and \$14.99.
2. Keep going with Amazon at \$9.99. You will make a bit more money in the short term, but in the medium term Amazon will tell you they will be paying you 70% of \$9.99. They have shareholders too.
3. Hold back your books from Amazon. Without a way for customers to buy your ebooks, they will steal them. This will be the start of piracy and once started there will be no stopping it. Trust me, I've seen this happen with my own eyes.

Maybe I'm missing something, but I don't see any other alternatives. Do you?

Regards,
Steve



Possiamo notare come a farle da padrona sia la chiarezza espositiva e l'impostazione di un tono abbastanza colloquiale, per cercare un coinvolgimento maggiore della controparte, Jobs inoltre, nell'elencare le alternative disponibili a Murdoch, cerca di indurre in lui un senso di "fretta" nel dover prendere una decisione, ma senza lasciargli intendere che non avrà voce in capitolo, anzi, Steve termina la mail con "*Maybe I'm missing something, but I don't see any other alternatives. Do you?*" per coinvolgere l'interlocutore nella proposta di piani alternativi, evitando quindi di imporgli solo dei piani precedentemente definiti.

L'integrazione

Una volta siglato il contratto, si procede con l'effettiva integrazione delle due aziende, il passaggio in questione risulta di cruciale importanza, infatti per quanto sulla carta possa rivelarsi un ottimo piano, se la reale integrazione fra le risorse non dovesse avvenire correttamente, l'intera fusione potrebbe risultare fallimentare. Il processo di integrazione va pianificato in maniera molto chiara per coinvolgere nel modo corretto il personale lavorativo, bisogna svolgere delle attività che consentano all'impresa acquisita di interagire con le modalità operative di quella acquirente, ad esempio rendendone partecipe le risorse in progetti o decisioni tipicamente messi in atto. Gli aspetti più importanti per creare un'atmosfera adatta al trasferimento di capacità tra le imprese risiedono innanzitutto nella reciproca comprensione dell'organizzazione delle imprese, nella collaborazione dei membri dopo l'acquisizione, la capacità di trasferire e ricevere le risorse e le competenze. Per parlare di integrazione ben riuscita, potremmo fare riferimento al periodo successivo alla fusione di Fiat e Chrysler, quando sia il personale che i dirigenti erano fortemente spaventati da questo radicale cambiamento, Marchionne intraprese fin da subito diverse misure per mostrare ai dipendenti come l'azienda fosse loro vicina. Di fatti un aspetto critico per il successo di un'operazione di M&A sia proprio rappresentato dalla capacità di gestire l'integrazione delle risorse umane, Marchionne investì molto nell'ammodernamento delle sedi di lavoro, delle mense e dei servizi igienici. Un esempio che restò impresso in memoria fu la scelta dell'ubicazione dell'ufficio di Marchionne, egli infatti scelse come sede il reparto di ingegneria. Il suo obiettivo era quello di inviare un segnale, cioè la

piena disponibilità nei confronti degli addetti ai lavori, egli aveva dunque scelto di porsi allo stesso livello dei suoi collaboratori, per aiutarli a sentirsi parte integrante dell'azienda, di fatti evitò anche di delegare i colloqui per la scelta del suo team alla divisione delle risorse umane, ma scelse personalmente ogni componente del suo team per garantire un rapporto di massima fiducia.

Scalate ostili e meccanismi di difesa

Se fino ad ora abbiamo parlato di come si svolga un processo di M&A che segue una strada favorevole, in cui i membri del CdA sono propensi alla fusione e quindi la negoziazione si svolge in un clima amichevole, adesso passiamo ad analizzare il caso in cui i membri del CdA e il management dell'impresa target non sono interessati alla vendita, mentre l'offerente sì, in questo caso ci troviamo di fronte ad una scalata ostile. In situazioni in cui il target non è interessato alla vendita, non basta offrire un premio più alto per accaparrarselo, la strada che l'acquirente deve intraprendere è quella di acquistare un numero di azioni sufficiente a poter rimpiazzare il vecchio CdA, in maniera tale che i sostituti votino a favore dell'approvazione del merging, assieme all'acquisto delle azioni, l'offerente spesso tenta di intraprendere una proxy fight, cioè cercare di ottenere le deleghe di un numero abbastanza alto di azionisti tale da avere potere decisionale in sede

di votazione. A sua volta, l'impresa target dispone di alcuni meccanismi di difesa che le consentono di arginare una scalata ostile.

Poison pills

Nel caso in cui un acquirente venga a possedere una quantità di azioni oltre una certa soglia, definita trigger, scatta in automatico la poison pill, ovvero l'emissione di nuove azioni su cui vige il diritto esclusivo per gli azionisti correnti dell'impresa target di acquistarle ad un prezzo notevolmente ridotto, in questo modo la scalata diventa notevolmente più costosa per l'offerente. Se però da una parte questo meccanismo protegge il target da una scalata ostile, dall'altra rende più difficoltosa la sostituzione di un management inefficiente, questo aspetto è fonte di potenziale perdita di valore perché gli investitori, consci di questo problema, valutano come più rischioso l'investimento, di fatti a seguito dell'adozione di una poison pill, il prezzo tipicamente cala⁷.

⁷ P. Malatesta and R. Walkling, "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 20(1) (1988): 347–376

Terra bruciata

Per rendere l'azienda meno attraente all'occhio dell'investitore, il target decide di vendere (o svendere) determinati asset fondamentali alla creazione di valore, ovviamente non è una delle tattiche più prolifiche, sia perché l'offerente può decidere di procedere comunque all'acquisizione sottraendo il valore dell'asset, sia perché il target corre il rischio di ritrovarsi in una situazione svantaggiosa qualora venisse a mancargli una risorsa così importante.

Altre strategie di difesa

Per evitare delle acquisizioni indesiderate, è possibile stabilire che vi sia una maggioranza qualificata in assemblea che debba approvare l'operazione è una soglia che può essere posta anche all'80/90%, oppure accettare esclusivamente un'offerta "soddisfacente", dove a stabilirlo sono i manager di alto livello e il CdA, in maniera tale da rendere tutti soddisfatti dell'acquisizione, in questi casi il premio di acquisizione sale notevolmente.

Il paracadute d'oro

Occorre però precisare che talvolta, tutte le misure intraprese da un'azienda per limitare i tentativi di scalata ostile, rischiano di diventare controproducenti perché i managers godono di eccessiva protezione dalla sostituzione ed intraprendere quindi degli interessi personali, per arginare questa situazione, vengono adottati i paracadute d'oro, ovvero degli ingenti bonus da erogare ai manager qualora l'impresa venga rilevata e di conseguenza essi sostituiti, per far sì che non ostacolino i tentativi di scalata amichevole.

Chi beneficia del valore aggiunto derivante dalla fusione

A seguito dell'annuncio di un'offerta di acquisto, gli effetti sul prezzo delle azioni sono diversi, a seconda che si tratti dell'offerente o dell'impresa target, inoltre bisogna fare distinzione tra acquisizione amichevole e ostile.

Nel momento in cui l'acquirente annuncia l'offerta al target pubblicamente, nel breve periodo, è quest'ultima a beneficiare di un maggiore ritorno sul prezzo delle azioni nell'immediato se l'acquisizione va a buon fine, in particolare, il guadagno è maggiore in caso di acquisizioni ostili rispetto a quelle amichevoli, perché in questi casi il management dell'impresa target

tende inizialmente ad opporsi all'acquisizione, e questo fa aumentare il premio. Nel lungo periodo invece la situazione non è molto diversa, infatti secondo lo studio di Healy/Palepu⁸ si dimostra che l'acquirente tende a non mostrare ottime performance sul prezzo delle azioni se effettua l'acquisizione tramite azioni, invece si può notare un ritorno considerevole qualora l'acquisizione venga pagata cash, l'origine di questo risultato potrebbe risiedere nel fatto che a seguito di un'acquisizione tramite azione, l'impresa offerente debba successivamente emettere nuove azioni che ne determinano un calo del prezzo. Se analizzate solo da un punto di vista dei ritorni sulle azioni, le operazioni di M&A sembrerebbero non convenire all'impresa acquirente, tuttavia egli punta a creare delle sinergie e a migliorare quindi la produttività per incrementare i propri ricavi.

⁸ "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", P.M. Haely; K.G. Palepu; R.S. Ruback, working paper 3149-90, April 1990

Aspetti critici dei processi di M&A

Dopo esserci soffermati sugli aspetti principali di questo strumento di crescita, ora focalizziamo l'attenzione sui rischi che esso comporta. Partiamo innanzitutto dalle fasi iniziali, ovvero la valutazione del target, un'errata stima del valore di quest'ultima, o una corsa al rialzo dettata dalla necessità di fronteggiare una scalata ostile, possono già in fase iniziale comportare per l'impresa acquirente la perdita di tutto il valore che viene a crearsi a seguito della fusione. Passando alla fase dell'integrazione, è qui che sorgono i principali problemi che causano l'insuccesso di un'operazione di M&A, innanzitutto può accadere che a seguito della fusione, l'aumento delle dimensioni dell'impresa causi una difficoltà maggiore nella gestione, o una minore flessibilità strategica, immaginiamo ad esempio un'azienda che decida di integrarsi verticalmente, a quel punto l'impresa potrebbe trovarsi a non sfruttare più il progresso offerto dai competitor dovendo sviluppare internamente tutte le soluzioni. Oltre a quest'aspetto, la mancata integrazione delle due realtà che vanno a fondersi è probabilmente la causa principale di una fallimentare operazione di M&A, differenze strategiche, organizzative ma anche, o soprattutto, culturali possono andare ad eliminare qualsiasi forma di sinergia che si punta a creare, per la mancata cooperazione fra le parti coinvolte.

Capitolo 2: Il caso Stellantis

Il percorso della fusione parte alla fine dell'ottobre 2019, quando viene ufficialmente emanata la comunicazione dai due gruppi, ovvero l'intenzione di procedere con una fusione per competere in un settore in piena rivoluzione. L'impresa Stellantis nasce ufficialmente il 16 gennaio 2021, a seguito della fusione del gruppo FCA e del gruppo PSA, diventando così uno dei principali player a livello mondiale del settore. Questa fusione è stata guidata dalla necessità di investimenti nelle cosiddette tecnologie CASE, come afferma il gruppo stesso in uno dei primi comunicati stampa rilasciati⁹ dall'annuncio della fusione, acronimo di connessione, autonomia, condivisione ed elettrificazione, tutti gli ambiti in questione sono infatti i nuovi binari su cui sta posizionando il settore automobilistico, che sta subendo un enorme processo di rimodernamento dettato non solo dalla direzione tecnologica intrapresa dalla gran parte dei settori produttivi, ma anche e soprattutto dalla necessità di avere un'impronta ecologica decisamente meno dannosa per la comunità. Questa fusione mette in risalto la portata del cambiamento che sta interessando il settore, i vari produttori si uniscono per cercare di fronteggiare al meglio lo sconvolgimento dettato dal mercato e dalle normative. I due gruppi presentano entrambi una solida eredità storica che, se da un lato ne ha sancito il successo fino ad oggi, in un'era di cambiamenti così repentini, si è trasformata in una sorta di zavorra che purtroppo ha contribuito alla loro posizione di mercato svantaggiata rispetto ai competitori.

⁹ <https://www.stellantis.com/it/news/comunicati-stampa/2019/ottobre/groupe-psa-e-fca-progettano-di-unire-le-forze-per-creare-un-leader-mondiale-in-una-nuova-era-della-mobilita-sostenibile>



La situazione precedente la fusione

Nel corso degli anni si sono verificate una serie di condizioni che hanno condotto alla nascita del nuovo gruppo, infatti l'ex amministratore delegato di FCA, Sergio Marchionne, già alcuni anni prima del 2009, anno in cui venne messa in atto la fusione tra FIAT e Chrysler, aveva iniziato ad informarsi sulla possibilità di un'eventuale fusione con un gruppo di simili dimensioni, mentre negli anni post fusione con Chrysler, tentò più volte di acquisire General Motors tanto da arrivare a pianificare una scalata ostile grazie al supporto di 60 miliardi di credito forniti da una banca europea, la cosiddetta "operazione Cylinder", che secondo le analisi economiche condotte dal manager, gli avrebbe consentito un risparmio fino al 40% dei costi per singola vettura prodotta¹⁰, tuttavia l'operazione non venne mai portata a conclusione a causa della forte opposizione di GM. A seguito della prematura scomparsa di Marchionne, sarà Mike Manley a intraprendere la strada battuta dal suo predecessore. Forte di precedenti collaborazioni tra Chrysler e Peugeot, Manley realizza il progetto di un'unione tra i due colossi del automotive, tra loro complementari per molti aspetti. Le due società vanno a completarsi a livello geografico, infatti mentre la presenza di FCA risulta notevolmente più massiccia nel mercato americano, PSA invece ha una presenza molto più marcata nel vecchio continente. Sia FCA che PSA, diversamente da quanto fatto da altre società automobilistiche operanti a livello mondiale, non si sono mosse rapidamente per cercare di penetrare il mercato cinese e di conseguenza non sono riuscite a rispondere alla

¹⁰ "Sergio Marchionne" di Tommaso Ebhardt, 2019

consistente domanda di automobili proveniente da questo paese. Inoltre, mentre la gran parte dei produttori automobilistici ha allocato maggiori risorse nella ricerca e sviluppo, PSA e FCA hanno faticato ad investire in questo reparto di mercato a causa della ridotta disponibilità di capitale. Il gruppo PSA aveva piani interessanti per le tecnologie CASE, tuttavia, la società necessitava di più denaro ed inoltre era alla ricerca di partner per riuscire a competere con altri produttori, d'altro canto FCA è entrata in ritardo nel segmento dell'elettrificazione e non aveva forza a sufficienza per poter competere con i concorrenti, inoltre la sua presenza in Nord America era piuttosto esigua prima dell'entrata di Fiat a seguito del fallimento di Chrysler avvenuto nel 2009, inoltre, entrambi i gruppi si erano concentrati sull'affollato mercato europeo nel segmento delle auto piccole a basso margine. Se guardiamo ai bilanci del 2019, l'ultimo anno osservabile in cui l'influenza della fusione è trascurabile, possiamo notare le seguenti voci di costo:

2019	FCA	PSA
Costi di produzione (mlrd €)	93,2	59,1
Costo del personale (mlrd €)	10	10
Ricavi (mlrd €)	108,2	74,7
Costi/ricavi	95,4%	92,4%

Rielaborazione personale dei dati di bilancio 2019 di FCA e PSA

Come si denota le voci dei costi costituiscono ben oltre il 90% dei ricavi totali, questo evidenzia come il margine di guadagno sia davvero risicato per i produttori automobilistici (basti pensare che per il gruppo Volkswagen, ovvero il primo in Europa, questa percentuale sia pari al 95,5%¹¹), gran parte dei costi totali sono costituiti da costi fissi quali impianti, fabbricati, magazzini, ecc. proprio questa ragione spinge sempre più produttori verso la strada della fusione con altre aziende, in maniera tale da diluire i costi fissi su una quantità maggiore di veicoli. In particolar modo FCA presenta una quota di costi assolutamente molto elevata, legata alla sovraccapacità produttiva ed agli alti costi collegati agli impianti di produzione secondo le analisi di Tavares, ridurre questi costi è uno degli obiettivi principali derivanti dalla fusione con il gruppo PSA, in attesa del piano strategico ufficiale di Stellantis possiamo fare delle ipotesi su come il gruppo possa tagliare gli alti costi derivanti dagli stabilimenti produttivi, supponendo che mantenga la promessa di evitare chiusure di stabilimenti, potremmo assistere ad una riorganizzazione dei turni degli operai impegnati nella produzione, in questo modo ci sarebbe una migliore allocazione degli orari che eviterebbe di avere operai fermi, ciò si tradurrebbe ovviamente in un risparmio sui salari erogati ai dipendenti, inoltre, grazie alla fusione, sarebbe possibile ridurre notevolmente anche i costi di ricerca e sviluppo complessivi grazie alla condivisione dei centri R&D. Nel corso del 2019 FCA e PSA hanno speso rispettivamente 3,61 e 2,85 miliardi di euro, si tratta di due centri che hanno lavorato prevalentemente su innovazioni simili (tecnologie CASE), avere due centri che lavorano sullo stesso obiettivo comporta ovviamente dei costi

¹¹ <https://wheels.iconmagazine.it/novita/news/guadagni-case-automobilistiche-su-ogni-auto-venduta>

fissi duplici che grazie alla fusione possono essere ridotti condividendo sia le risorse che il know how acquisito nel campo da entrambi i gruppi. Non è possibile effettuare una stima accurata considerando i pochi mesi trascorsi dalla conclusione dell'operazione, tuttavia possiamo stimare, anche in modo piuttosto prudente, un risparmio di circa 1 miliardo di euro (15%), dovuto principalmente all'eliminazione della duplicazione di risorse impiegate nella R&D di questo ambito, per fare un esempio, sia FCA che PSA hanno realizzato degli stabilimenti produttivi per batterie di auto elettriche, grazie alla fusione sarà possibile unire le forze per sfruttare la massima capacità produttiva e produrre oltre un milione di batterie all'anno ed evitare quindi ulteriori investimenti (nel breve termine) per nuovi stabilimenti produttivi.

La fusione

Da quanto esaminato prima, questa fusione non risulta affatto essere una sorpresa, anzi, piuttosto una necessità dettata dal periodo per entrambe le società. Il nuovo gruppo Stellantis avrà un ricavo congiunto di circa 170 miliardi di euro ed un margine di profitto atteso del 5,5%-7,5%¹². Inoltre ci si aspettano delle sinergie complessive di circa 4 miliardi di euro, derivanti principalmente da una migliore allocazione di risorse per i grandi investimenti in piattaforme e sistemi di propulsione per via della maggiore capacità di acquisto del gruppo, dalla fruttuosa cooperazione fra i due gruppi e dalla combinazione dei due reparti di ricerca e sviluppo, che potrà contare su oltre 33mila dipendenti¹³. A dare maggiore credibilità e sostegno alle dichiarazioni del gruppo, ci sono i bilanci degli ultimi anni dei gruppi FCA e PSA presi singolarmente, in particolare faremo riferimento agli anni dal 2015 (anno in cui hanno iniziato a prendere maggiormente piede le propulsioni ibride ed elettriche)¹⁴ al 2020, inoltre terremo conto anche dei dati provenienti dal bilancio del primo trimestre di Stellantis.

¹² Dati dichiarati da Stellantis

¹³ <https://www.ilsole24ore.com/art/stellantis-dimensione-industriale-e-finanziaria-nuovo-gruppo-prime-sfide-affrontare-ADqAHQBB>

¹⁴ <https://www.ecologiae.com/auto-elettrica-2015-anno-svolta/75043/>

GRUPPO		2020	2019	2018	2017	2016	2015
FCA	RICAVI	86.676	108.187	110.412	105.730	105.798	105.859
PSA		60.734	74.731	74.027	62.256	54.030	54.676
FCA	REDDITO OPERATIVO	3.742	6.630	6.738	6.609	6.056	4.794
PSA		3.685	6.324	5.689	3.978	3.235	2.733
FCA	MARGINE OPERATIVO	4,32%	6,13%	6,10%	6,25%	5,72%	4,53%
PSA		6,07%	8,46%	7,69%	6,39%	5,99%	5,00%

Elaborazione dei dati di bilancio ufficiali (dati in milioni di €)

Come leggiamo dalla tabella, i ricavi negli ultimi anni appaiono piuttosto stabili e solidi per FCA, mentre PSA presenta dei ricavi in crescita, fa eccezione per entrambi l'anno 2020 in cui le condizioni critiche mondiali hanno colpito duramente l'intero settore, possiamo dunque notare come la previsione di Stellantis sui ricavi congiunti sia assolutamente in linea con gli obiettivi raggiunti in precedenza dai due gruppi separatamente, spostandoci invece sui margini, ad una prima occhiata ai dati, le previsioni di Stellantis potrebbero apparire piuttosto ottimistiche, ma fermarsi ai soli numeri sarebbe fuorviante perché i bilanci sono fermi al periodo pre fusione, e non tiene quindi conto di tutti i benefici derivanti dalle sinergie che verranno a crearsi, una prima stima teorica la si può ottenere aggregando i risultati conseguiti dai due gruppi separatamente nel biennio 2019-2020:

Stellantis		2020	2019
	RICAVI CONGIUNTI TEORICI	147.410	182.918
	REDDITO OPERATIVO TEORICO	7.427	12.954
	MARGINE OPERATIVO TEORICO	5,04%	7,08%

Come possiamo vedere, già solo aggregando i risultati conseguiti da FCA e PSA, Stellantis sarebbe praticamente in grado di raggiungere gli obiettivi prefissati, se a questo aggiungiamo le sinergie che verranno a crearsi una volta che l'integrazione sarà ultimata e la crisi produttiva dovuta alla carenza di chip¹⁵, le aspettative sembrano assolutamente alla portata del gruppo, ricordiamo infine che alla guida c'è il CEO Tavares, già forte di un'acquisizione di successo, quando PSA acquisì Opel/Vauxhall¹⁶.

Si tratterà del terzo produttore mondiale di SUV e del primo nel campo van; si tratta di numeri considerevoli, che sono in grado di assicurare a Stellantis una vita a lungo termine nel settore dell'automotive, tutto ciò sarebbe stato impossibile se i due gruppi avessero continuato ad operare separatamente. Grazie a questi numeri Stellantis si è posto in concorrenza diretta con i più grandi gruppi operanti nel settore automotive, diventando di fatto il quarto produttore mondiale (e secondo europeo dietro Volkswagen) nella classifica che vede al primo posto il gruppo Volkswagen, al secondo Toyota ed al terzo il gruppo Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance¹⁷. Nel corso del 2020, all'incirca il 70% dei ricavi di FCA provengono dal Nord America dove il mercato spinge molto sulle vendite dei veicoli di grandi dimensioni¹⁸, mentre PSA è molto più solida nel mercato europeo, nel quale vende oltre l'80% dei

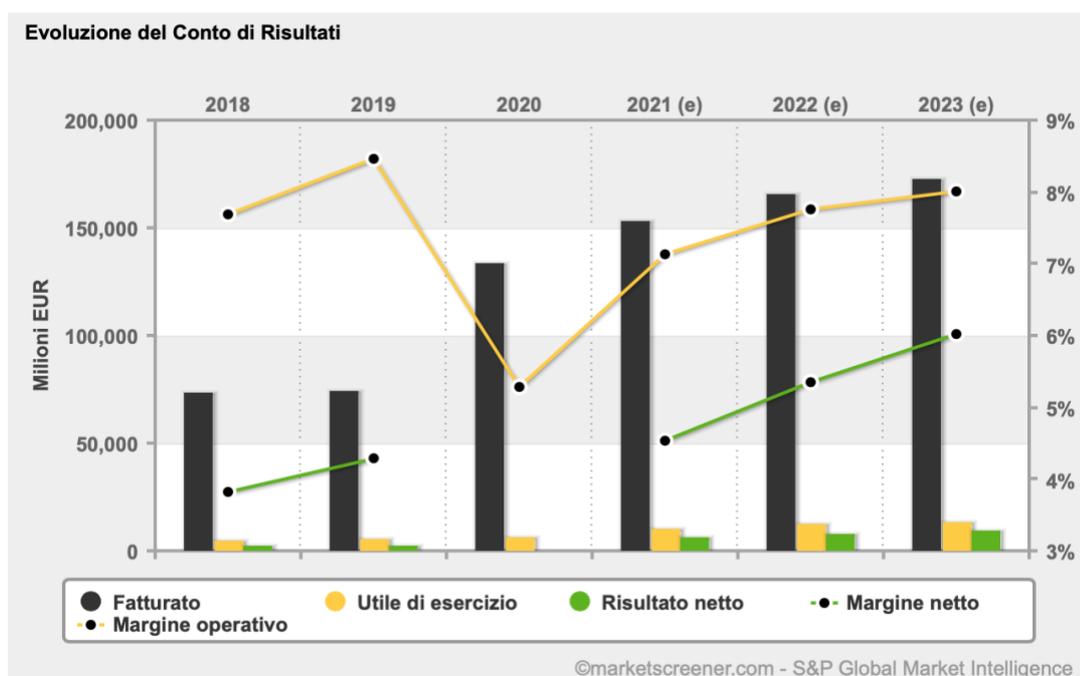
¹⁵ <https://it.motor1.com/news/505457/crisi-chip-stellantis-trimestre-produzione/>

¹⁶ <https://www.ilsole24ore.com/art/fusione-psa--opel-chiave-successo-e-sinergie-AETDt6h>

¹⁷ <https://www.stellantis.com/it/news/comunicati-stampa/2019/ottobre/groupe-psa-e-fca-progettano-di-unire-le-forze-per-creare-un-leader-mondiale-in-una-nuova-era-della-mobilita-sostenibile>

¹⁸ https://www.fcagroup.com/it-IT/media_center/fca_press_release/FiatDocuments/2020/october/FCA_RISULTATI_TERZO_TRIMESTRE_2020.pdf

suoi veicoli, con un market share del 14,4%¹⁹, dove si prediligono veicoli di tipo utilitario, inoltre il portafoglio business di PSA sia online che offline, in combinazione con MOPAR di FCA sarà in grado di creare molte opportunità di crescita per entrambi i gruppi. Concludiamo inserendo un'analisi sulle aspettative del gruppo secondo un'analisi di S&P Global Market Intelligence:



Fonte dati S&P Global Market Intelligence

¹⁹ <https://www.statista.com/statistics/263421/market-share-of-selected-car-manufacturers-in-europe/>

Secondo S&P, per i prossimi tre anni Stellantis sarà in grado di crescere in maniera graduale con una crescita dei ricavi del 13% entro il 2023, inoltre anche il margine operativo passerà dal 7% all'8%. Le stime in esame ci consentono di credere che per il gruppo ci si aspetti un futuro stabile, contrassegnato da un trend positivo di crescita, i dati in questione possono essere considerati molto realistici se confrontati con le aspettative dichiarate dal gruppo e alle condizioni attuali del mercato, che dall'anno scorso è cresciuto notevolmente e più di quanto ci si aspettasse²⁰.

²⁰ https://www.ansa.it/canale_motori/notizie/attualita/2021/06/17/auto-alixpartners-recupera-mercato-mondo-85-nel-2021_c828efbe-ad68-45e1-9994-4f770455f8a3.html

La struttura proprietaria e il CdA

Con la realizzazione della fusione in esame, i principali azionisti di Stellantis sono quattro ed assumono il controllo nella seguente ordinazione²¹:

- Il 14,4% in possesso di Exor N.V.
- Il 7,2% in possesso della famiglia Peugeot
- Il 6,2% in possesso dello stato francese (per mezzo della banca Bpifrance)
- Il 5,6% in possesso di Dongfeng Motor Corp.

Dongfeng Motor Corp. detiene delle partecipazioni nel gruppo PSA, pari a 20 milioni di azioni, a seguito del riacquisto da parte del gruppo²².

Il Consiglio d'Amministrazione sarà invece composto da 11 membri, 5 di questi appartenenti al gruppo FCA e 5 al gruppo PSA, farà parte del Consiglio però anche il CEO Tavares, manager proveniente da PSA, inoltre circa 18 dei 43 manager del nuovo gruppo saranno membri ex-FCA mentre i restanti saranno di provenienza PSA²³. I numeri in questione, come esamineremo nel dettaglio più avanti, rappresentano un aspetto piuttosto critico dell'intera operazione e sull'equilibrio che verrà a crearsi una volta che questa sarà conclusa, poiché sono abbastanza sbilanciati in favore della controparte francese.

²¹ https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/US_Prospectus.pdf

²² <https://www.gazzetta.it/motori/la-mia-auto/23-09-2020/psa-compra-dongfeng-10-milioni-azioni-proprie-integrazione-fca-piu-vicina-3802205062212.shtml>

²³ https://www.corriere.it/economia/aziende/21_gennaio_26/stellantis-carica-francesi-tavares-forma-squadra-solo-18-43-manager-ex-fca-6bffc2a-5fbc-11eb-9078-a18c2084f988.shtml

L'analisi del titolo

A partire dal 18 gennaio, Stellantis è stata quotata in borsa, il titolo, sin dal giorno di presentazione ha mostrato un trend di crescita stabile e solido, forte sia dei risultati conseguiti dal gruppo, sia del sostegno che il mercato ha presentato nei suoi confronti²⁴ proprio considerando le basi solide su cui poggia. Goldman Sachs e UBS consigliano l'acquisto con una previsione del prezzo a 21€, anche JP Morgan e Deutsche Bank consigliano l'acquisto valutando il titolo a 20€. Banca Akros, per via dei notevoli risultati conseguiti dal gruppo nel mercato brasiliano, sostiene anch'essa il buy.

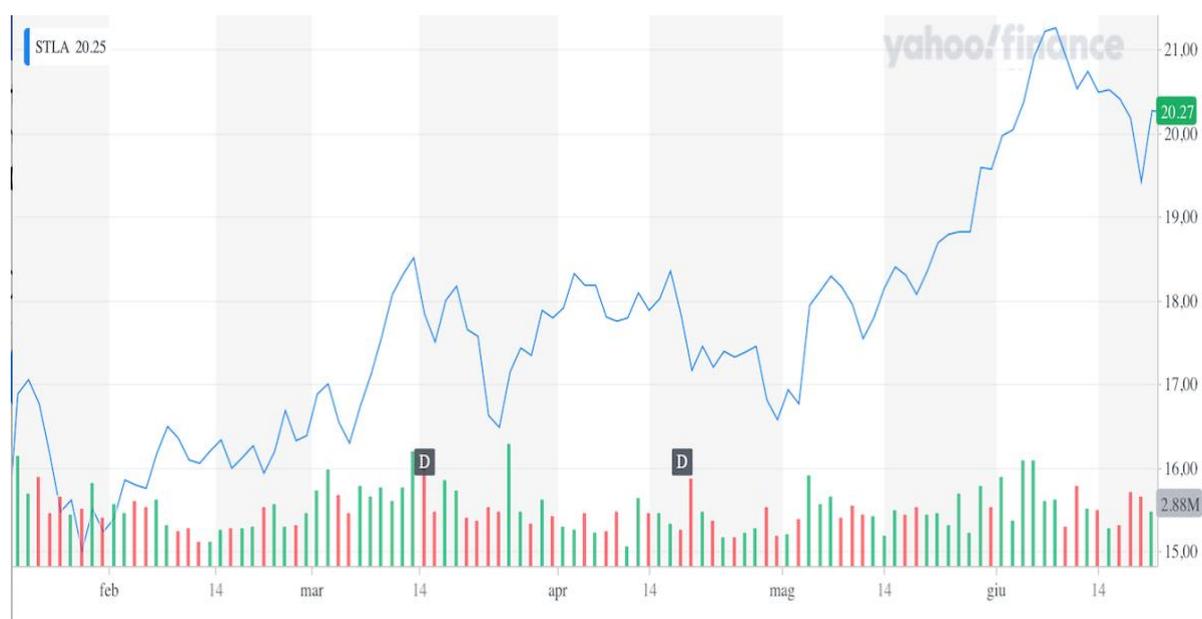


Grafico di Yahoo! finance

²⁴ <https://it.marketscreener.com/quotazioni/azione/STELLANTIS-N-V-117814143/attualita/STELLANTIS-UBS-conferma-il-rating-Buy-32973109/>

Da quello che possiamo vedere quindi Stellantis presenta un buon margine di crescita, anche fino al 28% secondo le stime di Goldman Sachs, tuttavia un valore non raggiungibile nel breve termine a causa delle condizioni critiche in cui ancora versa il settore, di fatti non si tratta di un titolo su cui operare in maniera speculativa, ma da acquistare e tenere nel portafoglio per il suo potenziale di lungo termine, dovuto ai margini di miglioramento che presenta per le future sinergie e aumento degli utili, già i risultati conseguiti nel primo trimestre 2021 mostrano una netta crescita rispetto allo scorso anno, con un aumento dei ricavi del 14% ed un aumento delle vendite ed un aumento delle immatricolazioni del 12%, questi dati, assieme alle analisi sulle aspettative del raggiungimento delle sinergie, costituiscono un ulteriore elemento a sostegno della genuinità dell'operazione.

Le aspettative e la strategia futura

La fusione in esame avviene fra due realtà molto solide, che già prima disponevano di basi per operare in maniera stabile, a differenza di quanto avvenne con l'acquisizione di Chrysler che venne acquisita a seguito del fallimento da Fiat nel 2009²⁵, proprio grazie alle solide basi su cui poggiavano i due gruppi che hanno dato vita a Stellantis, la fusione è stata accolta molto bene dagli investitori, come ad esempio Fitchratings²⁶ e Standard & Poor's²⁷ che le hanno assegnato un rating pari a BBB-. Come era stato espresso già in passato da Marchionne, il futuro dell'automotive non vedrà più tanti piccoli produttori, bensì una cerchia più ristretta di grandi gruppi automobilistici che ingloberanno un numero più o meno ampio di case automobilistiche, a causa della capacità produttiva in eccesso²⁸, ed è proprio sulla scia di questa transizione che nasce Stellantis, con l'intento di condividere il know-how tra i due gruppi e cercare di coprire la domanda con un portafoglio di offerte abbastanza ampio e diversificato, andando al contempo a ridurre i costi legati alla sovracapacità produttiva. L'obiettivo da raggiungere, a seguito del completamento della fusione, secondo quanto annunciato dal gruppo, ammonterebbe a circa 4 miliardi di euro in sinergie,

²⁵ <https://www.repubblica.it/2009/05/sezioni/economia/fiat-7/gm-fall/gm-fall.html>

²⁶ <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-stellantis-formerly-fiat-chrysler-automobiles-at-bbb-outlook-stable-18-01-2021>

²⁷ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/fitch-affirms-stellantis-at-bbb-with-stable-outlook-62161688>

²⁸ <https://www.nytimes.com/2012/03/08/business/global/the-other-ticking-time-bomb-in-europe-auto-overcapacity.html>

che permetteranno di generare un flusso di cassa positivo già dal primo anno di operatività, mentre l'80% delle sinergie stimate verrà raggiunto entro i quattro anni e con una creazione di valore complessiva di circa 25 miliardi di euro totalizzata sempre nei quattro anni, sempre secondo le previsioni, il risparmio connesso alle tecnologie, ai prodotti e alle piattaforme costituirà all'incirca il 40% dei 3,7 miliardi di euro di sinergie annuali a integrazione ultimata, i risparmi relativi agli acquisti, possibili grazie alle economie di scala e alla possibilità di sfruttare il miglior prezzo dovuti alle imponenti dimensioni del gruppo, costituiranno un ulteriore 40% di tali sinergie, mentre la rimanente fetta del 20% sarà legata ai risparmi derivanti dalle altre aree, tra cui marketing, spese generali, amministrative, di logistica. La possibilità di ottenere queste sinergie sarà dovuta principalmente alla possibilità di condividere le piattaforme dalle quali sarà possibile sviluppare molti veicoli, grazie alle piattaforme modulari (architetture) è possibile ingegnerizzare diverse tipologie di veicoli, anche con dimensioni e carrozzeria totalmente differenti, basti pensare ad esempio che la Giulia e la Stelvio di Alfa Romeo derivano dalla stessa architettura, la Giorgio, o che l'Audi A3 e la VW Passat si basano invece sull'architettura MQB del gruppo Volkswagen. Ciò che risulta particolarmente vantaggioso per Stellantis è la disponibilità, grazie alla fusione, di numerose piattaforme di successo come la già citata Giorgio, la Small, la Compact e la nuovissima piattaforma della 500e provenienti da FCA mentre PSA offre la CMP, la EMP2 e la recentissima eVMP, sviluppata appositamente per i veicoli a propulsione 100% elettrica, grazie alla possibilità di condividere tutte queste piattaforme, ed in particolar modo aver a disposizione due piattaforme per veicoli elettrici, Stellantis sarà in grado di ridurre in maniera significativa i costi di sviluppo dei futuri veicoli. Per avere

un'idea più chiara del risparmio che si potrebbe avere con la condivisione delle piattaforme, riportiamo un esempio semplificato basato sui dati comunicati dalle aziende, alla base di questa ipotesi utilizziamo il prezzo della piattaforma MQB di Volkswagen i cui costi di sviluppo sono noti e pari a circa 60 miliardi di euro ed hanno stabilito un record nel settore²⁹, l'esempio in questione riguarderà solo la riduzione dei costi relativi alla condivisione delle piattaforme.

costo piattaforma	60.000.000.000,00 €
spedizioni PSA 2020	2.500.000
spedizioni FCA 2020	3.435.000
costo unitario pre fusione	24.000 €
costo unitario post fusione	10.110 €
riduzione costi	57,9%

Ovviamente in questa tabella viene mostrato solo un esempio del potenziale che si può ottenere, non viene tenuto conto di costi ulteriori dovuti alla differenziazione dei veicoli, tuttavia è molto utile per comprendere i benefici che si possono creare a seguito della realizzazione di sinergie da fusione.

²⁹ <https://www.alvolante.it/comment/509320>

L'ulteriore obiettivo del nuovo gruppo è quello di penetrare il mercato cinese, che ad oggi rappresenta la domanda principale di veicoli a livello globale, in effetti fino ad oggi sia FCA che PSA hanno da sempre registrato scarsi risultati in Cina quindi l'unione delle risorse potrebbe rappresentare un'eccezionale opportunità di conquistare una fetta di quel mercato, il CEO ha infatti annunciato di aver dato vita ad una "task force" per comprendere le ragioni alla base dei deludenti risultati nel mercato cinese. Inoltre, sempre a sostegno della strategia cinese, il gruppo ha già avviato una joint venture con Foxconn per la realizzazione di cockpit digitali e servizi connessi in linea con le motivazioni alla base della fusione, questa collaborazione sarà in grado di unire le competenze di Stellantis nello sviluppo veicoli con quelle di Foxconn nell'ingegnerizzazione di hardware e software all'avanguardia, destinati al consumatore finale.³⁰ La strategia che Stellantis intraprenderà non è ancora del tutto delineata, ma verrà resa nota tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022, tuttavia si è già espressa in merito alle azioni da intraprendere con determinati brand³¹:

³⁰ <https://www.stellantis.com/it/news/comunicati-stampa/2021/maggio/stellantis-foxconn-annunciano-mobile-drive>

³¹ Dichiarazioni del CEO C. Tavares di gennaio 2021

- *Fiat e Peugeot*

Le aspettative su questi brand sono buone, godono entrambe di un buon posizionamento all'interno del mercato europeo grazie ai numerosi modelli venduti, l'obiettivo è quello di penetrare il mercato americano considerato il secondo mercato al mondo, Fiat in particolare, si concentrerà ancora maggiormente sul mercato italiano grazie ai modelli elettrici.

- *Alfa Romeo*

Per quanto riguarda Alfa Romeo, Taveres punta molto sul marchio in questione, infatti il potenziale è molto alto considerato l'appeal che la sportività del brand esercita sia sugli appassionati di motori che sui giovani, i piani per il futuro prevedono l'immissione sul mercato di due SUV, l'intenzione è quella di spingere Alfa come una casa premium.

- *Citroen*

È un brand molto importante per il gruppo, poiché negli ultimi anni ha rinnovato totalmente la gamma di veicoli offerti, possiede un portafoglio vetture adatto a qualsiasi categoria di utilizzatore, inoltre gode di un forte appeal verso i giovani, per cui sicuramente Stellantis punterà ad investire molto in questo brand.

- *Dodge ed SRT*

La posizione di questo marchio non è particolarmente favorevole a causa della gamma veicoli offerta, infatti ad oggi sono presenti a listino solo veicoli equipaggiati con motorizzazioni V8 che li rende poco adatti alla rivoluzione che sta subendo il mondo dei veicoli, inoltre c'è da considerare che un'inversione di tendenza sarebbe poco auspicabile data la fidelizzazione dei clienti a quella particolare tipologia di vetture. Tutto questo pone il brand in una posizione piuttosto svantaggiosa.

- *DS*

Altro premium brand, assieme ad Alfa Romeo, su cui il gruppo intende puntare e su cui PSA ha investito molto, il brand è profittevole e molto apprezzato dal pubblico.

- *Jeep*

È un marchio che fa registrare numeri molto alti, sia per la storicità che possiede, sia per il crescente interesse del mercato verso i SUV, sicuramente sarà uno dei marchi di punta del gruppo, come lo era per FCA, per cui per il futuro sono previsti cospicui investimenti nei suoi confronti.

- *Lancia*

Il futuro di questo marchio appare incerto, solo un'auto a listino, la Ypsilon, che vende anche bene in Italia, che è l'unico mercato in cui è presente, ma i giorni da brand lussuoso e sportivo sembra che resteranno purtroppo solo un ricordo.

- *Maserati*

Unico brand di lusso del gruppo, ma, nonostante la bassa compatibilità con le sinergie che il gruppo mira a creare, il suo futuro sembra florido, già un modello in uscita sotto la “stella” del neonato gruppo, il Grecale, con motore ibrido, in pieno risposta alle attuali esigenze ambientali.

- *Peugeot*

Uno dei marchi che fa registrare le vendite più alte, con un’ampia gamma, sia con motore ibrido che elettrico, il suo futuro come brand solido di Stellantis sembra quindi una certezza.

Opportunità e rischi: analisi SWOT

La nascita di questo nuovo gruppo automobilistico sembrerebbe quindi avvenire “sotto una buona stella”, come recita lo stesso nome, ed anche i buoni propositi sotto cui mettere in atto questa fusione sembrano esserci tutti, bisogna tuttavia vedere se verranno effettivamente a crearsi le sinergie che i manager si aspettano da questa fusione, come economie di scala, forza complementare e miglioramento dell’efficienza, poiché nell’andare ad unire due gruppi di tali dimensioni restano comunque notevoli i rischi derivanti dall’asimmetria informativa e dalla concreta possibilità da parte di una delle due società di mettere in atto eventuali comportamenti opportunistici. Di fatti, già sul nascere di questo nuovo gruppo, è emersa una criticità, ovvero la possibilità che Peugeot possa formare una coalizione sia con lo stato francese che con i cinesi di Dongfeng, andando di conseguenza ad assumere la maggioranza e quindi una posizione di controllo nelle fasi decisionali che metterebbe in difficoltà la parte italiana del gruppo, oltre a ciò lo stesso consiglio di amministrazione è composto da 6 membri su 11 appartenenti alla controparte francese, infine, poiché gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS) necessitano che vengano definiti l’acquirente e l’acquisito, nonostante in questa fusione sia FCA che PSA continuano a definirsi alla pari, seppur come dichiarato dalle aziende “ai soli fini contabili”³² è in realtà la casa francese ad essere definita come acquirente. Tutti questi elementi

³² <https://www.autonews.com/blogs/merger-equals-psa-buying-fca-stellantis-prospectus-says>

mettono in evidenza una posizione di predominanza a favore dei francesi, se non ben gestita, potrebbe compromettere, negli anni a seguire, l'intera riuscita della fusione. Di seguito un'analisi SWOT per riassumere gli aspetti positivi e le criticità che caratterizzano la fusione di queste due imprese:

<p style="text-align: center;"><u>PUNTI DI FORZA</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ CEO ○ Dimensioni della società ○ Sostegno a vicenda nei mercati in cui si è carenti ○ Condivisione delle piattaforme 	<p style="text-align: center;"><u>PUNTI DI DEBOLEZZA</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Integrazione delle realtà aziendali ○ Eccesso di capacità produttiva ○ Garanzie per produttori componenti
<p style="text-align: center;"><u>OPPORTUNITÀ</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Gestire efficacemente l'elettrificazione ○ Penetrare il mercato cinese ○ Rilancio della competitività dei premium brand ○ Gestione efficace del car-sharing 	<p style="text-align: center;"><u>MINACCE</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ○ Posizione rischiosa dello stato francese ○ Incertezze sul futuro dell'automobile

Vantaggi della fusione

Tra gli aspetti positivi derivanti dalla fusione dei due gruppi possiamo considerare i punti di forza e le opportunità. Partendo dai punti di forza, facciamo subito riferimento al CEO scelto per guidare il nuovo gruppo, ovvero Carlos Tavares, forte di un'esperienza considerevole maturata prima ai vertici di Renault e successivamente come amministratore delegato di PSA, la sua guida si rivelò determinante in entrambi gli incarichi, ed è per questa ragione che si tratta di un'eccellente figura alla guida del nuovo gruppo. Inoltre, la fusione dei due gruppi, come abbiamo accennato, porterà alla creazione di uno dei principali produttori di automobili a livello mondiale che disporrebbe quindi delle competenze e delle risorse necessarie ad affrontare le sfide dell'automotive nella nuova era della mobilità. La cooperazione fra questi due gruppi consente inoltre di godere del supporto l'uno dell'altro in quei mercati in cui sono presenti delle carenze, la debolezza di FCA in Europa e la difficoltà di PSA in America. Infine la possibilità di condividere le piattaforme modulari, potrà consentire non solo il risparmio sui costi fissi, ma anche la possibilità di realizzare vetture su piattaforme ormai consolidate.³³ Tra le opportunità invece si avrà la possibilità di gestire in maniera più efficace l'elettrificazione verso cui sta andando l'intero mercato automobilistico, grazie alla possibilità di condividere le piattaforme e i reparti di R&D e ridurre di conseguenza i costi, inoltre, grazie alla dimensione che assume l'impresa, sarà molto più semplice cercare di penetrare il mercato cinese, che fino ad ora si è rivelato particolarmente ostico per entrambi i gruppi, infatti negli ultimi anni, tra i

³³ <https://www.groupe-psa.com/en/newsroom/corporate-en/cmp-modular-platform/>

cento modelli di auto più vendute, non ne figura neppure uno appartenente ai brand FCA/PSA³⁴. Grazie alla maggiore disponibilità economica, potrebbe sarà inoltre possibile sia rilanciare i brand premium, quali Alfa Romeo, Maserati e DS per permettere loro di fronteggiare adeguatamente i propri competitor, sia investire in modo più adeguato nel crescente settore del car-sharing³⁵. È lampante ad oggi la diffusione dei veicoli per il car sharing, la praticità di utilizzo e i prezzi bassi rendono questo servizio molto appetibile all'utenza delle principali città, per questo motivo FCA ha deciso di acquisire Leasys, società che si occupa sia di auto usate che di veicoli in car sharing, oggi, grazie alla fusione, sarà possibile sfruttare la maggiore liquidità del gruppo per sviluppare al meglio questo servizio, a riprova della solidità della società in questione, possiamo notare che Fitch Ratings le ha assegnato una valutazione a lungo termine pari a BBB+, tra le più alte nel settore del car sharing³⁶. Il rating si basa sul fatto che Leasys sia integrata ad FCA Bank ed inoltre disponga di un eventuale supporto da parte di CA Consumer Finance.

³⁴ Fonte: <https://www.focus2move.com/best-selling-cars-models-in-china/>

³⁵ <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/consumer-industrial-products/CIP-Automotive-Car-Sharing-in-Europe.pdf>

³⁶ <https://corporate.leasys.com/italiano/news/fitch-rates-leasys>

Aspetti critici della fusione

I principali punti deboli derivanti da questa fusione nascono da uno degli aspetti più critici quando parliamo di M&A, ovvero l'integrazione aziendale, si tratta di due gruppi di dimensioni notevoli, con metodologie operative e aspetti culturali ben diversi fra loro, unirli sarà un lavoro molto complesso, sicuramente lungo ed il cui esito purtroppo incerto, anche a causa della mancanza di Marchionne, che alcuni anni prima era riuscito a fondere FIAT con Chrysler in maniera eccellente. La capacità produttiva del gruppo è considerevole, Stellantis si è impegnata a non chiudere stabilimenti³⁷, per questo gestirla sarà un lavoro complesso. Inoltre c'è da considerare che fino ad ora FCA garantiva all'incirca il 50% del fatturato per moltissime imprese del settore delle componenti italiano, come riporta l'Osservatorio sulla componentistica automotive italiano,³⁸ la posizione di Stellantis relativa a questo punto invece non è ancora delineata, infatti in Europa sono presenti numerose aziende legate alla filiera delle componenti, supplier di PSA, per cui a seguito della fusione, non è assolutamente chiara quale sarà la ripercussione per tutte quelle aziende il cui fatturato è strettamente legato ad FCA.

³⁷ Dichiarazione del gruppo Stellantis

³⁸ https://www.anfia.it/data/portale-anfia/Ufficio_stampa/News_e_articoli/RIIA_5_Osservatorio_2020.pdf

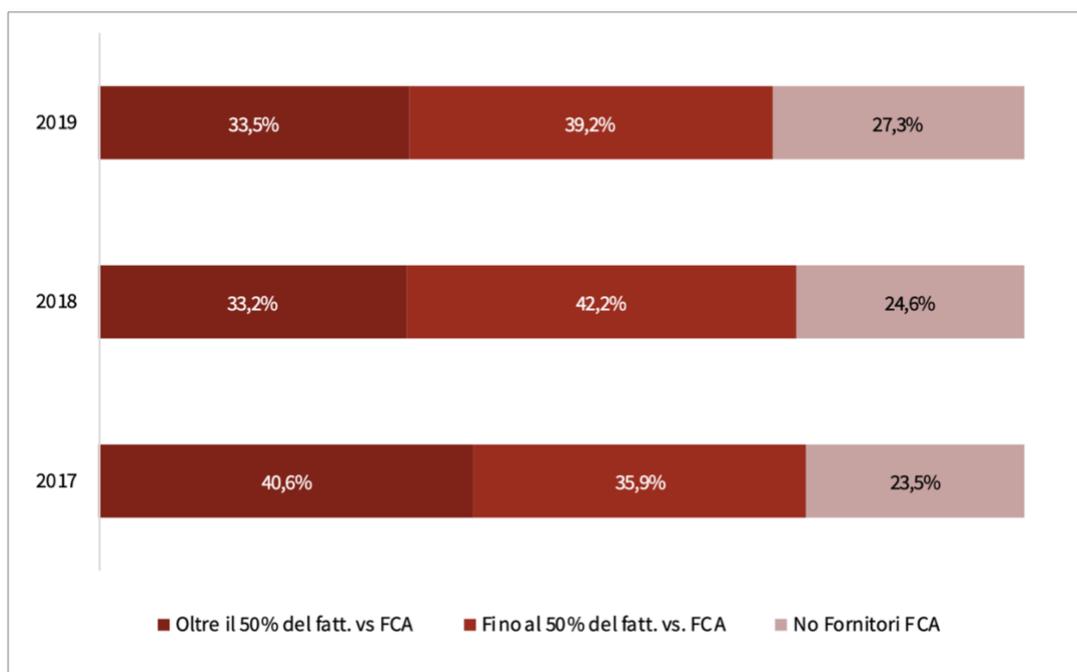


Grafico proveniente da Anfia.it Quote fatturato delle imprese di componenti automotive Italia

Le principali minacce sono rappresentate dallo stato francese, il quale, formando una coalizione con la famiglia Peugeot e i cinesi di Dongfeng, potrebbe assumere il controllo del consiglio di amministrazione, inoltre, seppur come dichiarato “ai soli fini contabili” è PSA che, sulla carta, ha acquisito FCA, tutto ciò potrebbe quindi costituire un notevole svantaggio per la controparte italiana³⁹ poiché in questo modo la Francia potrebbe approfittarne per tutelare maggiormente i propri lavoratori e fornitori sfavorendo quelli italiani, soprattutto per l’assenza dello stato italiano nella partecipazione alla fusione. Infine, l’incertezza legata all’evoluzione del settore dell’automotive, sia a causa delle normative antiinquinamento sempre più stringenti, sia per la sempre maggiore diffusione di mezzi di piccola dimensione, è un punto cruciale per il successo dell’operazione.

³⁹ “Il progetto Stellantis tra Corporate Strategy ed interesse nazionale” G. Gambino Torino, 2021

Conclusion

Sviluppando questo elaborato abbiamo potuto constatare che, per poter giustificare le operazioni di fusione e acquisizione, occorre obbligatoriamente passare attraverso le motivazioni che portano il management a percorrere tale strada. Quella che forse risulta essere la ragione principale che spinge alle acquisizioni è l'intenzione, o talvolta necessità, di espandere il business, poiché le acquisizioni permettono alle imprese di ampliare le quote di mercato raggiungibili e avere accesso ad ulteriori vantaggi competitivi in un lasso di tempo notevolmente ridotto rispetto ad altre soluzioni. Grazie quindi alla maggior risonanza di cui gode l'azienda a seguito di una fusione, il brand è in grado di rendere più solida la sua posizione, inoltre è in grado di rispondere in maniera più repentina ai cambiamenti del mercato. In questo lavoro sono stati analizzati alcuni aspetti del processo di M&A, la sua complessità però non porta a pensare che sia possibile delineare un'interpretazione automatica di quali siano i fattori determinanti il relativo successo. Da quanto abbiamo analizzato, emerge dunque che, in linea generale, la crescita esterna risulti un'eccelsa opportunità per le imprese di creare valore aggiunto, ovviamente i punti delicati a cui prestare particolare attenzione al fine di ottenere un processo di M&A di successo non sono assolutamente pochi. Il Gruppo Stellantis nasce proprio dalle crescenti esigenze di competere in un mercato piuttosto stantio, in cui i costi risultano essere molto elevati e i tempi molto lunghi a causa delle complesse piattaforme da sviluppare, è da questo che nasce la necessità di creare dei grandi gruppi automobilistici, ridurre i costi e i tempi di sviluppo potendo ricorrere alla possibilità di condividere le risorse fra le aziende che

si fondono. Partendo dai dati e dalle dichiarazioni che abbiamo potuto analizzare, Stellantis risulta possedere tutte le carte in regola per portare a termine un'operazione di successo che le consenta di ottenere almeno il 50% delle sinergie preventivate, grazie ai numerosi risparmi derivanti principalmente dalla collaborazione dei centri R&D, dalla condivisione delle piattaforme e dalla possibilità di alleggerire la quota dei costi fissi per ogni veicolo venduto, inoltre grazie ad una migliore riorganizzazione aziendale promossa dal CEO, sarà possibile tagliare ulteriormente le spese superflue, tuttavia, trattandosi di una fusione recente, saranno necessari all'incirca ulteriori 12 mesi per poter apprezzare eventuali sinergie scaturite dalla fusione. Le sfide principali del nuovo gruppo saranno la penetrazione del mercato cinese e mantenere la promessa di non chiudere nessuno stabilimento, sarà quest'ultima a render particolarmente ardua la sfida del raggiungimento dei risparmi attesi.

Bibliografia

“Corporate Finance, third edition” J. Berk, P, De Marzo; PEARSON

“Corporate Finance 6th Edition” Ross – Westerfield – Jaffe; McGraw/Hill

“How do Mergers create value? A Comparison of Taxes, Market Power and Efficiency Improvements as Explanation for Synergies” DEVOS E., KADAPAKKAM P.R (2007),.

“Strategies for Diversification”, Harvard Business Review

“Management of a luxury brand: Dimensions and sub-variables from a case study of LVMH” R. Cavender

“The Walt Disney Company and Pixar Inc.: To Acquire or Not to Acquire?” J. Alcacer, D. J. Collis

“Mappa mondiale del social” V. C. ‘18

“Synergies in M&A, A qualitative study of Technical trading companies.”, J. S. 2013

“Does Corporate Performance Improve After Mergers?”, P.M. Haely; K.G. Palepu; R.S. Ruback, April 1990

The Walt Disney Company and Pixar Inc.: To Acquire or Not to Acquire? J. Alcacer, D. J. Collis

“Mergers and the market for corporate control.” M.H.G. 1965

“Who says M&A doesn’t create value?” G. V. M., S.T. 2010

“Il progetto Stellantis tra Corporate Strategy ed interesse nazionale.” G. Gambino

“L’analisi del Centro Studi di Fondazione Ergo sulla fusione FCA & PSA”
R. Sessa, D. Pirone

Sitografia

www.hdmotori.it

<https://www.stellantis.com/it>

https://www.fcagroup.com/it-it/pages/home.aspx?adobe_mc_ref=#

<https://www.groupe-psa.com/en/automotive-group/>

www.milanofinanza.it

www.quattroruote.it

<https://www.repubblica.it/economia>

<https://www.corriere.it>

<https://www.analyticaintelligenceandsecurity.it/ricerca-e-analisi/stellantis-corporate-strategy-interesse-nazionale/>

www.borsaitaliana.it

<http://www.ilsole24ore.com>

www.investing.com

<https://www.marketscreener.com>