Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Finanza

Tesi di Laurea

Merger of equals: il caso Stellantis

Relatore
Ch. Prof. Massimo Buongiorno

Laureando
Lorenzo Boscolo Cegion
Matricola 878261

Anno Accademico
2024/2025

Introduzione p. 1

Capitolo Ⅰ Merger of equals

1.1 Merger of equals p. 2

1.2 Le motivazioni p. 7

1.3 Le criticità p. 10

Capitolo Ⅱ PSA e FCA

2.1 FCA p. 17

2.2 PSA p. 22

2.3 Principali cambiamenti del settore automobilistico p. 26

Capitolo Ⅲ La fusione

3.1 Aspetto strategico p. 33

3.2 Combination Agreement p. 41

3.3 Aspetti di governance e legali p. 57

Capitolo Ⅳ Post-fusione

4.1 Chiusura dell'operazione e risultati 2021 p. 63

4.2 Dare Forward 2030 e risultati 2022-2024 p. 68

Conclusioni p. 75

Bibliografia p. 78

Sitografia p. 80

Introduzione

L'ambito di questa tesi riguarda principalmente un'analisi approfondita delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), con particolare riferimento ad una tipologia specifica: le merger of equals.

Il primo capitolo si occuperà innanzitutto di inquadrare le fusioni tra eguali, definendo le principali motivazioni e benefici derivanti da tale operazione, oltre anche ad evidenziare le inevitabili problematiche connesse alla natura delicata di questo tipo di fusione, tenendo in considerazione anche casi storici già avvenuti.

Il secondo capitolo si concentrerà sull'analisi storica e strategica dei due principali gruppi automobilistici coinvolti nella fusione oggetto di studio: Peugeot Société Anonyme, anche detta PSA, e Fiat Chrysler Automobiles o FCA. Verrà anche studiata la costante evoluzione del mercato automobilistico globale e la continua crescita dell'industria automobilistica cinese. In questo modo il secondo capitolo andrà ad evidenziare le principali motivazioni che hanno portato alla creazione della nuova Stellantis N.V.

Il terzo capitolo invece si occuperà di studiare più nel dettaglio le principali motivazioni strategiche alla base della fusione, oltre che ad analizzare anche il processo di valutazione del rapporto di cambio, svolta con il supporto dei principali financial advisors dei due gruppi. Verrà anche analizzata la struttura di governance interna, con riferimento ai principali membri del consiglio di amministrazione, tra cui il primo amministratore delegato Carlos Tavares e il presidente John Elkann. A conclusione del terzo capitolo verrà trattata anche l'investigazione antitrust svolta dalla Commissione Europea legata alla fusione dei due gruppi e le conseguenti implicazioni.

Infine, il quarto ed ultimo capitolo prenderà in esame la conclusione dell'operazione di fusione tra FCA e PSA e la successiva quotazione in borsa del nuovo gruppo Stellantis oltre ad analizzare, anno per anno, i risultati di ogni esercizio dal 2021 al 2024, in modo tale da effettivamente osservare se tale operazione ha avuto un effettivo successo.

CAPITOLO Ⅰ Merger of equals

1.1 Merger of equals

Le fusioni e acquisizioni sono diventate un elemento fondamentale per la crescita aziendale, e rappresentano uno dei principali strumenti utili per espandere le proprie operazioni e ottenere ulteriori vantaggi rispetto alla concorrenza. Queste operazioni consentono non solo di entrare in nuovi mercati ed espandere la clientela, ma di superare la necessità di sostenere una crescita organica interna, e anche di beneficiare dalle sinergie, dalle innovazioni tecnologiche e dalla diversificazione del portafoglio aziendale (Statista Research Department, 2024).

Nonostante le difficoltà economiche a livello globale degli ultimi anni, dovute alla pandemia del COVID-19 e dagli attuali conflitti in Ucraina e in Medio Oriente, le operazioni di mergers and acquisitions sono tuttora molto frequenti, specialmente all'interno del mercato USA, che si dimostra essere il più dinamico, seguito poi dal mercato asiatico e da quello europeo. Solo negli Stati Uniti sono state registrate circa la metà delle operazioni a livello globale (Statista Research Department, 2024) e nel 2023, il valore globale delle transazioni da mergers and acquisitions è ammontato a circa 2,5 trilioni di dollari statunitensi. (Statista Research Department, 2024)

Nonostante le forti tensioni geopolitiche e supervisioni regolamentari, anche il mercato cinese ha beneficiato di un forte aumento del valore delle operazioni di fusione e acquisizione, specialmente nel settore tecnologico e sanitario, sia a livello nazionale che internazionale, sostenendo così la crescita economica del Paese. (Statista Research Department, 2024)

Anche gli emergenti Brasile e India sono diventati sempre più attraenti per questo tipo di operazioni, in particolare negli ambiti come beni di consumo, nuove tecnologie e la produzione energetica. (Statista Research Department, 2024)

Nel 2023 il settore della tecnologia, media e telecomunicazioni è risultato il più attivo e ricercato per le operazioni di M&As, questo dovuto principalmente alla loro natura dinamica e la costante necessità di consolidazione e innovazione. Le grandi imprese sono costrette ad acquisire regolarmente partecipazioni di controllo di altre startup e imprese di minori dimensioni, al fine di sviluppare nuove competenze in ambiti cruciali come

intelligenza artificiale, cybersecurity e cloud computing. Queste acquisizioni non solo consentono alle imprese di rimanere al passo con i rapidi cambiamenti del mercato, ma anche di ampliare il catalogo di prodotti e servizi offerti alla clientela e di integrare le nuove competenze e di condividerle all'interno della struttura organizzativa. In questo modo, le grandi imprese cercano di mantenere un vantaggio competitivo e adattarsi alle mutevoli esigenze richieste dal mercato (Statista Research Department, 2024).

Ulteriori settori a livello globale che hanno sostenuto numerose operazioni di fusioni e acquisizioni sono il settore sanitario, generalmente focalizzato sull'espansione in nuove aree terapeutiche, e il settore finanziario (Statista Research Department, 2024). In quest'ultimo, banche e compagnie di assicurazione sono sempre più coinvolte in operazioni di fusione e acquisizione con imprese Fintech. Ciò avviene perché uno degli aspetti cruciali per rimanere competitivi nel settore finanziario consiste nell'integrazione di nuove tecnologie, come efficace risposta alle nuove esigenze della clientela.

Oltre a questi, anche i settori energetico e chimico sono tra i principali protagonisti delle operazioni di M&A, completando così la classifica dei primi cinque settori a livello globale. Occorre però tenere in considerazione che questa classifica è fortemente influenzata dai cosiddetti mega-deals, operazioni di dimensioni enormi che possono impattare in modo significativo le performances dei settori. (Statista Research Department, 2024)

Lo scopo principale della tesi però è quello di analizzare un particolare tipo di fusione più specifico e molto meno frequente; si tratta delle operazioni di merger of equals, traducibili in italiano come fusioni paritarie. Successivamente si andrà ad analizzare in dettaglio un caso molto recente di fusione paritaria, tra PSA e FCA, cominciata nel 2019 e conclusa nel 2021 con il nome di Stellantis, dal latino "stello", che significa "essere illuminato di stelle" (Comunicato Stampa Stellantis, 2020).

Una merger of equals o MOE, consiste nella fusione tra due imprese simili, generalmente di grandi dimensioni, che si uniscono per formare una nuova società con una nuova identità.

A differenza delle fusioni ordinarie, in cui una società si unisce ad un'altra, tipicamente più piccola, in un merger of equals entrambe le parti contribuiscono equamente alla

creazione di una nuova entità, mantenendo la parità di potere, risorse e influenza nella nuova organizzazione. Equilibrio che si riflette anche nella struttura della governance societaria in quanto entrambe le società vengono rappresentate equamente all'interno del consiglio di amministrazione (Wulf, 2001).

Una caratteristica distintiva delle fusioni paritarie è la difficoltà nel distinguere l'acquirente dalla impresa target durante le transazioni poiché entrambe sono poste sullo stesso piano, problema che non ci si pone invece in situazione di acquisizioni ostili o di fusioni tradizionali in cui un'azienda è chiaramente la dominante (Wulf, 2001). Di cruciale importanza è anche il ruolo degli azionisti che, come conseguenza di questa operazione, cedono i titoli delle società pre-fusione, per ottenere in cambio nuove azioni emesse della nuova azienda o altri strumenti finanziari. (Wulf, 2001)

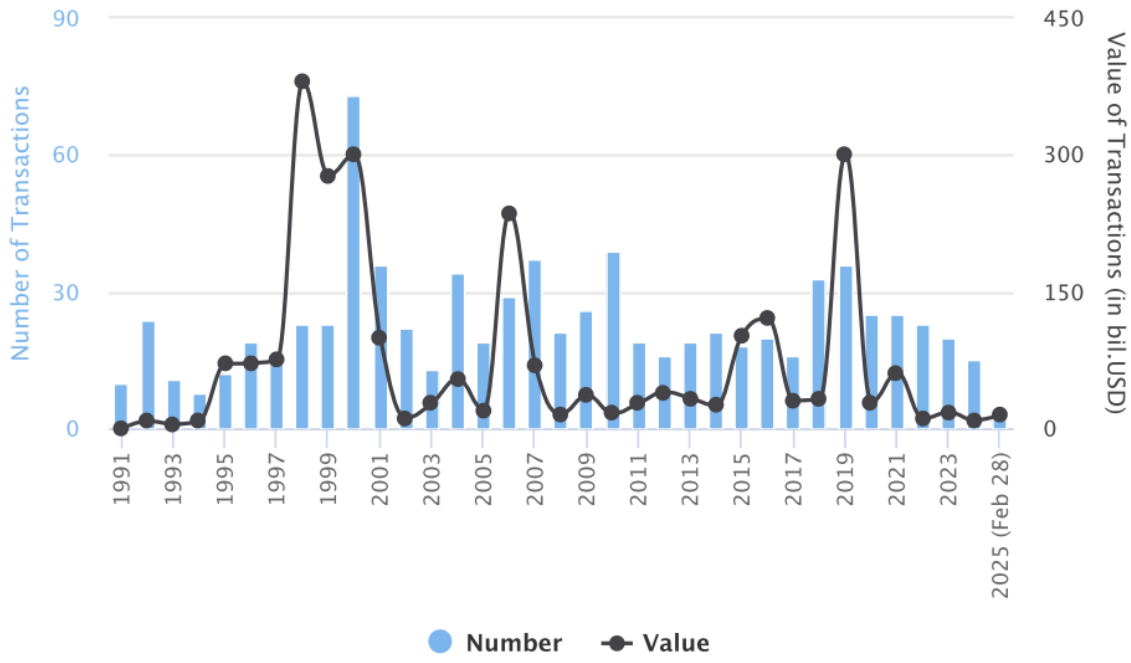
Questa cessione viene definita come "scambio senza imposta di azioni per azioni" (Kenton, 2024) e consente agli azionisti di entrambe le società di mantenere inalterato il valore delle loro partecipazioni, in termini di percentuale, del nuovo gruppo. Inoltre, la eventuale plusvalenza del valore di mercato delle azioni non viene tassata immediatamente agli azionisti, ma solo nel momento in cui gli azionisti stessi procederanno alla vendita delle loro azioni. Questo consente agli shareholders di usufruire di vantaggi fiscali (EUR-Lex, 2014).

Le Fusioni tra Pari possono essere definite come "amichevoli", poiché richiedono la cooperazione tra le imprese coinvolte che negoziano le varie condizioni dell'accordo, di cui l'aspetto dimensionale, il nome della nuova società, la sede centrale e la ristrutturazione degli asset, oltre che una equa rappresentanza all'interno dei consigli di amministrazione. (Wulf, 2001)

Tipicamente, infatti, il consiglio di amministrazione della nuova società post fusione è costituito equamente da membri di entrambi le precedenti aziende in modo tale che entrambe le società abbiano lo stesso voto nella gestione della nuova entità (Kenton, 2024), verrà poi raggiunto un accordo riguardante la condivisione dei poteri tra entrambe le dirigenze; quindi, accordi per quanto riguarda il nuovo CEO e altre posizioni di leadership.

Come si può notare le MOE, nonostante i numerosi vantaggi, sono annualmente molto meno frequenti rispetto al numero complessivo di fusioni e acquisizioni e questa differenza può essere spiegata da diverse motivazioni: tra queste è che le fusioni paritarie sono delle operazioni estremamente complesse che richiedono mesi di analisi, pianificazioni e consultazioni tra le parti coinvolte non solo tra le due imprese ma anche da altri soggetti come governi di stato e autorità anti monopolio, e anche dalla necessità di allineamento delle culture aziendali e di stabilire una leadership adeguata per entrambe le istituzioni coinvolte.

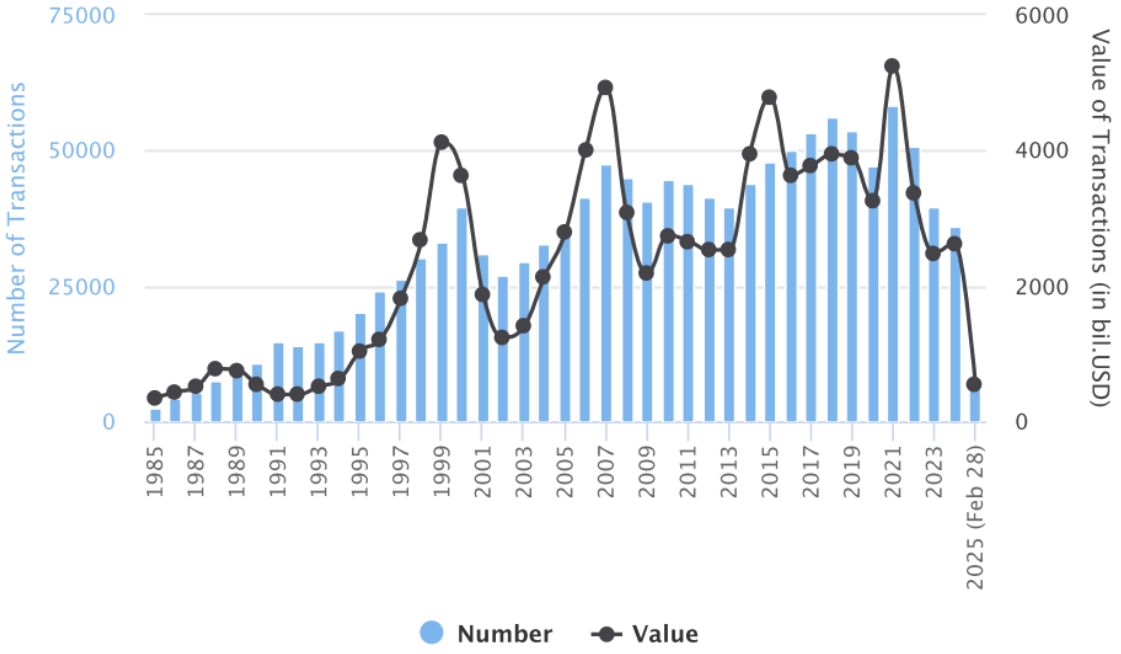
Grafico 1. Numero e valore fusione tra pari a livello globale (1991-2025)



Fonte: IMAA analysis (1991-2025).

Come dimostrato dal Grafico 1 fornito dall' IMAA , in un periodo che va dal 1991 al 2025 ci sono state mediamente circa 26 fusioni all'anno per un totale di circa 511 (rappresentati dalle colonne blu) tuttavia è comunque interessante osservare come in determinati momenti storici, specialmente verso la fine degli anni 90 e inizio degli anni 2000 si sono verificati dei picchi di crescita del valore delle transazioni in miliardi di dollari (rappresentate invece dalla linea nera), picchi che rispecchiano l'andamento generale delle ordinarie operazioni di M&A a livello globale come evidenziato dal Grafico 2 sempre fornito dall' IMAA.

Grafico 2. Numero e Valore delle Fusioni e Acquisizioni a livello globale (1985-2025)



Fonte: IMAA analysis (1985-2025).

Gli esperti sostengono che tali picchi sono dovuti a delle vere e proprie “ondate” di M&A.

Solo tra il 1990 e il 2000, periodo considerato dagli esperti come la quinta ondata di fusioni e acquisizioni, il volume di transazioni è aumentato di un fattore pari a 12 (Kleinert & Klodt, 2002). Tra il 1998 e il 2000 si sono completate una serie di fusioni paritarie di grande valore, specialmente per quanto riguarda quelle di tipo transfrontaliero, cioè tra imprese di paesi differenti. Molte delle quali anche spinte dalla crescente diffusione della globalizzazione, innovazioni tecnologiche e dalla nascita di internet, che ha portato alla formazione di una vera bolla speculativa del settore tecnologico.

Ad esempio, la fusione tra AOL (America Online Inc) e Time Warner nel 2000 (History.com editors, 2025) per un valore complessivo di 350 miliardi di dollari (History.com editors, 2025). Questa operazione si inserisce nel contesto della Bolla delle Dot-Com, un periodo di esuberanza irrazionale, che portò una crescita senza precedenti di molte aziende tecnologiche. La nuova società che nacque dalla fusione paritaria, l’AOL Time Warner, dominò per un breve periodo il mercato. Tuttavia, a causa di conflitti interni

e dello scoppio della bolla nel 2001, subì importanti perdite e nel 2003 fu rimosso il nome AOL. Successivamente nel 2009 AOL si separò definitivamente da Time Warner.

Un'ulteriore fusione tra pari fu la SmithKline Beecham e Glaxo Wellcome nel 2000, entrambe operanti nel settore farmaceutico e DaimlerChrysler nel 1998 nel settore automotive.

Dal 2003 al 2007, l'impennata di fusioni e acquisizioni, definita come Sesta Ondata, fu dovuta a una serie di operazioni di fusione tra industrie del metallo, petrolio e gas, bancarie, telefonia e sanitarie. Anche questa ondata fu alimentata principalmente dalla crescita sempre più accelerata della globalizzazione e sostenuta dai governi europei e dalla Russia, poco dopo il periodo di recessione economica del 2001. Grazie alla facilità di erogazione del credito da parte delle imprese finanziarie disposte a fornire prestiti a basso tasso di interesse, anche gli acquirenti del private equity furono essenziali in questo periodo nella crescita delle operazioni di takeover (Malik et al., 2014)

Infine, dal 2017 fino al 2022 si parla di Settima ondata di mergers and acquisitions, particolarmente influenzata anche dalla crescita esponenziale delle imprese e start-up della Silicon Valley.

1.2 Le motivazioni

I motivi che spingono due imprese di dimensioni simili ad unirsi sono molteplici.

Dallo sfruttamento delle sinergie che permettono di abbassare i costi di produzione, alla diversificazione dell'offerta, oltre anche a un accesso più ampio ai mercati.

Una delle sinergie principali è la razionalizzazione del capitale, che consiste nella riduzione dei costi di produzione tramite lo spostamento dell'output da una fabbrica ad un'altra, senza però alterare le capacità produttive complessive tra i diversi impianti delle due società. Prima della fusione, infatti, i costi marginali di produzione di un'impresa potrebbero essere più alti rispetto all'altra, ciò dovuto ad esempio per know-how o licenze, tecnologie adottate o altri vantaggi competitivi specifici. In determinati casi quando i costi marginali di produzione aumentano con l'aumentare della produzione a causa di barriere e limitazioni delle capacità produttive, le aziende pre-fusione

potrebbero avere costi marginali differenti <<perché producono a differenti livelli di output>> (Röller, Stennek, & Verboven, 2006, p.14)

Una volta completata la fusione, la nuova azienda avrà a disposizione una rete di diversi impianti produttivi e potrà quindi trasferire la produzione dagli impianti con un alto costo marginale di produzione a quelli con un costo marginale più basso, ottenendo una drastica riduzione dei costi di produzione ed essere quindi più competitivi nel mercato di riferimento rispetto alla concorrenza. Si arriva alla razionalizzazione completa solamente quando i costi marginali di produzione di tutti gli impianti produttivi sono resi uguali e non si potrà più ridurre i costi tramite la riallocazione. In questo modo si riescono ad abbattere i costi unitari e portare ad un netto miglioramento dell'efficienza di produzione.

In alcuni casi i vantaggi competitivi, tecnologici o Know-How di uno stabilimento sono così determinanti che i costi marginali di produzione risultano bassissimi. Di conseguenza, al termine della fusione, l'intera produzione può essere concentrata in quel sito, provocando la chiusura degli altri stabilimenti meno efficienti. (Röller, Stennek, & Verboven, 2006)

Le sinergie derivanti dalle fusioni si estendono anche all'economia di scala. Esistono due tipi principali di economie di scala secondo Röller, Stennek e Verboven: quelle a breve termine che si ottengono da un lato attraverso la riduzione dei compiti duplicati e che non possono essere suddivisi, come la divisione marketing, vendite e amministrazione. Dall'altro lato, una razionalizzazione dei processi aziendali (Röller, Stennek, & Verboven, 2006). Il secondo tipo di economie di scala sono quelle a lungo termine che si ottengono quando l'output complessivo aumenta più che proporzionalmente rispetto agli input (Röller, Stennek, & Verboven, 2006).

Le fusioni portano anche al progresso tecnologico e ad innovazioni dei prodotti offerti, nonché facilitare la diffusione del know-how tra le imprese coinvolte anche sul fronte amministrativo. Può succedere infatti che una partecipante abbia un superiore know how in tutte le dimensioni e possa quindi illustrare alla nuova partecipante il metodo e le scelte più efficaci in ambito amministrativo, oppure può accadere che venga addirittura sostituita l'amministrazione meno efficiente ed efficace, con la migliore.

Particolarmente benefica è la fusione di due imprese complementari tra di loro, in questo modo è possibile che si verifichi una duplice diffusione di Know-How tra entrambe le imprese post-fusione.

Un esempio fornito da Röller, Stennek e Verboven, riguarda la fusione di due società, entrambe operanti nel settore automotive, che producono oppure acquistano dai fornitori componenti intermedi come freni e trasmissioni. In questo caso un'azienda può essere più efficiente nella produzione di freni oppure può acquistarli da fornitori ad un prezzo più favorevole mentre l'altra azienda è più efficiente nella produzione di trasmissioni o anche in questo caso riesce ad acquistare materiali ad un prezzo più basso, specializzandosi (Röller, Stennek, & Verboven, 2006).

Le MOE risultano essere alternative molto importanti ed interessanti, specialmente per le imprese che desiderano poter crescere e rimanere competitive senza dover svolgere acquisizioni a prezzi talvolta superiori rispetto al valore di mercato.

Possono trarre grossi vantaggi anche le istituzioni di minori dimensioni, in quanto questo tipo di operazioni, se gestite con successo, favoriscono una forte crescita e maggiore solidità del patrimonio. Inoltre, la fusione consente l'entrata in nuovi mercati che, prima dell'operazione, sarebbero risultati difficili da esplorare a causa di rischi finanziari ed economici particolarmente elevati. Un ulteriore beneficio importante, specialmente per le imprese più piccole, è l'aumento del potere di acquisto e del potere negoziale che la nuova impresa ottiene post-fusione, permettendo di accordarsi direttamente con i fornitori condizioni più vantaggiose, migliorando ulteriormente la competitività sul mercato.

Le merger of equals si basano su un principio di equalità tra le due società che hanno intenzione di unirsi. Ciò implica che entrambe le società trarranno benefici nella fusione e questo può avere anche un effetto positivo sulla morale dei dipendenti, poiché l'operazione non viene vista come una vera e propria acquisizione da parte di una società più grande nei confronti di una più piccola, facilitando il processo di integrazione culturale post-fusione.

Quando si ha a che fare con una MOE si parla di "equalità distributiva" e quindi una distribuzione dei benefici in modo equo, piuttosto che di "equalità integrativa" in quanto

quest'ultima presuppone che le rispettive parti coinvolte trarranno dei benefici in alcune aree a discapito di altre a seguito della fusione (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011).

Viene promosso così un ambiente collaborativo piuttosto che un ambiente competitivo tra le due società.

Tuttavia, la vera difficoltà risulterebbe invece nel mantenere l'equilibrio e garantire che l'operazione rimanga equa nel lungo termine, evitando così che una parte domini sull'altra come già successo più volte in passato (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011).

1.3 Le criticità

Le differenze culturali sono considerate tra i principali problemi delle fusioni tra pari. Drori, Wrzesniewski e Ellis, nel loro articolo, fanno riferimento alla fusione tra Daimler Benz e Chrysler, avvenuta nel 1998 e definita come una delle prime fusioni globali della storia tra due società estremamente competitive e forti nel mercato di riferimento (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011).

Da un lato, c'era il gruppo tedesco Daimler (oggi Mercedes-Benz Group AG), noto per la qualità, sicurezza e tecnologia, dall'altro lato della fusione c'era invece il gruppo americano Chrysler, definito come il più profittevole all'epoca rivolto al mercato di massa e sulla produzione a basso costo. Questi due approcci risultavano essere estremamente differenti tra loro e complessi da integrare specialmente dal punto di vista culturale (IMAA, 2025).

Quella che si propose come un'operazione di fusione paritaria si trasformò invece in una situazione in cui la parte tedesca dominò la parte americana, a seguito di difficoltà economiche e l'assenza di un processo di integrazione culturale. Questo portò Daimler ad imporre il proprio modello manageriale, che era più gerarchico e focalizzato sull'ingegneria mentre Chrysler aveva una struttura molto più flessibile ed orientata all'imprenditorialità (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011).

Di conseguenza, i dipendenti del gruppo Chrysler percepirono che Daimler stesse tentando di apportare cambiamenti alle loro assunzioni e valori (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011), portando anche a uno sbilanciamento nel processo decisionale a favore della parte tedesca. Secondo l'IMAA (2025), persino il nome DaimlerChrysler faceva sembrare

l'operazione come una semplice acquisizione, piuttosto che una fusione equa, dato che il nome Daimler appariva prima di Chrysler, e non fece altro che riflettere lo sbilanciamento della struttura dirigenziale.

Questa fusione tra pari durò solo nove anni, quando nel 2007 Daimler annunciò la separazione con la vendita dell'80,1% delle partecipazioni del gruppo Chrysler al fondo di private equity Cerberus per un valore di circa 5,5 miliardi di euro (NBC News, 2007). Uno dei fattori chiave per una fusione paritaria di successo soprattutto in ambito culturale consiste in un'adeguata nozione di giustizia o di equalità nel modo in cui le imprese distribuiscono e suddividono le risorse e modellano il processo di formazione delle pratiche manageriali e le abilità nel compiere decisioni. (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011)

Le differenze tra le due culture aziendali, infatti, sono tra le principali difficoltà che le società spesso sono costrette ad affrontare durante una fusione tra pari, questo perché la cultura aziendale influisce direttamente nel modo in cui le aziende stesse svolgono il proprio business, stabilendo le priorità e gli obiettivi da raggiungere, e organizzando la propria struttura interna. Le aziende hanno una loro identità che spesso può provocare conflitti interni dopo la fusione. (Drori, Wrzesniewski, & Ellis, 2011)

Quindi occorre prestare particolari attenzioni a come avvengono questo tipo di operazioni in quanto estremamente delicate con un alto numero di fallimenti.

Un ulteriore aspetto che occorre analizzare nelle fusioni, e in particolar modo nelle fusioni tra pari, riguarda gli aspetti legali e politici delle operazioni.

In generale, quando due operatori di un determinato mercato si uniscono, si incombe nel rischio di violazione delle leggi antitrust internazionali.

Le fusioni, infatti, possono risultare particolarmente rischiose quando coinvolgono grandi aziende, poiché tendono a ridurre la competitività all'interno del mercato di riferimento. Ciò può causare come conseguenza effetti negativi nei confronti dei consumatori, come la riduzione della qualità dei prodotti, a favore di minori costi di produzione, e l'aumento dei prezzi dei beni offerti. Inoltre, la riduzione della concorrenza può portare a inefficienze, in quanto le aziende fuse hanno minori incentivi ad innovare,

essendo rimasti gli unici operatori in quel mercato. Le leggi antitrust sono progettate con l'obiettivo di contrastare le concentrazioni di poteri e la creazione di monopoli.

Quando avviene una fusione tra due o più società, specialmente fusioni orizzontali (di aziende operanti nello stesso settore) occorre garantire che la nuova entità non assuma una posizione dominante, riducendo la concorrenza. Per questo motivo le istituzioni competenti svolgono accurate analisi e valutazioni per preservare la competitività e prevenire le formazioni di monopoli.

Sono posti particolarmente a scrutinio le fusioni in settori in cui operano già pochi concorrenti. Un numero limitato di attori nel mercato può favorire comportamenti collusivi e aumentare il rischio che si creino accordi simili a cartelli, rendendo più difficile mantenere il controllo della concorrenza.

Occorrono quindi, specialmente per le MOE, approvazioni da parte delle autorità antitrust tra cui la Commissione Europea in UE e la Federal Trade Commission (FTC) o il Dipartimento della Giustizia (DOJ) e anche dai Procuratori Generali nei vari Stati degli USA (NORMATIVA SULLA CONCORRENZA (Antitrust)) che spesso possono richiedere alcuni aggiustamenti o cessioni da parte delle imprese coinvolte al fine di mantenere la sana competizione e prevenire la formazione di monopoli anticoncorrenziali come successe con la fusione paritaria tra Dow Chemicals e DuPont nel 2017 per la formazione di un nuovo gruppo nominato DowDuPont per un valore delle sinergie sul costo di produzione stimato a circa 3 miliardi di dollari e delle sinergie di crescita pari a circa un miliardo di dollari (DuPont Press Release, 2017).

Prima di avviare il processo di fusione infatti i due giganti hanno dovuto attendere l'approvazione sia dalla Commissione Europea, sia dal Dipartimento di Giustizia americano, i quali richiesero, sempre per evitare il danneggiamento della concorrenza all'interno del settore, la cessione da parte di Dupont di partecipazioni nella protezione delle colture (DuPont Press Release, 2017), invece per quanto riguarda Dow, fu richiesta la vendita delle attività di copolimeri di etilene acido acrilico e ionomeri. (DuPont Press Release, 2017)

Ulteriori difficoltà nel proseguimento di una fusione paritaria possono sorgere dalla sfera politica, specie se riguarda una fusione tra due aziende di Stati differenti come avvenne

con la proposta di fusione 50/50 tra FCA e Renault-Nissan il 27 maggio 2019, prima quindi della creazione di Stellantis. (Manteigas, 2020)

L'obiettivo di questa proposta consisteva nel diventare il terzo gruppo automobilistico più grande al mondo dopo Volkswagen e Toyota, (Manteigas, 2020) consentendo l'accesso a diversi segmenti di mercato, dalle auto di lusso alle auto di "massa" senza dover chiudere fabbriche e cercando di sfruttare quindi le già esistenti sinergie del gruppo Renault-Nissan-Mitsubishi, dal valore stimato di circa 5 miliardi di euro l'anno oltre ad altre sinergie derivanti da ulteriori alleanze, anch'esse stimate per 1 miliardo di euro l'anno (Manteigas, 2020).

Si stimava così che l'unione di questi due giganti portasse ad una prestazione finanziaria seriamente solida, considerando un "profitto operativo" pari a circa 10 miliardi di euro, con un utile netto superiore di 8 miliardi di euro e un volume di ricavi molto importante, pari a circa 170 miliardi (Manteigas, 2020), secondo le statistiche fornite da FCA per entrambe le aziende utilizzando i dati per l'anno 2018.

Tuttavia, nonostante l'ottimo accordo, il consiglio di amministrazione francese del gruppo Renault rifiutò l'offerta dopo le quasi sei ore di conversazioni e 10 giorni di negoziazioni. (Manteigas, 2020)

Questo rifiuto da parte degli amministratori Renault fu determinato dalla influenza del governo francese alle contrattazioni, che deteneva circa il 15% delle azioni. Sebbene non fosse sufficiente per considerarsi una partecipazione di controllo, era abbastanza significativa da permettere al governo di esercitare una forte influenza sulle decisioni del gruppo, rendendolo anche uno dei principali shareholders.

Il rifiuto da parte del governo francese fu dovuto al tentativo di ristabilire le allora fragili relazioni tra Renault e Nissan, compromesse principalmente dalle basse vendite e dall'arresto, da parte delle autorità Giapponesi, dell'allora CEO di Renault e Presidente del gruppo Nissan Carlos Ghosn. Ghosn fu arrestato con l'accusa di essere coinvolto in crimini finanziari.

Inoltre, lo stesso governo francese temeva che l'unione tra FCA e Renault potesse mettere a repentaglio numerosi posti di lavoro in Francia in quanto avrebbe potuto comportare possibili rilocazioni di alcune fabbriche.

Questo timore era accentuato anche dalle diverse prese di posizione del Presidente della Repubblica Emmanuel Macròn, che poche settimane prima della proposta aveva cercato, tramite il ministro delle finanze francese Bruno le Maire, di evitare la chiusura di numerose fabbriche francesi e la perdita di migliaia di posti di lavoro come la fabbrica Ford nel sud della Francia e successivamente anche il licenziamento di quasi 1000 dipendenti della General Electric dopo la fusione con la francese Alstom nel 2015 (Granville, 2019).

Tra le richieste del governo francese, vi erano diverse condizioni per la fusione tra FCA e Renault. Prima tra queste la sede generale della nuova entità, che doveva essere situata a Parigi. Inoltre, in caso di necessità di licenziamenti il governo francese chiedeva che i posti di lavoro fossero ridotti prima in America e Italia, e solo successivamente in Francia, a seguito anche delle forti proteste da parte del movimento populista dei Gilet Jaunes (Granville, 2019).

Nonostante la riduzione della percentuale di partecipazione dello Stato nella nuova società, un altro punto fondamentale era la richiesta di garantire un rappresentante del governo all'interno del consiglio di amministrazione della nuova società fusa.

Poco dopo il fallito tentativo di fusione tra le due società, FCA pubblicò un documento che incolpò le condizioni politiche di allora in Francia definendole non adatte per concludere l'affare (Manteigas, 2020).

A causa delle diverse difficoltà che sorgono, molti esperti sostengono che le operazioni di merger of equals siano in realtà operazioni particolarmente complesse e spesso difficili da realizzare con successo. Molte MOE finiscono per fallire e ci sono numerosi casi che vanno a confermare questa tesi. Tra gli esempi più noti ci sono i già citati prima DaimlerChrysler e Time Warner AOL

Per quest'ultima, infatti, pur venendo generalmente considerata come una vera e propria operazione MOE, nella realtà dei fatti non lo era sotto diversi aspetti. Tra le

principali problematiche, quella più evidente fu la vasta differenza di numero di impiegati tra le due aziende: alla Time Warner venivano impiegati quasi 60.000 dipendenti in più rispetto ad AOL (Forbes leadership forum, 2014).

Anche sul piano di redditività, Time Warner risultava molto più redditizia rispetto ad AOL, con un valore stimato di quasi 20 miliardi di dollari, prima della fusione. A queste disparità si aggiungevano profonde differenze culturali, che aggravarono ulteriormente il processo di integrazione delle due società (Forbes leadership forum, 2014).

Queste ampie differenze, unite a forti rivalità interne e allo scoppio della bolla delle imprese Dot-Com verso il termine del 2001, contribuirono pesantemente al fallimento dell'operazione, che si concluse definitivamente con la separazione delle due aziende nel 2003.

Si può quindi comprendere che le difficoltà di ottenere una fusione di successo sottolineano l'importanza di una pianificazione accurata della leadership post fusione, un aspetto che deve essere studiato con molta attenzione, basandosi anche su numerose discussioni approfondite tra le parti coinvolte nella fusione, in modo tale da raggiungere un accordo comune che eviti conflitti di potere. È cruciale evitare situazioni in cui una delle due parti tenti di dominare l'altra, soprattutto riguardo al ruolo di CEO. Una gestione equilibrata della leadership è fondamentale per il buon esito dell'operazione.

Una tecnica utilizzata spesso nelle grandi fusioni consiste nella nomina di un nuovo CEO successivamente al periodo iniziale di transizione in modo tale da sfruttare il metodo del "miglior atleta" (Herlihy et al., 2025), che consiste nel combinare le competenze e i successi delle dirigenze precedenti al fine di rafforzare la nuova azienda e mantenere la fiducia degli investitori nel lungo periodo.

Il fattore cruciale che può determinare il successo o il fallimento di una merger of equals è la capacità della leadership di entrambe le imprese di garantire lo svolgimento della fusione senza difficoltà o problematiche che potrebbero generare opinioni negative da parte degli shareholders e perdita di fiducia nei confronti della stessa leadership, provocando la paralisi del processo dell'operazione e una drastica caduta del valore delle azioni nel mercato quotato. Anche le assegnazioni dei poteri all'interno della struttura

organizzativa devono essere ben definite al fine di evitare inefficienze (Herlihy et al, 2025).

La valutazione del corrispettivo ricevuto nella fusione dipende in larga misura dalle performance future della nuova entità. Per proteggere gli investimenti degli azionisti, è essenziale che nel primo periodo successivo alla fusione vengano mantenuti i ruoli di management e dirigenza nelle rispettive aree, garantendo continuità nella gestione dei team. Questo periodo iniziale è critico per costruire fiducia e stabilità.

Non sono quindi operazioni che possono andare bene per qualsiasi impresa e in quanto tale deve essere fatta una profonda e attenta analisi su ogni aspetto riguardante questa difficile operazione. Occorre anche mantenere un livello di assoluta segretezza dell'accordo durante le prime trattative in modo tale da evitare che informazioni e debolezze nel piano di fusione possano compromettere l'accordo o di attirare anche offerte da parte di imprese concorrenti.

Capitolo Ⅱ FCA e PSA

2.1 FCA

Prima di andare a visualizzare più nel dettaglio lo svolgimento della procedura di fusione tra i due storici gruppi del settore automotive, occorre analizzare gli avvenimenti principali degli ultimi 20 anni e valutare le performance di entrambi prima della fusione, oltre anche a tenere in considerazione i principali cambiamenti del mercato globale dell'automobile a partire dagli anni 2000.

Innanzitutto, occorre tenere in considerazione che il mercato automobilistico è sempre stato un settore estremamente competitivo, specialmente dagli anni 90, ed è proprio in quel periodo che cominciano a delinearsi le strategie di crescita tramite la fusione di imprese concorrenti e la formazione di vere e proprie partnership commerciali.

Uno dei due gruppi automobilistici protagonisti della formazione di Stellantis è proprio FCA, nato dalla fusione tra la casa automobilistica torinese Fiat e il gigante di Detroit Chrysler dopo il fallimento della MOE con Daimler, con le rispettive trattative iniziate già dal 2009. Date le numerose difficoltà di gestione del gruppo DaimlerChrysler, dovute soprattutto all' influenza dominante della parte tedesca e dalla crisi globale del credito, che ne determinarono il fallimento della collaborazione germano-americana. Nel 2007 Daimler si vide costretta a vendere l'80,1% delle partecipazioni della società Chrysler ad un fondo di private equity dal nome di Cerberus Capital Management per un valore di quasi 7,4 miliardi di dollari, un prezzo molto più basso considerando quanto ha pagato da Daimler nel 1998 circa 36 miliardi (Calabrese, 2011). Tale fondo stabilì delle strategie necessarie per risollevare la casa americana dalle difficoltà finanziarie dell'epoca, ma che poi tali strategie si rivelarono fallimentari.

Queste scelte strategiche si basavano nella riduzione dei costi di produzione e su una importante ristrutturazione interna all'azienda, compresa la riduzione della gamma di modelli in vendita, lasciando disponibili all'acquisto solamente i modelli di successo. Nonostante l'impegno del gruppo di private equity per risollevare la drastica situazione finanziaria, minata dall'eccessivo livello di indebitamento con le banche finanziatrici, e

prevenire il conseguente fallimento, il volume di vendita fu comunque ritenuto insufficiente ad apportare la tanto necessaria stabilità finanziaria del gruppo.

L'eccessiva riduzione dei costi di produzione delle vetture richiesto dal Cerberus Capital Management portò inevitabilmente ad una forte peggioramento della qualità dei veicoli venduti. I consumatori, infatti, notarono che i materiali utilizzati nella produzione di veicoli erano di bassa qualità, con conseguente elevata riduzione del valore percepito del marchio dai clienti stessi. A questi problemi si aggiunsero anche numerosi licenziamenti degli operai nelle fabbriche e al mancato sfruttamento delle divisioni di progettazione di nuove vetture, interrompendo così il processo di innovazione necessario per mantenere il vantaggio competitivo nel mercato globale. Dal 2006 al 2009 il numero di dipendenti di Chrysler si abbassarono del 41% arrivando complessivamente a poco più di 47000 lavoratori. (Balcet, G., Commisso, G. & Calabrese, G., 2013)

A causa della recessione economica globale del 2008, l'intero settore automobilistico globale ha sostenuto una drastica riduzione di vendite di veicoli, stimata a quasi il 18% in meno rispetto all'anno precedente (Nye, 2022). Più nello specifico anche il mercato americano ebbe grandi difficoltà finanziarie, non solo Chrysler quindi ma anche General Motors e Ford a causa anche di numerosi fattori come l'alto tasso di disoccupazione e le restrizioni del credito per il finanziamento di nuove auto e l'aumento dei prezzi del carburante in un mercato dominato da vetture di grossa cilindrata e con consumi molto elevati rispetto alle tipiche auto europee (Nye, 2022). Tutte queste pressioni portarono il mercato automobilistico a sostenere forti contrazioni, provocando la eliminazione di marchi meno performanti e come appunto Chrysler.

Chrysler Financial, la divisione finanziaria del gruppo Chrysler di allora, si trovava in una situazione estremamente complessa. Gran parte delle vendite di auto in America avvenivano grazie a finanziamenti concessi a bassi tassi di interesse direttamente dalle società captive nel settore finanziario, i cosiddetti <<Floorplan Financing>> (Nye, 2022, p.226) o definiti anche come finanziamenti da concessionario. I finanziamenti per acquisti di automobili venivano poi securitizzati tramite la loro trasformazione in titoli ABS o asset-backed securities, e venduti successivamente agli investitori, in modo tale da avere denaro disponibile alla concessione di nuovi prestiti (Nye, 2022)

Il mercato degli ABS, poi con l'arrivo della crisi finanziaria, si strinse molto a causa delle costanti limitazioni del credito rendendolo praticamente inesistente, con Chrysler Financial che, cercando di rinnovare la sua linea di credito di 30 miliardi da 22 banche importanti, dovette accontentarsi di 24 miliardi. Inoltre, sempre a causa della crisi, il costo dei prestiti risultava sempre più difficile da sostenere con forti aumenti dei tassi di interesse (Nye, 2022).

A causa di queste condizioni Chrysler Financial fu costretta a limitare i finanziamenti ed eliminare leasing oltre che a far tassare i concessionari Chrysler (già ridotti precedentemente sotto richiesta del gruppo Cerberus) e che portò ad ulteriori difficoltà nella vendita di veicoli. Si arrivò nel dicembre del 2008 all'interruzione della produzione di tutti i veicoli per un periodo di bancarotta di 42 giorni (Pascus, 2018).

Per quanto riguarda Fiat invece la situazione finanziaria la si può rappresentare con degli alti e bassi. Nel 2009, a differenza di molti altri marchi, Fiat ha dimostrato una forte resilienza alla crisi finanziaria globale dell'anno precedente, vantando delle performance finanziarie decisamente solide, grazie anche alla gestione strategica di Sergio Marchionne, il CEO del gruppo torinese di allora (Bertoldi et al, 2015).

Nel 2009 infatti la divisione Fiat Professional, composta da una gamma di mezzi commerciali, vantava di un ottimo market share, pari al 12,8% nel settore europeo e in particolar modo ebbe un grande successo nei BRICS, specialmente in Brasile, mercato strategico che rappresentava una parte significativa dell'EBIT dell'intero gruppo. Inoltre, nello stesso periodo, Fiat ha sostenuto grandi investimenti in tecnologie dedicate alla riduzione delle emissioni di anidride carbonica in favore della sostenibilità ambientale (Bertoldi et al, 2015).

Tuttavia, non tutto il gruppo Fiat ebbe dei risultati notevoli, infatti le vendite di Lancia e Alfa Romeo non raggiunsero gli obiettivi di vendita prestabiliti, le fabbriche all'interno del territorio italiano non erano utilizzate al pieno potenziale e soprattutto il 77% delle vendite del gruppo FIAT si basava su macchine di piccole dimensioni e bassa cilindrata come la Panda e la Punto, in un mercato che si stava rapidamente evolvendo con la diffusione dei primi SUV e Crossover che ormai costituiscono la maggior parte dei veicoli in circolazione (Bertoldi et al, 2015).

La necessità di FIAT consisteva nell'operare anche nel mercato americano dopo decenni di assenza, con l'opportunità anche di rilanciare Brand italiani come Alfa Romeo e Lancia negli Stati Uniti; invece, la necessità di Chrysler si basava sul risollevare la difficile situazione finanziaria, poter condividere risorse ed investimenti in vetture più ecologiche, e una tanto dovuta riorganizzazione interna. Fu così che le prime negoziazioni per un'unione tra i due marchi avvenne nel gennaio del 2009.

Secondo gli accordi tra i due marchi su una possibile alleanza comunicata nella press release del 20 gennaio 2009, Fiat, tramite una partecipazione immediata del 35% con possibilità di aumento di un ulteriore 20% dopo un anno, concedeva a Chrysler la possibilità di utilizzare le piattaforme, componenti e tecnologie sviluppate dalla stessa (ottenendo così un grande rimborso dagli investimenti in Research and Development), al fine di poter vendere nuove vetture più efficienti e con minori consumi di carburante, come richiesto dal governo statunitense, dati i forti aumenti di prezzi di benzina e gasolio, oltre anche alla possibilità di condividere le rispettive reti di distribuzione in modo tale da ampliare il mercato operativo di entrambi i marchi automobilistici e di poter rilanciare il marchio Fiat nel mercato americano, abbandonato nel 1983. Con questo accordo Chrysler poté sfruttare invece le infrastrutture di vendita di Fiat operanti nel mercato europeo. Per Chrysler, inoltre, questo accordo faceva parte del piano di recupero richiesto dal governo americano durante l'amministrazione Obama, al seguito dell'apertura del Chapter 11 Bankruptcy, con il fine di mantenere in vita il colosso americano e salvaguardare numerosissimi posti di lavoro. (Caputo, 2012).

Per attuare il piano di business con Fiat richiesto dalla Casa Bianca, occorreva a Chrysler ulteriori finanziamenti che la stessa casa torinese non era disposta a concedere e fu quindi costretta a richiederli direttamente dallo Stato americano, che fu poi soggetto a numerose critiche da parte dei contribuenti che temevano la perdita dell'iconico brand americano e, allo stesso tempo, a proteste da parte dei creditori di Chrysler che preferirono continuare la procedura di fallimento.

Queste difficoltà si risolsero grazie soprattutto al CEO di Fiat, Marchionne che nei giorni successivi svolse una serie di incontri con lo staff del presidente degli USA per aiutare il

processo di integrazione delle due società e sostenere l'idea che per uscire da tale profonda crisi occorreva la collaborazione dei due gruppi (Caputo, 2012).

Fu così che verso la fine di marzo la Casa Bianca a Washington annunciò la fornitura di prestiti a Chrysler con la condizione di formare un piano di business con Fiat entro 30 giorni altrimenti ne sarebbe conseguita la bancarotta. Fu anche accordata una ulteriore modifica degli accordi di gennaio riguardante la partecipazione di Fiat in Chrysler che passò dall'immediato 35%, con possibilità di aumentare del 20% dopo un anno, ad invece una più graduale partecipazione del 20% che poteva aumentare contemporaneamente alla condivisione delle tecnologie e risorse (Caputo, 2012)

A Giugno del 2009 la Corte Suprema americana approvò l'accordo tra i due brand che divenne effettivo, e le partecipazioni furono distribuite nel seguente modo: 55% di azioni ai sindacati al fine di garantire le pensioni dei lavoratori, il 20% alla Fiat, tramite la sussidiaria Fiat North America e con Sergio Marchionne come CEO di Chrysler L.L.C. , con la possibilità di aumentare fino al 51% se fossero stati raggiunti determinati obiettivi, invece la restante percentuale fu acquisita dal governo americano.

Grazie a questa nuova intesa Chrysler tornò a generare utili già a partire da maggio del 2011 (Caparello, 2018) dopo il rifinanziamento del debito e del rimborso dei prestiti concessi dal governo americano e canadese.

Nello stesso anno, Fiat aumentò più volte la quota di partecipazione in Chrysler, arrivando prima al 46% e, successivamente, tramite l'acquisto delle partecipazioni in Chrysler del Canada e del dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti al 53,5% diventando in questo modo socio maggioritario e infine l'anno successivo al 58,5%. (Savelli, 2018)

L'accordo tra le due società ha permesso al gruppo Fiat di concentrarsi sulla elaborazione di una nuova strategia di diversificazione dei mercati, introducendo come nuovo settore strategico il mercato nordamericano. Ciò diversificò anche le origini delle entrate del gruppo passando da un 60% in Europa e 28% in Sud America nel 2010 una globalizzazione delle vendite con il 30% in Europa 47% in Nord America e 17% in Sud America in un solo anno (Bertoldi et al, 2015).

La nuova strategia del gruppo italo-americano si basava quindi su un importante processo di standardizzazione delle parti ed integrazione dei processi produttivi, in modo tale da sfruttare gli effetti positivi delle economie di scala, con la conseguente riduzione dei costi operativi. Tale standardizzazione consisteva in un elevato livello di condivisione dei componenti principali delle vetture quali architetture, motori, sistemi di illuminazione, componenti dello sterzo; invece, non sono stati standardizzati design e componenti più specifici delle vetture che si differenziavano in base al marchio di riferimento in modo tale da mantenere comunque una propria identità.

Il 12 ottobre 2014 avvenne l'acquisizione totalitaria di Chrysler da parte di Fiat, la cui quota restante venduta dal fondo VEBA, terminando così il processo di acquisizione. Dall'acquisizione completa nacque una nuova società holding dal nome di FCA N.V., con sede legale nei Paesi Bassi, che divenne la capogruppo del nuovo conglomerato.

La fusione ha portato all'emissione di quasi 1 miliardo e 200 milioni di azioni di FCA, <<assegnate agli azionisti fiat sulla base del rapporto di cambio di un'azione ordinaria di FCA per ogni azione ordinaria di Fiat.>> (Stellantis Press Release, 2014, pp.1) e ammesse prima nel mercato quotato del New York Stock Exchange e successivamente nel Mercato Telematico Azionario. Sempre nello stesso anno c'è stato anche lo scorporamento del marchio automobilistico di lusso Ferrari, diventato indipendente e con Exor, ossia la holding della famiglia Agnelli come azionista maggioritario.

Nel 2019 il gruppo FCA era composto dalle italiane Fiat, Abarth, Alfa Romeo, Maserati e Lancia e dalle statunitensi Chrysler, Dodge, Ram Trucks, SRT e Mopar. Nello stesso anno secondo la relazione del 31 dicembre 2019 il gruppo ha registrato entrate nette pari a 108 miliardi di euro, con una riduzione del 2,02% rispetto all'anno precedente. Le vendite globali ammontarono a quasi 4,6 milioni di unità in calo rispetto alle 4,8 milioni di unità vendute sia nel 2018 che nel 2017, riduzione influenzata dal calo di domanda del settore EMEA (comprendente Europa Medio Oriente ed Africa) mentre in Brasile continua ad essere il principale venditore di vetture. (Stellantis, 2020)

2.2 PSA

Nel 1965 nacque PSA, una società holding del gruppo automobilistico francese Peugeot, poi, nel 1976, divenne PSA Peugeot Citroën a seguito della fusione tra le due case

automobilistiche. Nel 2016 PSA Peugeot Citroën è diventato Gruppo PSA comprendendo i marchi Peugeot, Citroën, DS e Opel/Vauxhall.

Dagli inizi degli anni 2000 si sviluppa, specialmente all'interno del mercato automobilistico europeo, una forte competizione dei prezzi tra i principali automaker europei costringendoli a riorganizzare le proprie strategie di vendita. Ciò portò il gruppo PSA a perseguire l'obiettivo strategico di rendere la produzione più ecologica e sostenibile tramite l'implementazione di un piano che prese il nome di <<10 sustainable development objectives for 2010-2011>> (Scalera, 2011, p. 1246) a partire dal 2007. Tale piano si suddivideva in diverse aree strategiche.

Una di queste riguardava l'ambiente, più nel dettaglio, il piano consisteva nella riduzione delle emissioni di anidride carbonica, in modo tale da arrivare al di sotto della soglia prestabilita di 120 grammi di CO2 per chilometro permettendo in questo modo la vendita di più di 2 milioni di veicoli dal 2007 al 2010 PSA raggiunse l'obiettivo tramite importanti investimenti, con lo sviluppo e la produzione di componenti ecosostenibili ricavati da materie prime green come materiali riciclati, materiali naturali e l'uso di polimeri non derivanti dalla industria petrolchimica (Scalera, 2011).

Nonostante il cambio di strategia con il focus sullo sviluppo sostenibile, Il 2012 fu un anno disastroso, caratterizzato principalmente da una drastica riduzione delle vendite da parte del gruppo industriale francese. PSA chiuse il bilancio annuale con una perdita pari a 5,01 miliardi di euro, in contrasto all'utile guadagnato l'anno precedente pari a 588 milioni di euro (Redazione FinanzaOnline, 2013); tale perdita aveva portato il gruppo automobilistico francese sull'orlo del fallimento. Secondo l'allora CEO del gruppo PSA, Philippe Varin la causa principale di questa drastica riduzione del volume di vendite era reputabile alla crisi europea del settore automotive, che doveva ancora riprendersi dalla crisi del 2008, e dalla perdita di competitività rispetto agli altri concorrenti, specialmente nel mercato italiano e spagnolo. Infatti, in quell'anno in Europa si registrò una drastica riduzione delle immatricolazioni di nuovi veicoli pari all'8,2 percento, allora la riduzione più bassa della storia in europa dal 1995. Essendo il mercato europeo il mercato principale nella quale operava, PSA subì un duro colpo, specialmente per quanto riguardava il prezzo quotato delle azioni in borsa, e con l'annuncio di un taglio di quasi

8000 posti di lavoro nel territorio francese e poi la successiva chiusura negli anni successi della fabbrica storica di Aulnay-sous-Bois nei pressi della capitale (Il Post, 2013).

Nello stesso anno al fine di risollevare il gruppo dalla crisi di vendite, fu annunciata la collaborazione con il gruppo americano General Motors, collaborazione avente come obiettivo lo sviluppo e la produzione di automobili in comune a partire dal 2016. Come parte dell'accordo di collaborazione dei due gruppi storici, ci fu anche l'acquisizione da parte di General Motors di una percentuale del 7% delle partecipazioni di PSA, che divenne il secondo più grande shareholder del gruppo francese dopo la famiglia Peugeot che ne possedeva il 30% (BBC News, 2012).

Il focus principale di questa alleanza si basava quindi sulla opportunità di risparmio tramite la produzione congiunta di vetture, per un valore delle sinergie di costi di produzione di circa 2 miliardi di dollari all'anno dal 2017 in poi (BBC News, 2012) date le recenti difficoltà di entrambi i marchi nel mercato europeo con Opel, che l'anno precedente perse quasi 750 milioni di dollari (BBC News, 2012).

Inoltre, l'accordo prevedeva anche la formazione di una Joint Venture globale per gli acquisti, cioè una partnership basata nella gestione collettiva di acquisti a livello globale di materie prime e componenti direttamente dagli stessi fornitori condivisi, con il volume di acquisti annuali combinati ad approssimativamente 125 miliardi di dollari (Madslien, 2012). Questa partnership commerciale ebbe vita breve, con la vendita nel 2013 della partecipazione dell'azienda americana. Ciò dovuto alla precaria situazione finanziaria del gruppo francese e al fallimento degli obiettivi preposti oltre anche a risparmi dei costi di produzione inferiori del 40% di quelli originariamente stimati.

Nel 2014 ci fu anche l'acquisto di partecipazioni da parte del gruppo francese nei confronti della società Dongfeng Motors, tra i principali produttori di auto cinesi tramite la SOGEPA, società di proprietà dello Stato francese per un totale di 1,048 miliardi di euro (Stellantis, 2014). A seguito dell'approvazione del consiglio di sorveglianza di PSA Peugeot-Citroën, fu accordata l'acquisizione del 14% delle partecipazioni di gruppo, permettendo così una ristrutturazione dei poteri manageriali dell'azienda date le recenti difficoltà, e di consolidare la posizione nell'emergente mercato automobilistico cinese. Occorre sottolineare che PSA ebbe già rapporti collaborativi con il colosso cinese a

partire dal 1992 con la formazione di un accordo di joint venture dal nome di DongFeng Peugeot-Citroën Automobile in Cina, in modo tale da introdurre le vetture francesi di Peugeot e Citroën al pubblico cinese.

L'accordo del 2014 serviva a simboleggiare l'intensificazione del livello di partnership tra PSA e Dongfeng Motor, permettendo a quest'ultima di diventare così uno dei principali azionisti insieme allo Stato francese. Tale accordo continua tuttora anche successivamente la fusione tra PSA ed FCA in Stellantis. Tuttavia, occorre ricordare che nonostante questi forti legami, il gruppo francese non ebbe grossi successi nel mercato cinese. Dall'accordo la famiglia Peugeot deteneva ormai lo stesso potere decisionale degli altri due azionisti principali e fu nominato nel 2014 Carlos Tavares come CEO del gruppo.

Invece la partecipazione dello Stato francese ebbe un importante valore simbolico, in modo tale da dimostrare l'interesse della Francia nel salvaguardare il suo settore automobilistico e i posti di lavoro a rischio di licenziamento.

Nel marzo 2017 General Motors Co e il gruppo PSA annunciarono un accordo, tramite il quale GM cedeva la sussidiaria Opel/Vauxhall e la GM Financial's European operations a PSA, con il valore delle transazioni stimata a circa 1,3 miliardi di euro e 0,9 rispettivamente. (La Repubblica, 2017)

Grazie all'integrazione di Opel/Vauxhall, PSA divenne il secondo gruppo più grande a livello europeo con un market share di allora pari a circa il 17%. Ciò permise lo sfruttamento di sinergie ed economie di scala stimate annualmente a circa 2 miliardi di euro tramite la condivisione di tecnologia, progetti da sviluppare e network di vendita, aiutando così il marchio Opel/Vauxhall nel tornare a generare profitti. (La Repubblica, 2017)

Secondo quanto comunicato nella relazione di bilancio del 2019, il volume delle vendite a livello globale del gruppo PSA raggiunse la quota di 3,5 milioni di unità, con una solida performance nel mercato europeo, considerato il settore principale dell'intero gruppo con un market share del 16,8%. Nello stesso anno furono introdotti 10 nuovi modelli tra ibridi plug-in e full electric, in linea con l'obiettivo di trasformazione dell'intera gamma in elettrico entro il 2025. La divisione LCV o Light

Commercial Vehicles ha sostenuto una vendita totale di 765.000 unità con un market share europeo del 25,1%. (Stellantis, 2020)

Sempre secondo la relazione annuale del 31 dicembre 2019, il gruppo PSA ha sostenuto un ammontare di ricavi pari a 74.7 miliardi euro, un aumento del 0,95% rispetto all'anno precedente, di cui 59 miliardi di euro provenienti dalla sola vendita di automobili, mentre il restante deriva da Faurecia (azienda produttrice di componenti per auto del gruppo PSA) e da altri business ed eliminazioni. (Stellantis, 2020)

2.3 Principali cambiamenti del settore automobilistico

Per comprendere al meglio le motivazioni dietro la fusione in Stellantis, occorre anche analizzare i principali cambiamenti ed evoluzioni del settore automobilistico degli ultimi 20 anni.

1) la crescente necessità di formare alleanze strategiche.

2) la diffusione delle auto elettriche.

3) l'ascesa dell'industria automobilistica cinese.

La causa della necessità di formazione di nuove partnership commerciali, specialmente con fornitori, è sicuramente il crescente fenomeno della globalizzazione.

Si possono notare modifiche nelle strategie di internazionalizzazione delle case automobilistiche, dovute specialmente a cambiamenti della competitività del mercato internazionale già a partire degli anni 90. La globalizzazione, infatti non ha fatto altro che aumentare il livello di competitività tra i produttori di automobili, costretti ad adottare diverse strategie di divisione internazionale del lavoro, in quanto ritenuto sempre più difficile produrre tutto internamente. Tramite queste nuove strategie di divisione del lavoro e la diffusione della modularizzazione di produzione dell'automobile, i fornitori iniziarono a specializzarsi e a beneficiare degli effetti positivi delle economie di scala. Le nuove strategie, grazie anche allo sviluppo di nuove tecnologie, incentivarono l'esternalizzazione del design e della produzione di componenti direttamente ai fornitori tramite outsourcing determinando in questo modo la rapida crescita di potere a favore di fornitori stessi, che cominciarono ad avviare numerosi processi di mergers and acquisitions. (Camuffo, 2004)

Fondamentale anche per la riduzione dei costi di produzione sono le alleanze tra produttori automobilistici che permettono quindi la condivisione delle piattaforme automobilistiche tra i vari marchi, questo ha un effetto estremamente positivo per la redditività dell'impresa in quanto vengono ridotti al minimo i costi che il produttore di automobili dovrebbe sostenere per la costante ricerca e sviluppo e sfruttare così le economie di scala. Tuttavia, allo stesso tempo, una eccessiva condivisione di piattaforme e componenti possono comportare una minore eterogeneità della gamma di modelli offerti dalle case produttrici.

Lo si può notare già dal 1999 con la formazione dell'alleanza strategia tra Renault, Nissan e Mitsubishi. Lo scopo principale dell'alleanza, infatti, consiste nell'adozione del sistema Leader-Follower, ossia qualora un produttore di auto all'interno dell'alleanza abbia raggiunto un avanzato livello di Know-How riguardante la produzione di determinati componenti come piattaforme, motori e batterie, quel produttore condividerà le conoscenze tra gli altri partecipanti dell'alleanza, consentendo quindi una drastica riduzione dei costi di sviluppo. Tale riduzione dei costi permette i produttori di vendere auto ad un minor prezzo, rendendole più appetibili per i clienti. (Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance, n.d.).

Cominciano a diventare fondamentali quindi le partnership commerciali con i fornitori di componenti con tecnologie avanzate.

Questa nuova tendenza la si può osservare già dagli anni 90 ma ha avuto una rapida accelerazione a causa dell'introduzione ed innovazione dell'automobile elettrica, data la necessità delle case madri di massimizzare le risorse e di adattarsi rapidamente al rapido cambiamento delle esigenze del mercato e affrontare adeguatamente alle sfide lanciate dalla ecosostenibilità. Non solo per la produzione di automobili elettriche ma anche tutto ciò che ruota attorno ad esse, ad esempio la formazione della partnership di nome IONITY composta da BMW, Hyundai, Ford, Mercedes Benz e Volkswagen per lo sviluppo di nuove stazioni di ricarica più efficienti e rapide per le auto elettriche operanti in 24 paesi. (Mobility Portal, 2024)

Lo sviluppo tecnologico, infatti, ha portato alla crescita esponenziale dell'importanza dei fornitori di materie prime e componenti che prima venivano creati direttamente dalla

casa madre. A causa della elevata complessità di alcuni componenti, infatti, i produttori di automobili sono stati costretti a fare outsourcing. Tra i fornitori più importanti attualmente vi sono LG Chem per quanto riguarda la fornitura di batterie al litio ad alte prestazioni, Bosch per la fornitura di componentistica legata agli aspetti elettronici di gestione dei motori come centraline e sistemi di assistenza alla guida come i sistemi ABS, Continental per quanto riguarda la fornitura di pneumatici. Con la diffusione di sistemi di Infotainment sempre più avanzati, sono diventate fondamentali anche le partnership con produttori di elettronica come Panasonic, Google e Harman. Tali partnership commerciali influenzano anche la vendita stessa delle automobili, in quanto le rende più all'avanguardia tecnologicamente, sicure e performanti.

Già nel 2010, importante è stata la collaborazione tra General Motors e l'azienda chimica sudcoreana LG Chem per la fornitura di batterie al litio per le auto prodotte da GM, in particolare per una delle prime vetture elettriche americane, ossia la Chevrolet Volt. Questa alleanza continua tuttora, con l'ultima rinnovazione avvenuta nel 2024 quando è stata annunciata la collaborazione per la fornitura a lungo termine di materiali catodici a partire dal 2026, per un valore pari a 19 miliardi di dollari (LG Press Release, 2024). Inoltre, la stessa LG Chem fornisce batterie anche a modelli elettrici della casa madre Hyundai e pure anche alla recente Stellantis.

Bosch invece ha stretto numerose partnership commerciali con i gruppi tedeschi Volkswagen, Mercedes Benz e BMW sempre per la fornitura di componenti dedicati alla sicurezza alla guida e al controllo elettronico del motore.

Si può quindi dedurre che tra i altri motivi che spingono i produttori automobilistici a procedure di M&A sia la volontà di aumentare il proprio potere negoziale, in modo tale da permettere con maggiore facilità alleanze con i fornitori e benefici in termini di risparmi dei costi di produzione.

Per quanto riguarda invece il secondo punto è importante definire l'entrata e la diffusione delle auto elettriche.

Auto elettriche la cui diffusione ha comportato una rivoluzione all'interno del mercato automobilistico, tipicamente statico e dominato da pochi giganteschi produttori come una sorta di oligopolio, portando l'abbattimento di barriere in entrata e favorendo quindi

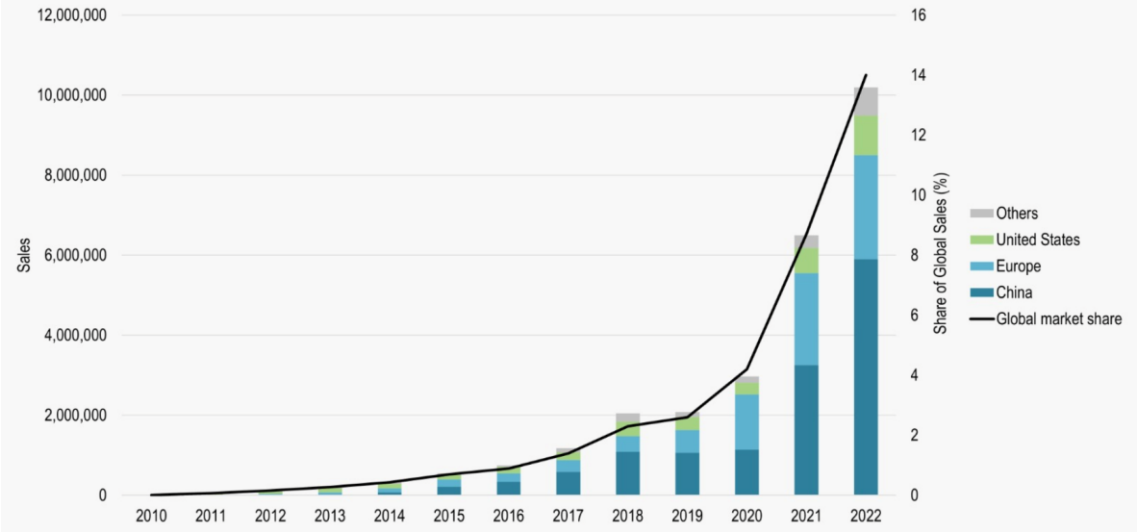
la diffusione di start-up come le statunitensi Rivian, Tesla e Lucid, consentendo quindi di avere vendite significative grazie a vantaggi competitivi basati sulla innovazione tecnologica. Tali innovazioni hanno costretto le storiche case automobilistiche ad unirsi al fine anche di condividere i costi di ricerca e sviluppo, oltre anche alle conoscenze necessarie per rimanere competitivi nel mercato sempre più in evoluzione e dipendente anche sempre di più dalle normative sulla protezione dell'ambiente e alla riduzione del carbon footprint, in modo tale da alleviare il fenomeno di cambiamento climatico.

L'auto elettrica esisteva già prima degli anni 2000 tuttavia non veniva considerata come un effettivo mezzo di trasporto alternativo, in grado di competere con il classico motore termico. Di conseguenza il mercato per tali veicoli era estremamente piccolo. Tesla fu fondata nel luglio del 2003 e già nel 2008 introdusse la sua prima vettura in commercio, con il nome di Tesla Roadster, che rimase in commercio fino al 2012. La Roadster ebbe un significato molto importante in quanto fu la prima auto elettrica al mondo ad utilizzare le batterie agli ioni di litio e fu la dimostrazione che le macchine elettriche potevano rispondere alle esigenze anche degli appassionati della velocità e praticabilità. L'utilizzo di questa rivoluzionaria batteria permise alla Roadster di avere un range di circa 390 km vantando allo stesso tempo un'accelerazione da 0 a 100 in meno di 4 secondi. All'epoca nessun'auto elettrica in circolazione poteva vantare un'autonomia così elevata e prestazioni così alte. (Losito, 2024)

L'auto elettrica ha permesso di ridurre drasticamente le barriere in entrata grazie anche alla semplificazione dei componenti che fanno parte della vettura, specialmente il motore elettrico più semplice da produrre rispetto al motore a combustione interna, in quanto composto da un numero molto inferiore di componenti, inoltre non sono più necessari altri componenti come trasmissioni, sistemi di raffreddamento del motore, scarichi e molto altro, consentendo anche di ottenere una migliore ottimizzazione degli spazi. Ciò consente ad un abbassamento del livello di complessità tecnica richiesto per la progettazione e produzione dell'auto, permettendo così a produttori provenienti spesso da contesti tecnologici o industriali differenti di sviluppare veicoli elettrici senza la necessità di essere esperti automobilistici tradizionali. Secondo Alpha Motor Inc, infatti, nella media le auto elettriche contengono dalle 20 alle 25 parti in movimento in un drivetrain contro invece dalle 200 a più di 2000 parti in movimento di un classico

motore termico. in questo modo viene ridotto anche il degrado dei componenti nel tempo. (Alpha Motor Corporation, 2021)

Grafico 3. Volume di vendite a livello globale delle auto elettriche dal 2010 al 2022



Fonte: Rodrigue, 2024.

Il Grafico 3 mostra effettivamente l'andamento del mercato delle auto elettriche dal 2010 al 2022 e si può notare la forte impennata del volume di vendite che comincia già nel 2019 periodo in cui sono anche iniziate le trattative per la fusione merger of equals tra PSA e FCA in Stellantis. Pertanto, si può affermare che la fusione di queste due entità è dovuta anche alla necessità di condividere le conoscenze e gli investimenti in ambito elettrico al fine di competere nel mercato globale e rispettare le normative per la preservazione dell'ambiente sempre più stringenti. Inoltre, sempre il Grafico 3 mostra che il paese il più alto volume di vendite di auto elettriche è proprio la Cina, dove solo nel 2022 il market share dei produttori cinesi arrivò al 57,8% delle vendite totali, mentre al secondo posto appare l'Europa con uno share del 25,4 percento. (Rodrigue, 2024)

Occorre quindi analizzare il mercato cinese.

Un altro tra i principali fenomeni che hanno contribuito alla rivoluzione del mercato automobilistico mondiale è la rapida crescita del mercato automobilistico cinese.

Tale espansione ha destato particolari preoccupazioni ai produttori occidentali specialmente in ambito della diffusione di nuovi veicoli elettrici.

Innanzitutto, occorre comprendere come la Cina abbia sostenuto una rapida crescita nel settore automobilistico, e tale processo sarebbe in parte da imputare all'inserimento della Repubblica Popolare Cinese all' interno del World Trade Organization nel 2002, inserimento che ebbe effetti estremamente rilevanti sulla stessa politica industriale cinese. (Lapomarda, 2022)

Grazie all'entrata nell'organizzazione mondiale e le successive deregolamentazioni, il mercato cinese ebbe nuovi competitors e di nuovi costruttori. Ad esempio, prima dell'ingresso nella WTO, Volkswagen, tramite la Joint Venture con SAIC, vendeva un solo modello nel territorio cinese. Successivamente la partecipazione nella WTO, vennero introdotti man mano nuovi modelli. Nel 2000 i modelli offerti tra i vari costruttori erano solo 8, nel 2003 invece salirono a 65. Da qui in poi, avvenne un vero e proprio periodo d'oro per la produzione di veicoli in Cina, che divenne il quarto produttore mondiale e terzo mercato automobilistico più vasto al mondo. (Lapomarda, 2022)

Da qui in poi vi furono numerosi investimenti, sia da parte di produttori esteri che da parte di investitori locali. Investimenti che portarono ad una intensa crescita della produzione, con l'offerta che superò la domanda e rischiando una eccessiva sovraproduzione con la conseguente crisi di sovracapacità, alla quale è dovuto intervenire il governo cinese che apportò delle restrizioni ai prestiti e ai progetti industriali.

In quel periodo comincia a crescere anche l'esportazione dei veicoli tramite grandi marchi come Volkswagen, che esportava modelli prodotti in Cina verso il Nord America e l'Europa, ma anche grazie a nuovi produttori indipendenti come Geely, Great Wall e Zhongxing che operavano nel mercato cinese in rapida espansione. La crescita di Start-up indipendenti dallo Stato era dovuta anche dal fatto che i grandi produttori cinesi di allora (SAIC FAW e Dongfeng) non riuscirono a creare una forte identità del brand a causa principalmente della loro dipendenza in partnerships commerciali con i grandi brand europei ed americani. la politica aziendale delle imprese cinesi dipendeva fortemente dalla strategia dell'alleato commerciale e le auto risultavano difficili anche da vendere anche nel mercato nazionale a causa di prezzi imposti dalle case madri eccessivamente elevati. (Lapomarda, 2022)

Il motivo che porta le imprese cinesi indipendenti come Geely a superare le imprese possedute dallo stato come le tre discusse precedentemente lo si può definire nella capacità di adottare una strategia differente, evitando le tradizionali partnership strategiche come le joint ventures con i costruttori europei ed americani.

Ciò permise a Geely di crescere molto rapidamente tanto che già nel 2010 acquisì brand storici europei come la casa produttrice svedese Volvo per un valore di circa 1,8 miliardi di dollari. Pochi anni dopo acquisisce una partecipazione totalitaria del marchio "London Taxi Company" per rinominarla "London EV Company" con la chiara intenzione di trasformare il classico taxi londinese in un veicolo al 100% elettrico e l'anno seguente ci fù la conglomerazione di una startup inglese, la Emerald Automotive, con un alto livello di specializzazione nella produzione di vetture elettriche. (Lapomarda, 2022)

I produttori cinesi iniziano ad interessarsi sempre di più all'elettrificazione della vettura a partire dagli anni Dieci del 2000, grazie anche a grandi investimenti promossi dal governo cinese con l'obiettivo di superare la concorrenza estera e ottenere un grande vantaggio competitivo, anche se all'epoca il settore era ancora estremamente piccolo. Nel 2012 il governo cinese promuove l'utilizzo di auto ibride ed elettriche tramite l'introduzione di incentivi sulla vendita e sullo sviluppo di infrastrutture dedicate alla ricarica rapida nell'intero territorio cinese (Lapomarda, 2022).

L'insieme di questi fattori ha comportato la crescita astronomica dell'industria di auto elettriche cinesi, con produttori come BYD, NIO, Geely ed XPeng Motors, che attualmente rientrano nella top 10 di produttori di macchine elettriche.

Capitolo Ⅲ La fusione

3.1 Aspetto strategico

Come visto nel capitolo 1, il tentativo tra FCA e Renault di avviare una fusione tra pari a metà del 2019 fallì per numerosi motivi e tra questi, fondamentale è stato il rifiuto da parte del governo francese (principale shareholder del gruppo Renault), a causa di timori legati alla perdita di numerosi posti di lavoro per i dipendenti francesi e alla governance post-fusione.

FCA non si rivolse esclusivamente al gruppo Renault per valutare una proposta di fusione. Già nel 2018 infatti, erano in corso diverse interlocuzioni tra FCA e il gruppo francese PSA, discussioni inizialmente basate su forme di collaborazione commerciale limitata (CA, 2020a). Tali interlocuzioni non riguardavano ancora quindi una vera e propria fusione o acquisizione bensì la valutazione di convenienza di specifici programmi di cooperazione industriale, come quella già iniziata decenni prima con la formazione della joint venture Sevel. Questi particolari programmi non sono nuovi nel settore automobilistico, in quanto legati a condivisioni di piattaforme o componenti dei veicoli prodotti dalle diverse case madri. (FCA, 2020a)

A marzo dell'anno successivo, i rispettivi CEO, Carlos Tavares per PSA e Micheal Manley per FCA, insieme ad altri rappresentanti, parteciparono ad un incontro tenutosi in occasione del Geneva International Motorshow in Svizzera, in modo tale da poter esplorare possibili combinazioni dei due marchi e alla gestione delle sinergie derivanti da una fusione di tale portata. (FCA, 2020a)

Il primo di aprile PSA ed FCA stipularono un contratto di confidenzialità per regolare lo scambio di informazioni legate alla potenziale fusione dei due marchi. Successivamente vi furono numerosi incontri tra i membri del consiglio di amministrazione di entrambi i gruppi presso gli uffici dello studio legale Bredin Prat a Parigi, per discutere e analizzare la stima di benefici e sinergie che potevano essere raggiunte tramite la combinazione dei due business.

In estate del 2019, FCA avviò delle trattative parallele con il gruppo Renault, per la possibilità di combinazione dei business. A causa di queste interlocuzioni parallele, le

conversazioni tra PSA ed FCA si interruppero fino al comunicato stampa ufficiale di FCA, nella quale annunciava il ritiro con effetti immediati della proposta di fusione con il gruppo Renault-Nissan-Mitsubishi a seguito di assenti condizioni politiche adeguate a una fusione di successo.

Dopo il termine delle trattative con il gruppo Renault, le conversazioni tra PSA e FCA ripresero in modo più strutturato. Il 7 luglio del 2019 fu proposta dall'amministratore Robert Peugeot un'acquisizione da parte del gruppo PSA nei confronti del gruppo FCA con il pagamento di un premium, tuttavia questa proposta fu rifiutata in favore invece di un merger of equals, proposto alla fine di luglio proposto da Erik Maris della Messier Maris & Associès, ossia il consulente finanziario del gruppo francese, con la possibilità di distribuire agli shareholders del gruppo francese la partecipazione in Faurecia, invece agli azionisti di FCA la distribuzione di un ammontare di dividendi pari al valore della partecipazione di PSA in Faurecia (FCA, 2020a). Successivamente ci furono numerosi incontri telefonici tra MMA e Morgan Stanley e Goldman Sachs e d'Angelin & Co al fine di apportare ulteriori aggiustamenti alla proposta di fusione.

Fu così che ad ottobre fu pubblicata ufficialmente la comunicazione tramite la quale si confermava la volontà da parte delle due società di combinarsi, e il 17 dicembre 2019, a seguito dell'approvazione della fusione da parte di entrambi i consigli di sorveglianza viene firmato l'accordo vincolante definito come Combination Agreement (FCA, 2020a).

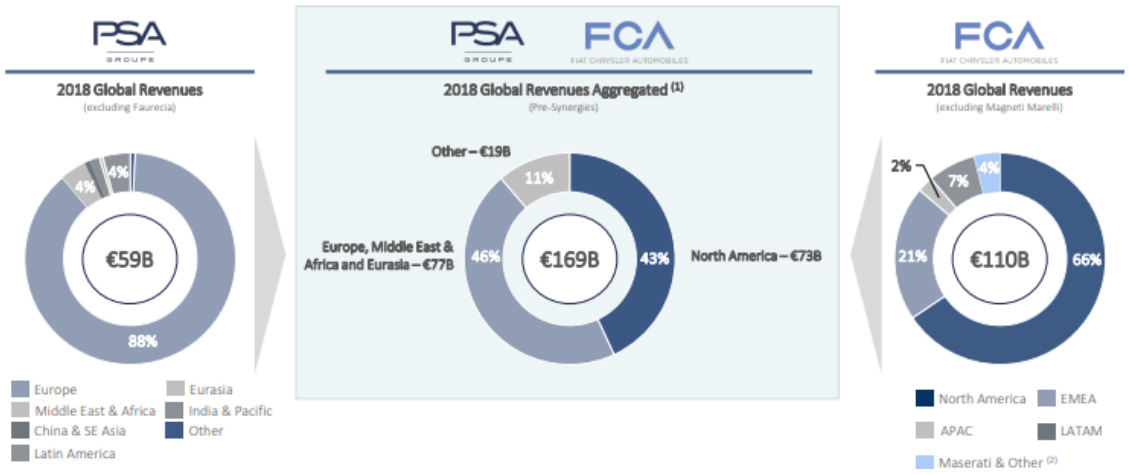
Lo scopo principale dell'unione dei due gruppi consisteva nella formazione di un nuovo leader mondiale nella nuova era della mobilità sostenibile tramite lo sviluppo di nuove tecnologie e servizi di massimo livello, che vadano incontro alle nuove esigenze dei consumatori e rivolte verso la ecosostenibilità (FCA and PSA, 2019a).

Infatti, secondo quanto riportato dal prospetto strategico per gli investitori, pubblicato da PSA ed FCA nel 2019, i punti di forza del gruppo PSA risiedevano nella sua capacità di generare profitti e nella solida presenza all'interno del mercato automobilistico europeo. Particolarmente significativo è stato il successo ottenuto con la integrazione del marchio tedesco Opel/Vauxhall all'interno del gruppo francese, reso nuovamente profittevole dopo un periodo di crisi durante la gestione di General Motors. Tuttavia, al di fuori del mercato europeo, la presenza di PSA non era altrettanto solida come lo era per FCA, ciò

dovuto alla mancata presenza nei mercati degli Stati Uniti d'America e del Canada dal 1991 e da scarse performances invece nel mercato dell'America Latina. (FCA and PSA, 2019a)

FCA, al contrario, era tra i principali produttori in termini di volumi in Nord America, grazie alla presenza di iconici brand statunitensi come Chrysler, Dodge e Jeep, e in America Latina, quest'ultima specialmente nel settore dei veicoli commerciali leggeri. Tuttavia, era da tempo che FCA registrava un calo delle vendite e perdita di quote di mercato in Europa. Ecco che quindi la combinazione di questi due gruppi transfrontalieri ha portato alla generazione di nuove opportunità strategiche, in grado di bilanciare il global footprint (FCA and PSA, 2019a) del nuovo gruppo, di ottimizzare le piattaforme dei veicoli ed accelerare lo sviluppo in tutte le tecnologie legate alla mobilità sostenibile e di nuovi modelli di business,(FCA and PSA, 2019a) diventando in questo modo il quarto produttore automobilistico mondiale in termini di volume di produzione con una presenza più equilibrata nei principali mercati globali. Questa fusione ha consentito a FCA e PSA di aumentare la propria presenza in più mercati e allo stesso tempo di offrire una gamma di prodotti molto più ampia per tutte le diverse fasce di clienti e le loro necessità, dalle auto di lusso alle auto più economiche, compresi SUV, Crossovers, furgoni e veicoli commerciali leggeri, grazie anche ai diversi marchi inseriti nel portafoglio del nuovo gruppo. Tramite il successo dell'operazione, il nuovo gruppo può beneficiare dalla combinazione dei mercati principali in cui opera FCA, ossia Nord America, vista anche la costante crescita della domanda di nuovi pick-up e SUV di grandi dimensioni, e America Latina. Parallelamente viene potenziata la presenza di entrambe all'interno del mercato europeo, grazie al livello di expertise e il market share del gruppo francese, che ha rilevato, dal 2013 in poi, una forte crescita del volume di vendite di veicoli di piccole dimensioni. Sempre dalla integrazione di PSA ed FCA, sono nate nuove opportunità che favorirono l'entrata e lo sviluppo del proprio marchio all'interno di mercati in rapida espansione con particolare riferimento alla Cina, divenuto ormai un settore chiave e caratterizzato da una rapida diffusione delle automobili elettriche.

Grafico 4. Valore delle vendite combinate tra PSA ed FCA e principali mercati di riferimento nell'anno 2018



Fonte: FCA and Groupe PSA, 2019a.

Il Grafico 4 del 2018 evidenzia chiaramente la scarsa diversificazione geografica del gruppo PSA: infatti, l'88% dei ricavi globali del 2018 derivava solamente dal mercato europeo, mentre si può notare la completa assenza di vendite nel mercato nordamericano e una limitata presenza nel mercato dell'America Latina con una percentuale di ricavi pari 4%, che, se applicato su ricavi totali di 59 miliardi di euro risulta essere pari a 2 miliardi e 460 milioni di euro. Invece, per quanto riguarda FCA, il Grafico 4 evidenzia una minore presenza in Europa ma allo stesso tempo una maggiore diversificazione geografica delle vendite, con un 66% dei ricavi proveniente dal mercato americano e un 7% nel mercato LATAM per un totale ricavi pari a circa 110 miliardi di euro. Con la fusione invece il gruppo otterrebbe innanzitutto la somma dei ricavi totali, aumentando quindi le disponibilità di cassa e ottenendo allo stesso tempo una distribuzione dei ricavi globali aggregati più bilanciata, con il 46% di 170 miliardi di euro proveniente dal mercato EMEA, il 43% proveniente invece dal mercato nordamericano e infine l'11% proveniente da altri mercati. (FCA and Groupe PSA, 2019a)

Grazie alla fusione, inoltre, il nuovo gruppo potrà beneficiare anche di nuove innovazioni tecnologiche orientate principalmente alla mobilità sostenibile del futuro, allo sviluppo delle auto elettriche, alla guida autonoma e alla sempre più presente connettività. In questo modo si prevedeva una rapida accelerazione del processo di elettrificazione della gamma dei veicoli offerti nel mercato, portando anche alla conseguente riduzione di

anidride carbonica ed altri gas serra, a beneficio specialmente di FCA in quanto allora priva di piattaforme modulari e soprattutto predisposte alla possibilità di produzione di vetture elettriche e ibride (Cinfalone, 2019).

Tra i motivi principali che hanno portato alla combinazione delle due società vi era inoltre la possibilità di sfruttare importanti sinergie operative, stimate, in una prima fase, per un ammontare di 3,7 miliardi di euro secondo quanto riportato dal Combination Agreement del dicembre 2019 (FCA and Groupe PSA, 2019b) e derivanti da risparmio di costi imputabili direttamente alla combinazione dei business dei due gruppi in questione. Tuttavia, nell'anno successivo, con la pubblicazione dell'Amendment to the Combination Agreement, tale somma è stata rivista al rialzo, raggiungendo un valore di 5 miliardi di euro, grazie soprattutto alla solidità della fusione e alla capacità del gruppo di generare valore tramite l'integrazione delle operazioni su scala globale. Queste sinergie erano classificate, secondo l'US Prospectus, in 4 aree strategiche principali (FCA, 2020a).

La prima area riguarda le sinergie derivanti dalla tecnologia, piattaforme e prodotti. Più nel dettaglio, la fusione consente ad una condivisione e ottimizzazione degli investimenti in ambito di ricerca e sviluppo oltre che ai processi di produzione dei veicoli, in modo tale da consentire anche l'ammortamento degli stessi investimenti tramite la produzione combinata di PSA ed FCA (FCA, 2020a). Essenzialmente, tramite la fusione i due gruppi riescono a risparmiare attraverso la condivisione di piattaforme e motorizzazioni nella gamma di veicoli offerti nel mercato, sia per quanto riguarda le piattaforme di minori dimensioni come ad esempio la piattaforma CMP, usata per la produzione dell'Opel Corsa e della Peugeot 208, sia anche per la condivisione di piattaforme più grandi indicate per la produzione di SUV e di Crossover. In questo modo il gruppo possiede un numero elevato di marchi automobilistici, tramite i quali possono essere vendute auto basate sulle medesime piattaforme e medesimi componenti, in modo tale da massimizzare le economie di scala, mantenendo però la cosiddetta brand identity. Attraverso questa modalità, si riesce a fornire al cliente la possibilità di scegliere il mezzo di trasporto più adatto alle proprie esigenze (Sudjianto, 2001). FCA e PSA prevedevano in questo modo di ottimizzare il numero delle piattaforme utilizzate per la produzione di veicoli e le principali motorizzazioni in modo tale da andare incontro alle nuove esigenze della clientela e ai cambiamenti del mercato (FCA and Groupe PSA, 2019a).

Secondo la presentazione del dicembre del 2019 infatti si prevedeva che tramite la fusione, l'ammontare sia degli investimenti in ricerca e sviluppo che in capital expenditure o CAPEX in soluzioni di mobilità, connessione con l'automobile, vetture elettriche e guida autonoma, risultava essere la somma investita individualmente dai singoli gruppi al termine del 2018, diventando così il terzo produttore automobilistico globale per maggiori investimenti subito dietro a colossi come la giapponese Toyota e la tedesca Volkswagen. (FCA and Groupe PSA, 2019a)

Sempre secondo lo stesso prospetto strategico, al fine di rispettare le normative di abbattimento delle emissioni di CO2 previste dalla Unione Europea, PSA prevedeva l'introduzione di 2 nuove piattaforme in grado di montare entrambe le motorizzazioni, quindi, sia elettrico sia classico motore termico dal 2020, oltre anche alla vendita di numerose nuove versioni ibride. Anche FCA prevedeva l'introduzione di nuovi veicoli ibridi, tramite l'adozione di tecnologie convenzionali, elettrificazioni e una gestione più efficiente del credito tramite la pratica di credit Pooling (FCA and PSA, 2019a). Era quindi previsto dal 2021 in poi di continuare il rispetto delle normative pro-ambiente tramite l'applicazione della metodologia del <<best of the best>> (FCA and Groupe PSA, 2019a, p19) delle motorizzazioni già esistenti e soluzioni tecnologiche adatte per l'abbattimento del livello dei gas serra, oltre anche a favorire una rapida accelerazione dello sviluppo di piattaforme elettriche. In totale questa categoria di sinergie viene stimata essere circa il 40 % delle sinergie totali su un totale stimato di 5 miliardi di euro dal primo anno della fusione. (FCA, 2020a)

La seconda area di sinergie è strettamente legata ai risparmi sugli acquisti, grazie alla maggiore dimensione del gruppo, che permette a Stellantis di ottenere maggiore potere di acquisto. Questo vantaggio permette al gruppo di accedere a nuovi fornitori (specialmente per la produzione di veicoli elettrici), di approvvigionarsi delle risorse necessarie per la produzione dei veicoli a condizioni economiche più favorevoli e, di conseguenza, costi di produzione inferiori rispetto alle due entità separate. Si ottiene così la possibilità di lanciare nei mercati nuove vetture a prezzi più competitivi rispetto agli altri concorrenti, garantendo in questo modo un importante vantaggio competitivo. Anche per questa categoria di sinergie secondo la pubblicazione stampa si stima costituire il 40 percento delle sinergie totali di 5 miliardi di euro. (FCA, 2020a)

La terza area di sinergie riguarda sinergie di vendita e di spese sia amministrative che generali. In questo caso sono state previste delle sinergie dovute da una migliore integrazione delle funzioni come la vendita e il marketing oltre anche alla ottimizzazione dei costi nei territori dove entrambe le società hanno una forte presenza. (FCA, 2020a)

Infine, la quarta area di sinergie ricavate dalla fusione riguardava i risparmi derivanti dalla ottimizzazione di tutte le altre funzioni rimanenti come ad esempio la sezione logistica, tramite la quale erano previsti risparmi legati al trasporto dei mezzi e un aumento del volume dei componenti procurabili, oltre ad una ottimizzazione delle funzioni di catena di approvvigionamento, controllo qualità e operazioni di aftermarket. La terza e quarta area di sinergie insieme si stimavano costituire il restante 20% delle sinergie totali. (FCA, 2020a)

Uno dei rischi principali che la nuova società aveva identificato riguardava la possibilità che, al termine della fusione, Stellantis non sarebbe riuscita a realizzare, in parte o per intero, le sinergie e benefici previsti dall'accordo. In tal caso, avrebbero potuto verificarsi effetti negativi sul valore delle partecipazioni nella nuova entità. Il rischio era legato all'elevata incertezza che caratterizzava il contesto di mercato in quel periodo comprese le dinamiche competitive e la capacità di FCA e PSA di integrare efficacemente ed efficientemente i rispettivi business. In caso di fallimento, si sarebbero sostenuti ulteriori costi, riduzioni di profitti dalle vendite e ulteriori difficoltà di gestione da parte del management. Era stato previsto anche l'eventuale rischio di maggiori costi di transazione connessi alla operazione di fusione che andavano poi a sommarsi ad ulteriori costi di integrazione a seguito del termine dell'operazione e alla creazione della nuova società. Questi costi di transazione comprendevano tariffe per i rispettivi financial advisors, costi dovuti alla quotazione nelle borse NYSE, Euronext Paris e MTA oltre anche ai costi di trasferimento presso i Paesi Bassi per la sede della nuova società. (FCA, 2020a)

La fusione è servita quindi anche a sostenere rischi derivanti da nuove e più stringenti leggi e politiche governative riguardanti la riduzione dei gas provocanti l'effetto serra, e le emissioni da marmitte, compreso anche le emissioni registrate dagli impianti di produzione, i quali sono soggetti a numerosi requisiti in ambito ambientale come l'obbligo di smaltimento di materiali pericolosi e il controllo degli scarichi idrici ed

emissioni atmosferiche, con conseguenti multe in caso di mancato rispetto di tali norme oltre anche a sostenere i costi derivanti alla compliance delle nuove regole.

Un altro vantaggio che ha portato entrambi i gruppi ad unirsi è da rivedere nella maggiore capacità di resilienza alle variazioni del mercato, rendendo quindi il complesso più stabile e adatto a sostenere periodi di crisi economica globale, di cui il settore automobilistico risulta essere particolarmente influenzato a causa dalla tipica alta ciclicità e bassi margini di profitto che lo caratterizzano. (FCA, 2020a)

PSA ed FCA sono da considerare la coppia più adatta per la fusione tra eguali di produttori di automobili a livello strategico, grazie alla possibilità della combinazione dei mercati principali in cui operano e la possibilità di espansione in nuove aree, alle ottime performances finanziarie di entrambi i gruppi degli ultimi anni specialmente nel 2019, oltre anche dal fatto che entrambi i gruppi operavano negli stessi settori ed erano tra di loro i principali competitors. Un altro fattore che ha influenzato la fusione è dato dalla condivisione degli stessi fornitori per lo sviluppo della mobilità, guida autonoma e connettività come, ad esempio, Aptive per lo sviluppo di un programma dedicato alla progettazione di veicoli a guida autonoma di livello 2 e 3, e Harman per la integrazione sempre più importante di sistemi di infotainment e connettività smartphone (FCA and Groupe PSA, 2019a). Inoltre, entrambi i gruppi precedentemente alla fusione hanno sostenuto numerosi investimenti in tecnologie e veicoli a minor consumo a favore della sostenibilità. L'insieme di queste caratteristiche ha contribuito fortemente alla scelta di fusione tra i due marchi in modo tale da sfruttare i propri punti di forza.

In questa ottica, Stellantis mirava ad offrire successivamente ai propri clienti una nuova gamma di veicoli elettrici negli anni successivi con un incremento del volume di vendita dei veicoli LEV o a bassa emissione nel mix, il tutto tramite lo sviluppo e la produzione di 4 nuove piattaforme nominate STLA, condivise con tutti i brand all'interno della nuova società (de Gouveia, 2021). L'obiettivo strategico era di raggiungere, entro il 2025, un portfolio composto dal 98% da auto elettriche, tramite investimenti pari a 30 miliardi di euro nei 5 anni successivi alla fusione. La nuova società puntava inoltre a consolidare la propria posizione di mercato non solo nel settore LCV, ma anche in quello elettrico, con partner commerciali fornitori di batterie come ACC e Archer, e altri fornitori come

Foxconn per lo sviluppo di cockpit digitali e i servizi connessi. Fa parte della strategia dello sviluppo di EV anche la firma di due agreements per la raccolta di litio tramite partner geotermali presenti sia nel territorio nordamericano sia in Europa (de Gouveia, 2021).

Occorre anche tenere in considerazione che PSA ed FCA avevano già collaborato a partire dalla fine degli anni '70 con la formazione di un joint venture denominato Sevel o Società Europea Veicoli Leggeri con sede in Atessa, specializzata nella produzione di veicoli commerciali leggeri in Europa, con la prima fabbrica istituita in Val di Sangro nel 1981.

3.2 Combination Agreement

Il 17 dicembre 2019 viene firmato e pubblicato il primo Combination Agreement all'interno del quale venivano specificate le condizioni per realizzare la fusione transfrontaliera tra i due gruppi PSA ed FCA

Più nel dettaglio, venne stabilito che, per garantire una fusione del 50/50 tra gli azionisti di entrambi i gruppi, ogni azione ordinaria in circolazione di PSA con un valore nominale pari a 1 euro sarebbe stata scambiata con 1,742 azioni ordinarie della nuova società holding che nel documento risultò essere nominata provvisoriamente come DutchCo (FCA and Groupe PSA, 2019b). Questo nome fu scelto per indicare la nuova sede manageriale e fiscale della holding, situata per l'appunto nei Paesi Bassi, con ulteriori sedi operative presenti nell'area Parigina per il mercato EMEA, in Auburn Hills in Michigan USA per il mercato nordamericano e Torino in Italia per veicoli di lusso e premium, nome che fu poi sostituito in Stellantis tramite il documento Amendment to the Combination Agreement firmato e pubblicato il 14 settembre 2020. Invece ogni azione ordinaria in circolazione di FCA, indipendentemente dal valore nominale, fu automaticamente convertita in un'azione della nuova holding, mantenendo in questo modo lo stesso valore e numero per ciascun azionista, senza quindi la necessità da parte degli shareholders di apportare modifiche (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Questo rapporto di cambio è stato calcolato utilizzando diverse metodologie, e successivamente valutato da parte dei consulenti come Goldman Sachs, d'Angelin, MMA, Morgan Stanley e Perella Weinberg, che hanno svolto diverse analisi approfondite riguardanti sia FCA che PSA tramite un'accurata due diligence su entrambi i gruppi. Gli

advisors ritenerono il rapporto di cambio inserito nel Combination Agreement del dicembre 2019 adeguato dal punto di vista finanziario sia nei confronti di FCA che di PSA, e tale accordo comprendeva inoltre la volontà di distribuire le partecipazioni in Faurecia e 5,5 miliardi di euro dai dividendi straordinari di FCA ai rispettivi azionisti. Tale somma è stata decisa per via della maggiore liquidità del gruppo italoamericano a seguito dalla vendita del partner commerciale Magneti Marelli conclusa nello stesso anno al gruppo giapponese Calsonic Kansei, e anche al fine di compensare eventuali svantaggi che le minoranze potevano subire a seguito di variazioni dei prezzi delle azioni, in modo tale da garantire un beneficio tangibile e immediato agli shareholders del gruppo FCA prima della conclusione dell'operazione. Invece PSA avrebbe distribuito ai propri azionisti l'intera partecipazione in Faurecia durante il processo di fusione, al fine di rappresentare appieno una fusione 50/50. Tale rapporto di cambio è rimasto fisso e quindi non è stato influenzato dalle variazioni di valore delle azioni ordinarie (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Quindi sia FCA che PSA, nonostante la determinazione del rapporto di cambio fosse avvenuta tramite numerose negoziazioni da parte dei rispettivi CdA e approvata dalle assemblee dei soci di entrambi i gruppi, si avvalsero del supporto di advisor finanziari, il cui ruolo risultò cruciale nella discussione e determinazione di tale condizione. Più nel dettaglio, FCA si muni delle analisi condotte da Goldman Sachs International e D'Angelin &Co con i quali intratteneva già in precedenza rapporti professionali remunerati.

Goldman Sachs International espresse il proprio parere rispetto all'equità dell'accordo (FCA, 2020a) basandosi sull'analisi di numerosi elementi tra cui: il Combination Agreement, i bilanci annuali destinati alla visione degli azionisti, i bilanci annuali sul modulo 20-F di FCA, la documentazione di PSA e Faurecia S.A. riguardante i 3 anni recedenti il 31 dicembre 2018 (FCA, 2020a). Sono state inoltre considerate le comunicazioni pubblicate da PSA ed FCA per i propri shareholders, analisi e previsioni finanziarie di PSA esclusa Faurecia su base autonoma e approvati da FCA per l'uso da parte di Goldman Sachs International per ulteriori analisi e indicate come Previsioni PSA. Infine, furono considerati anche altri documenti di previsione per FCA sia su base autonoma che su base pro forma e tenendo quindi in considerazione gli effetti positivi delle sinergie al netto dei costi di implementazione, il tutto indicato come Previsioni FCA.

Goldman Sachs International si basò quindi sull'accuratezza e completezza finanziaria, legale, regolatoria e fiscale della documentazione fornita (FCA, 2020a).

Oltre a ciò, Goldman Sachs ha condotto numerose discussioni con i membri del consiglio di amministrazione sia di FCA che di PSA in merito ai potenziali vantaggi derivanti dalla fusione, nonché alle rispettive operazioni aziendali, condizioni finanziarie e all'andamento del prezzo e delle attività di negoziazione delle azioni ordinarie dei due gruppi, oltre anche alle informazioni disponibili di società concorrenti e simili. Venne anche ribadito che il parere espresso da Goldman Sachs non riguardasse la decisione in se di fusione tra i due gruppi o la valutazione strategica della fusione rispetto ad altre strategie di crescita disponibili per FCA né tanto meno riguardava altre materie al di fuori del proprio mandato. L'unico obiettivo dell'analisi da parte del consulente riguardava la fairness finanziaria dell'accordo in favore di FCA, tenendo anche in considerazione la distribuzione di 5,5 miliardi di euro di dividendi straordinari agli shareholders come previsto dal Combination Agreement di dicembre 2019 (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Tra i metodi di valutazione utilizzati da Goldman Sachs per determinare la fairness finanziaria dell'accordo c'è l'Illustrative Present Value of Future Share Price Analysis o IPVFSPA. L'IPVFSPA è un modello di analisi tramite la quale si riesce a stimare l'attuale valore del patrimonio di una impresa e il suo valore teorico futuro tramite l'analisi delle sue entrate future e multipli finanziari, sia considerando la singola FCA, sia considerando la sua base pro forma, cioè il valore futuro derivante dalla fusione dei due gruppi. Così facendo l'advisor ha analizzato il present value implicito in modo tale da simulare l'andamento del prezzo futuro delle azioni di FCA sia secondo lo scenario nel quale fusione non è avvenuta, che secondo lo scenario nella quale la fusione è già avvenuta tenendo quindi conto anche degli effetti combinati delle due aziende come se fossero un'unica entità. In questo modo si riesce ad ottenere un valore stimato di un futuro teorico del capitale sociale dell'azienda basandosi sulle entrate future e multipli finanziari (FCA, 2020a).

Come prima analisi, è stata effettuata una valutazione tenendo in considerazione prima lo scenario standalone per FCA, calcolando i valori illustrativi per azione ordinaria al 29 ottobre 2021, ma senza tenere in considerazione però il valore stimato della liquidità

industriale netta e gli interessi derivanti da essa. L'analisi è stata svolta tramite l'applicazione di multipli Price to Earnings, o P/E aggiustati per la liquidità sui prossimi 12 mesi compresi tra il 3,5x e il 5,5x (multipli basati su FCA, PSA e altre aziende comparabili e scelti basandosi anche sulla esperienza maturata di Goldman Sachs in materia) applicati alle previsioni degli utili per azione dell'anno 2022 (FCA, 2020a). Successivamente è stato aggiunto il valore stimato della liquidità industriale netta di FCA al 31 dicembre 2021 e poi attualizzato il tutto al 29 ottobre 2019 tramite un tasso di sconto dal 9,5 al 10,5 percento, pari al costo di capitale proprio stimato di FCA tramite il modello del Capital Asset Pricing Model. Infine, a questi valori sono stati poi aggiunti anche il valore attuale dei dividendi cumulati attesi da distribuire agli shareholders di FCA nel secondo trimestre del 2020, pari a circa 1,1 miliardi come previsto dal Combination Agreement, e quelli stimati per 2021 con un pay-out ratio presunto del 20%. Entrambi attualizzati per il costo del capitale. Il risultato di questa valutazione ha portato ad un valore implicito per azione di FCA compreso tra 17 e 26 euro (FCA, 2020a).

Per quanto riguarda invece lo scenario pro-forma il calcolo del valore dei valori illustrativi per azione ordinario è stato pressappoco uguale a quello standalone, con la differenza di un costo di capitale leggermente inferiore (dal 9% al 10%) e poi successivamente distinti in 3 scenari differenti

- Lo scenario privo di sinergie con un valore implicito per azione in un intervallo dai 20 ai 27 euro (FCA, 2020a).
- Lo scenario di sinergie parziali dove solo una parte delle sinergie totali sono state effettivamente realizzate con un valore implicito per azione FCA da 21 a 29 euro (FCA, 2020a).
- Lo scenario delle sinergie totali con un valore che va da 23 a 32 euro per azione (FCA, 2020a).

Goldman Sachs ha successivamente applicato il modello dei flussi di cassa scontati con lo scopo di valutare il gruppo FCA, tenendo in considerazione le previsioni finanziarie fornite dal management sia di PSA che di FCA come: le stime dei flussi di cassa liberi non leverizzati di FCA per sei mesi con termine il 31 dicembre 2019 e poi per i 3 anni successivi e infine una gamma di valori terminali illustrativi per FCA, ricavata applicando

multipli EV/EBITDA, compresi in un intervallo tra 1,5X e 3X, (scelti basandosi sulla esperienza maturata di Goldman Sachs e dai dati storici per entrambi i gruppi e altre società comparabili) alle stime dell'EBITDA (FCA, 2020a). In questo modo è stato ricavato il valore aziendale nel 2022, al quale è stato poi aggiunto la cassa industriale netta di FCA al 30 giugno 2019, sottratto sia l'ammontare delle passività pensionistiche non finanziate, tassate al 25%, sia le partecipazioni di minoranza alla stessa data e fornite dallo stesso management di FCA. Così facendo si è arrivati ad un intervallo di valori illustrativi del capitale netto di FCA al 30 giugno 2019 che è stato poi riportato al 29 ottobre 2019 tramite un tasso stimato del 10%, corrispondente al costo del capitale proprio stimato (FCA, 2020a).

Nel caso FCA Standalone, il valore calcolato delle azioni FCA risulta essere pari da 21 a 37 euro (FCA, 2020a).

Successivamente è stata calcolata la stima del valore nel caso pro-forma iniziando dallo scenario privo di sinergie. Il metodo di valutazione risultava essere lo stesso con delle piccole differenze, tra cui il soggetto preso in considerazione risultava essere non più solo FCA ma anche PSA esclusa Faurecia, la tassazione delle passività pensionistiche stimata del 20% per PSA e infine un costo del capitale proprio del 9,5%. Il valore delle azioni ricavato considerando una fusione senza sinergie risultava essere compreso in un range da 22 a 34 euro; invece, includendo le sinergie il valore delle azioni stimato era compreso in un range da 26 a 40 euro (FCA, 2020a).

L'ultimo modello utilizzato da Goldman Sachs International si basava su un'analisi comparativa dei multipli di specifiche socieltà selezionate. Sono stati calcolati il rapporto prezzo/utili (P/E), i multipli cash adjusted P/E e il rapporto tra valore dell'impresa ed EBITDA (EV/EBITDA), per gli anni 2019 e 2020, per FCA, PSA escludendo Faurecia, GM, Ford, Daimler e BMW. Queste ultime non sono state prese in considerazione perché perfettamente comparabili a FCA e PSA, ma in quanto società quotate in borsa e che hanno svolto operazioni simili e quindi utili al fine di creare un benchmark di mercato per capire se le società coinvolte sono correttamente valutate rispetto a competitor simili (FCA, 2020a).

Tabella 1. Multipli di borsa delle società scelte da Goldman Sachs

	FCA	PSA ex-Faurecia	PSA	GM	Ford	VW	Daimler	BMW	Median of the Selected Companies
2020E P/E	4.1x	6.1x	6.3x	5.5x	6.9x	6.2x	9.5x	7.9x	6.6x
2020E Cash Adjusted P/E	3.4x	3.0x	4.2x	5.1x	5.6x	5.7x	7.8x	5.3x	5.5x
2019E EV/EBITDA	1.8x	1.7x	2.2x	2.7x	3.4x	3.0x	3.6x	2.7x	2.9x
2020E EV/EBITDA	1.7x	1.6x	2.2x	2.4x	3.0x	3.0x	3.1x	2.5x	2.7x

Fonte: FCA, 2020a.

Dalla Tabella 1 si può notare come FCA ha un P/E molto più basso rispetto alla media dei competitors mentre PSA risulta essere correttamente valutata. Per quanto riguarda gli altri multipli sia PSA che FCA sono valutati similmente ma comunque più bassi rispetto alla media.

Oltre a Goldman Sachs, FCA ha anche richiesto l'opinione di D'Angelin & Co nel ruolo di financial advisor nell'ambito della fusione e con un focus sulla valutazione della fairness finanziaria a favore di FCA del rapporto di cambio accordato, tenendo anche in considerazione del dividendo straordinario di 5,5 miliardi di euro da distribuire ai soci. D'Angelin al fine della valutazione della financial fairness ha comparato le informazioni finanziarie di FCA e PSA con i corrispondenti multipli di produttori automobilistici concorrenti come BMW, Daimler, Ford Motor Company, General Motors Company, Renault SA e infine Volkswagen AG (FCA, 2020a). Per ciascuna delle società considerate, ha calcolato:

- Il valore totale dell'impresa industriale come multiplo dell'EBIT ed EBITDA stimati per l'anno 2020, definiti rispettivamente come 2020E EV/EBIT e 2020E EV/EBITDA (FCA, 2020a).

- Il valore totale dell impresa come multiplo dell'EBIT e EBITDA dei 12 mesi successivi e calcolato giorno per giorno per i 3 anni precedenti al 12 dicembre 2019 e definiti come Historical EV/EBITDA e Historical EV/EBIT. (FCA, 2020a).

- Il prezzo delle azioni come multiplo dell Earning Per Share o EPS dell'anno 2020 definito come 2020E P/E. (FCA, 2020a).

Tali valutazioni derivano da assunzioni e giudizi considerati da d'Angelin riguardanti le condizioni di business economiche e del mercato di riferimento che vanno ad influire sulle performance dei competitors. D'Angelin ha valutato il valore sia di FCA che di PSA

sia sulla base dei dati di management sia sulla base delle stime di consenso, mentre per tutte le altre valutazioni si è concentrata sui dati di gestione (FCA, 2020a). Per il calcolo del rapporto di cambio implicito, d'Angelin ha innanzitutto individuato il range di prezzi impliciti delle azioni ordinarie delle due società in processo di fusione, rettificato successivamente per il dividendo straordinario di FCA da distribuire ai soci per 5,5 miliardi di euro e la distribuzione di Faurecia. Dopodichè è stato diviso il prezzo delle azioni rettificato più basso di PSA per quello più alto di FCA in modo tale da ricavare l'estremo inferiore dell'intervallo del rapporto di cambio, e al contrario per ottenere l'estremo superiore dell'intervallo (FCA, 2020a).

Da tali calcoli, sono stati poi applicati sia la metodologia di valutazione Sum of The Parts, andando a separare le attività core industriali dalle attività finanziarie, sia metodologia di valutazione consolidata, in cui entrambe le attività sono considerate congiuntamente.

Tramite le valutazioni sia delle attività core industriali di FCA sia delle attività e servizi finanziari unite alle previsioni fornite da FCA e al numero di azioni ordinarie FCA totalmente diluite in circolazione, si è riusciti ad individuare i seguenti intervalli di valore del capitale netto e implicito per azione ordinaria.

Tabella 2. Valutazione intervalli di valore capitale netto e valore implicito per azione ordinaria FCA

Industrial Activities Valuation Methodology	Industrial Activities Enterprise Value (EV)	Industrial EV Bridge	Financial Services Equity Value	Implied FCA Equity Value	Implied FCA Share Price
Trading Multiples (Mgmt Case)	€31.5 bn - €37.9 bn	€(2.6) bn	€1.6 bn - €2.2 bn	€30.4 bn - €37.5 bn	€19.19 - €23.66
Trading Multiples (Cons. Case)	€29.4 bn - €35.4 bn	€(2.6) bn	€1.6 bn - €2.2 bn	€28.4 bn - €35.0 bn	€17.89 - €22.05
DCF (Management Case)	€32.2 bn - €39.7 bn	€(2.6) bn	€1.6 bn - €2.2 bn	€31.2 bn - €39.3 bn	€19.64 - €24.78

Fonte FCA, 2020a.

Analogamente, la stessa analisi è stata condotta anche per PSA, sia per i servizi finanziari che per le attività industriali core, tramite l'utilizzo di multipli basati su dati management, consenso e tramite il metodo DCF, ottenendo così la seguente tabella.

Tabella 3. Valutazione intervalli di valore capitale netto e valore implicito per azione ordinaria PSA

Industrial Activities Valuation Methodology	Industrial Activities Enterprise Value (EV)	Industrial EV Bridge	Financial Services Equity Value	Implied PSA Equity Value	Implied PSA Share Price
Trading Multiples (Management Case)	€22.6 bn - €25.1 bn	€5.4 bn	€2.4 bn - €3.3 bn	€33.5 bn - €36.9 bn	€35.57 - €39.17
Trading Multiples (Consensus Case)	€18.4 bn - €20.4 bn	€5.4 bn	€2.4 bn - €3.3 bn	€29.3 bn - €32.3 bn	€31.12 - €34.23
DCF (Management Case)	€22.0 bn - €26.1 bn	€5.4 bn	€2.4 bn - €3.3 bn	€33.0 bn - €38.0 bn	€35.02 - €40.25

Fonte FCA, 2020a.

Infine, sulla base delle valutazioni precedenti, si è ottenuta una valutazione Sum of the Parts complessiva, con range di rapporti di cambio definiti dalla seguente tabella.

Tabella 4. Valutazione SOTP complessiva e Intervalli di Rapporti di Cambio Impliciti

Metodologia di Valutazione	Intervalli di Rapporti di Cambio Impliciti
Multipli di Mercato(Management Case)	1,59x - 2,28x
Multipli di Mercato (Consensus Case)	1,49x - 2,14x
Flussi di Cassa Scontati (Management Case)	1,48x - 2,28x

Fonte: FCA, 2020a.

Come si può osservare dalla Tabella 4, il tasso di cambio di 1,742 definito dal Combination Agreement di dicembre 2019 rientra in tutti i range risultanti dall'analisi di multipli di mercato e dal modello DCF.

Successivamente è stata svolta la metodologia della valutazione consolidata, basata sui multipli (principalmente Price to Earning) sia di FCA che di PSA dal quale sono stati ricavati gli intervalli rispettivamente dei multipli di trading (management case) pari da 0,99x a 1,97x, mentre per multipli di trading (consensus case) da 1,07x a 2,17x.

L'US Prospectus all'appendice E ci fornisce infine anche l'opinione data dal financial advisor del Gruppo PSA, Perella Weinberg, datata il 14 settembre 2020, in supporto al consiglio di sorveglianza di PSA per una valutazione dell'operazione di fusione con FCA e la revisione del Combination Agreement a seguito delle difficoltà economiche dovute alla pandemia di COVID-19, al fine di verificare la financial fairness dal punto di vista di PSA riguardante la fusione e il rapporto di cambio stabilito (FCA, 2020a).

Tra le analisi svolte dalla banca di investimenti è stata inserito il confronto tra compagnie di produzione automobili quotate tra cui le già viste precedentemente GMC, Ford Motor Company, VW AG e Gruppo Renault (FCA, 2020a). Anche in questo caso tali concorrenti sono stati scelti non perché identici a PSA o a FCA ma perché presentano delle

caratteristiche simili rispetto alle due società di riferimento. Per ciascuna delle società scelte, Perella Weinberg ha calcolato e confrontato le informazioni finanziarie e multipli di mercato, in modo tale da ottenere una stima del rapporto di enterprise value del settore automobilistico e l'EBITDA, stimato dell'anno 2021, aggiustato per includere le spese capitalizzate di Ricerca e Sviluppo e il contributo dei servizi finanziari e infine la stima del rapporto Cash P/E (FCA, 2020a). Questa analisi è servita a Perella Weinberg per ricavare una base per la valutazione dell'equità finanziaria dell'operazione, tramite il confronto dei multipli di mercato delle società prestabilite con PSA e FCA, ottenendo in questo modo un intervallo di valori impliciti per le azioni di PSA ed FCA ottenendo la seguente tabella.

Tabella 5. Confronto tra le società di riferimento scelte da Perella Weinberg

	2021E Auto EV/Adjusted Ebitda	2021E Cash P/E
General Motors Company	4,7x	8,3x
Ford Motor Company	3,4x	13,2x
Volkswagen AG	1,9x	5,3x
Groupe Renault	2,2x	n.m.

Fonte FCA, 2020a.

Da questi risultati Perella Weinberg ha selezionato e applicato un multiplo di media dal gruppo Renault e Volkswagen pari a 2x implicando un range di multipli da 1,75x a 2,25x all'EBITDA Adjusted di PSA dell'anno 2021, tramite le previsioni pubbliche disponibili. Invece per FCA ha applicato un multiplo mediano da Renault, VW, Ford Motor Company e GMC di 2,75x, con un intervallo implicito di multipli da 2,5x a 3x sempre applicato sull EBITDA adjusted stimato per l'anno 2021, anche in questo caso basandosi sulle previsioni pubbliche (FCA, 2020a).

Successivamente è stato analizzato il multiplo di acquisizione dei servizi finanziari europei di General Motors per un valore pari a 0,8x del Price to Book Value, e la valutazione dei servizi finanziari degli OEM, sempre con un valore pari allo 0,8x del Price to Book Value in modo tale da valutare i servizi finanziari di PSA ed FCA (FCA, 2020a). Tramite queste analisi, Perella Weinberg ha ricavato una serie di range di valori del capitale per azione di ciascuna delle due società ottenendo poi con il rapporto con il numero di azioni totalmente diluite applicabili, i valori impliciti per azione riassunti dalla seguente tabella.

Tabella 6. Intervalli di Valore Implicito Per Azione PSA e FCA

	Riferimento	Intervallo Valore Implicito Per Azione
PSA		
Previsioni Pubbliche	2021E Adjusted EBITDA	€17,2 - €21,3
FCA		
Previsioni Pubbliche	2021E Adjusted EBITDA	€9,1 - €11,9

Fonte: FCA, 2020a.

Dopodiché è stata eseguita un'analisi stand-alone dei flussi di cassa scontati, in modo tale da derivare un valore implicito ai titoli azionari tramite la somma dei flussi di cassa liberi previsti per un periodo futuro e attualizzati insieme al valore terminale alla fine di tale periodo. Si è ottenuto un range del valore implicito delle azioni di PSA, da 25,7 a 30,8 e di FCA da 12.5 a 16,3 (FCA, 2020a).

Perella Weinberg ha svolto anche un'analisi storica di 52 settimane sull'andamento del prezzo delle azioni quotate e concluso il 29 ottobre 2019. Per calcolare il valore centrale dell'intervallo, è stato utilizzato il prezzo medio ponderato per i volumi di scambio o VWAP degli ultimi tre mesi fino alla data precedente, per entrambi i gruppi, ottenendo in questo modo la seguente tabella.

Tabella 7. Analisi storica con Valore per Azione o Intervallo di Valore per Azione di PSA e di FCA

	Riferimento	Valore per Azione o Intervallo di Valore per Azione
PSA		
Storico delle contrattazioni azionarie	Ultimi tre mesi VWAP	€22,1
Storico delle contrattazioni azionarie	Intervallo di contrattazione di 52 settimane	€17,2 - €25,0
FCA		
Storico delle contrattazioni azionarie	Ultimi tre mesi VWAP	€11,9
Storico delle contrattazioni azionarie	Intervallo di contrattazione di 52 settimane	€11,1 - €15,2

Fonte FCA, 2020a.

Infine, è stata svolta l'analisi per determinare il target price dell'equity e il relativo implied adjusted exchange ratio per ciascun'azione di PSA, basandosi sul rapporto tra lo share value di PSA con quello di FCA, quest'ultimo rettificato <<tenendo conto del dividendo straordinario da distribuire, sottraendo il valore per azione di tale dividendo dal valore stimato di FCA e dividendo il risultato per il numero totali di azioni ordinarie completamente diluite per FCA>> (FCA, 2020a, p.103). I risultati sono rappresentati dalla Tabella 8.

Tabella 8. Analisi Target Price e Rapporti di Cambio Aggiustati Impliciti

Metodologia di Valutazione	Rapporti di Cambio Aggiustati Impliciti
Società Quotate	1,658x - 2,855x
Flussi di Cassa Scontati Standalone	1,726x - 2,798x
Storico delle contrattazioni azionarie (alla data 29/10/2019	1,242x - 2,629x
Target Price Analisi Finanziaria	
Alla data 29/10/2019	1,883x - 2,856x
Alla data 09/09/2020	1,622x - 3,307x

Fonte FCA, 2020a.

Come si può notare, ad eccezione del caso da 29 ottobre 2019, il rapporto di cambio stabilito di 1,742 rientra nei range calcolati e quindi finanziariamente ragionevole.

Tabella 9. Tabella di sintesi valutazione delle azioni di PSA ed FCA da parte dei principali financial advisors

Sintesi Valutazioni FCA (Goldman Sachs)		
Scenario	**Metodo di Valutazione**	**Valore per Azione (€)**
FCA Standalone	IPVFSPA	€17 - €26
FCA Standalone	DCF	€21 - €37
Fusione Pro-Forma (Senza Sinergie)	IPVFSPA	€20 - €27
Fusione Pro-Forma (Sinergie Parziali)	IPVFSPA	€21 - €29
Fusione Pro-Forma (Sinergie Totali)	IPVFSPA	€23 - €32
Fusione Pro-Forma (Senza Sinergie)	DCF	€22 - €34
Fusione Pro-Forma (Con Sinergie)	DCF	€26 - €40

Sintesi Valutazioni (D'Angelin&Co)		
Valutazione Attività Industriali+ Servizi Finanziari	**FCA**	**PSA**
Multipli di Mercato (Management Case)	€19,19 - €23,66	€35,57 - €39,17
Multipli di Mercato (Consensus Case)	€17,89 - €22,05	€31,12 - € 34, 23
DCF (Management Case)	€19,64 - €24,78	€35,02 - €40,25

Sintesi Valutazioni (Perella Weinberg)		
Intervalli di Valore Implicito Per Azione	**FCA**	**PSA**
Previsioni Pubbliche (2021E Adjusted EBITDA)	€9,1 - €11,9	€11,1 - €15,2
Analisi Storica con Value Per Share		
Ultimi tre mesi VWAP	€11,9	€22,1
Intervallo di contrattazione di 52 settimane	€11,1 - €15,2	€17,2 - €25,0

Fonte: FCA, 2020a.

La Tabella 9 fornisce un riepilogo delle valutazioni del valore delle azioni da parte dei tre principali advisor finanziari.

Nel documento pubblicato dalla Security Exchange Commission il 27 ottobre 2020 (FCA, 2020b) viene descritto il processo di valutazione del rispettivo rapporto di cambio, svolto

dal Consiglio di amministrazione di FCA. Quest'ultimo ha considerato in modo attento, sia le informazioni finanziarie storiche di entrambi i gruppi in questione, sia anche le prospettive e performances future di FCA e PSA, utilizzando diversi metodi di valutazione per ricavare la stima adeguata del rapporto di cambio, tra queste:

-l'Illustrative Present Value of Future Share Price o IPVFSP; per svolgere l'analisi del valore combinato sono stati adottati tre scenari differenti: Il primo senza sinergie di fusione, il secondo scenario invece tenendo in considerazione solo una parte delle sinergie stimate, secondo uno schema fornito dal management di FCA, e infine il terzo basato sulla completa realizzazione delle sinergie stimate (FCA, 2020b).

Dall'analisi IPVFSP è emerso che il valore stand alone delle azioni di FCA, arrotondato al euro era compreso in un intervallo da 17 a 26 euro (FCA, 2020b), invece per quanto riguarda l'analisi pro forma, il valore privo di sinergie rientrava in un range di valori delle azioni ordinarie di FCA, sempre arrotondate all'euro, da 20 a 27 euro, nel secondo scenario con parte delle sinergie stimate da 21 a 29 euro e infine nel terzo scenario, che considerava quindi tutte le sinergie stimate, da 23 a 32 euro (FCA, 2020b).

Un ulteriore modello utilizzato per la valutazione dell'exchange ratio fu il modello DCF o Disconted Cash Flow. Anche in questo caso il valore delle azioni FCA è stato stimato sia nel caso stand-alone che nel caso pro-forma, quest'ultimo basato su due scenari: il primo senza sinergie, il secondo con le sinergie.

Per quanto riguarda il terzo modello, è stato utilizzato il metodo SOTP o Sum of the Parts, come descritto dalla Tabella 10

Tabella 10. Metodo Sum Of The Parts Consiglio di Amministrazione FCA

Metodologia di Valutazione	Intervalli di Rapporti di Cambio Impliciti
Multipli Trading (Management Case)	1,59x - 2,28x
Multipli Trading (Consensus Case)	1,49x - 2,14x
Flussi di Cassa Scontati (Management Case)	1,48x - 2,28x

Fonte: FCA, 2020b.

Infine, l'ultimo modello utilizzato nella stima del tasso di cambio per FCA consisteva nel metodo di valutazione consolidata tramite il quale, a differenza del precedente metodo

delle sum of parts nella quale venivano tolte le attività finanziarie dalle attività industriali core, entrambe le attività vengono messe insieme secondo delle basi consolidate.

Tale analisi ha portato quindi a range di rapporti di cambio dati dalla Tabella 11

Tabella 11. Metodo di Valutazione Consolidata

Metodologia di Valutazione	Intervalli di Rapporti di Cambio Impliciti
Multipli di Mercato (Management Case)	0,99x - 1,97x
Multipli di Mercato (Consensus Case)	1,07x - 2,17x

Fonte: FCA, 2020b.

Come si può notare quindi il rapporto di cambio pari a 1,742 rientra nei range di entrambi i metodi.

Goldman Sachs, ha dichiarato che <<è nella nostra opinione che, dalla data odierna, tenendo in considerazione il pagamento dei Dividendi di FCA, l' Exchange Ratio previsto dall'Accordo e dalla Documentazione Definitiva è adeguata dal punto di vista finanziario per la Società>> (FCA, 2020a, C-4).

Anche per D'Angelin risultava quindi corretta la valutazione finanziaria e il rispettivo rapporto di cambio.

Il consiglio di amministrazione di PSA invece ha utilizzato un metodo di valutazione differente rispetto a FCA, dal comunicato del gruppo PSA, infatti, si può notare che tale rapporto di cambio è stato stimato tramite l'analisi della capitalizzazione media del mercato per un periodo di 5 anni sia per PSA che per FCA.

Tabella 12. Capitalizzazione media di mercato nei 5 anni precedenti tra PSA e FCA

Period	PSA	FCA
Average market capitalization ratio for 5 preceding years (Oct-2014 - Oct-2019)	51%	49%
Average market capitalization ratio for 4 preceding years (Oct-2015 - Oct-2019)	51%	49%
Average market capitalization ratio for 3 preceding years (Oct-2016 - Oct-2019)	49%	51%
Average market capitalization ratio for 2 preceding years (Oct-2017 - Oct-2019)	47%	53%
Average market capitalization ratio for 1 preceding year (Oct-2018 - Oct-2019)	50%	50%
Average market capitalization ratio as at October 25, 2019 (French time)	55%	45%

Fonte: Groupe PSA, 2020.

Dalla Tabella 12 si può quindi osservare che la capitalizzazione media è di circa 50/50 per tutti i 5 anni.

Il secondo metodo utilizzato è il market analyst's target prices, basandosi sulla media dei prezzi target degli analisti che seguono PSA ed FCA. Le fonti utilizzate per raccogliere le stime sono state le piattaforme Bloomberg e Factset, con i dati riferiti al 25 ottobre 2019, cioè poco prima dell'annuncio ufficiale della fusione tra eguali. Per PSA la media del target price dei 23 analisti risultava pari a circa 25,3 euro per ogni azione, il che, moltiplicando tale valore per il numero delle azioni totali in circolazione, compresi strumenti potenzialmente convertibili in azioni, si otteneva la previsione del valore complessivo della società analizzata ossia di circa 22,8 miliardi di euro. Sempre secondo lo stesso metodo la stima del valore futuro delle azioni di FCA era di 14,4 euro per azione con un valore complessivo dell'azienda stimato a 22,6 miliardi di euro (Groupe PSA, 2020).

Infine, l'ultimo modello utilizzato dal gruppo PSA è quello visto in precedenza ossia il Sum of Parts, con il valore medio per share di PSA pari a 28,8 euro e di FCA a 17,7 euro (Groupe PSA, 2020).

Sono estati esclusi dalla valutazione del rapporto di cambio sia l'analisi di multipli di mercato di società comparabili data l'assenza di correlazione immediata tra le previsioni di mercato e la evoluzione della capitalizzazione di mercato, dovuto a una elevata volatilità dell'industria automobilistica, sia anche il metodo di analisi di operazioni precedenti comparabili nel settore automobilistico europeo data l'assenza di recente operazione di importanti dimensioni simili alla fusione di riferimento.

A differenza di FCA, più orientata al futuro, PSA ha preferito focalizzarsi sul passato. La combinazione dei due orientamenti complementari ha portato in questo modo a una stima più efficace.

Dato il rapporto di cambio fissato di un'azione PSA per 1,742 azioni FCA, venne stabilito che gli shareholders non verrebbero compensati nel caso di modifiche al valore delle azioni ordinarie sia di FCA che di PSA per i vari fattori legali, fiscali operativi e di business o per cambiamenti relativi al valore del business di entrambe le aziende, dalla data della pubblicazione del Combination Agreement al termine della procedura di fusione (FCA, 2020a).

Nel 2020 è stata comunicata una importante modifica nel rapporto di cambio dei due conglomerati, motivata dalle difficoltà economiche sopraggiunte dalla diffusione della pandemia COVID-19, che ha provocato forti scosse al mercato automobilistico mondiale. Questa modifica è stata fatta con lo scopo di preservare la liquidità per entrambe le società, in modo tale da combattere gli effetti negativi sulla generazione di flussi di cassa di entrambi, e al contempo mantenere il valore economico e la stabilità richiesta del primo Combination Agreement.

L'11 marzo 2020 è stata dichiarata ufficialmente dal World Health Organization l'infezione COVID-19 come pandemia, portando a misure restrittive obbligatorie come le quarantene imposte dagli Stati, restrizioni dei viaggi e ordini di stare a casa. Di conseguenza paure e cambiamenti del comportamento dei consumatori hanno portato ad un vero e proprio rallentamento economico. L'industria automobilistica globale è stata severamente colpita (Frieske & Stieler, 2020). Sia FCA che PSA hanno implementato una sospensione della produzione temporanea per i propri stabilimenti diffusi per il mondo per un breve periodo. Il calo della domanda, unito alla disorganizzazione delle

supply chains, ha portato a ritardi nella produzione, difficoltà nell'approvvigionamento dei componenti essenziali, accentuate anche dalla crisi globale dei semiconduttori, e un aumento dei costi dei materiali, provocando crolli delle vendite e della produzione, quest'ultima con un calo stimato del 9,6% corrispondente a circa 7,7 milioni di veicoli in meno a livello glocale solamente nei primi due trimestri del 2020 (Frieske & Stieler, 2020). Sempre a causa della pandemia del virus COVID-19, è aumentato il livello di disoccupazione, che ha inciso alle disponibilità liquide dei consumatori e portato difficoltà nella concessione di linee di credito necessarie per l'acquisto di nuovi veicoli, il che contribuì ulteriormente alle contrazioni della domanda di nuove vetture. Durante la chiusura degli stabilimenti, si sono quindi ridotte le entrate per le case automobilistiche mentre sono rimasti costanti i costi sostenuti da esse, compresi i pagamenti ai fornitori per componenti acquistati prima della crisi, il che costrinse le imprese automobilistiche a rinviare numerosi investimenti, eliminare i costi sostenuti per il marketing delle vetture ed eliminare le spese ritenute non necessarie, sviluppando nuove strategie di riduzione di costi con conseguenti tagli al personale e chiusure di fabbriche (FCA. 2020a).

La pandemia COVID-19 ha portato quindi a forti pressioni nei confronti alle casse sia di PSA che di FCA e ciò ha causato un aumento del livello di indebitamento netto di entrambi. Durante il periodo di pandemia infatti FCA, al fine di rendere più stabile la propria situazione finanziaria, ha portato a termine numerose operazioni come l'attivazione di numerose linee di credito bilaterali preesistenti di circa 1,5 miliardi di euro, l'utilizzo della linea di credito revolving sindacata per 6,25 miliardi di euro (FCA, 2020a) oltra alla emissione di nuove obbligazioni tramite il programma Medium Term Note per un valore di 3,5 miliardi di euro. Infine, fu sottoscritto un nuovo finanziamento pari a 6,3 miliardi di euro dalla banca Intesa San Paolo.

PSA adottò una strategia simile sempre per la salvaguardia della propria posizione finanziaria e aumentare i livelli di liquidità, come una nuova linea di credito sindacata da 3 miliardi di euro e l'emissione di nuovi titoli obbligazionari per il valore di 1 miliardo di euro con scadenza 2026 e tasso fisso del 2,75%.

Tra le modifiche inserite in questo documento, veniva stabilito un taglio ai dividendi straordinari da distribuire agli shareholders di FCA, passando da 5,5 miliardi di euro

precedentemente accordati nel Combination Agreement originale, a 2,9 miliardi di euro. Inoltre, è stato stabilito che il 46% delle partecipazioni totali in Faurecia verrebbe distribuito non più esclusivamente agli azionisti di PSA, ma a tutti gli azionisti di Stellantis solamente dopo la conclusione dell'operazione di fusione, a seguito dell'approvazione da parte del consiglio di amministrazione e dell'assemblea degli azionisti, e non più prima della conclusione della fusione, come precedentemente stabilito.

In questo modo la nuova Stellantis N.V. poteva usufruire un aumento di liquidità pari a circa 2,6 miliardi, mantenendo la fusione 50/50 (Autovista24, 2020). L'Amendment prevedeva inoltre anche a una possibile distribuzione di dividendi agli azionisti di entrambi i gruppi per un totale di 500 milioni di euro prima della conclusione dell'operazione, oppure 1 miliardo dopo la conclusione dell'operazione. Tali dividendi sarebbero stati distribuiti in base anche alla performance e le prospettive future di entrambe le società e delle condizioni del mercato tramite approvazione da parte del consiglio di amministrazione di entrambe le società (Autovista24, 2020), inoltre grazie anche alla collaborazione tra i due gruppi progressa, l'ammontare stimato di sinergie passò dai 3,7 miliardi di euro originalmente calcolati a circa 5 miliardi, contemporaneamente sono aumentati anche i costi sostenuti necessariamente per il raggiungimento delle sinergie, che salì da 2,8 miliardi di euro ad un massimo di 4 miliardi di euro. Venne ribadito nell'Amendment che, nonostante la variazione dell'ammontare dei dividendi da parte di FCA e la posticipazione della distribuzione delle di amministrazione di entrambi i gruppi (FCA and Groupe PSA, 2020).

3.3 Aspetti di governance e legali

La sede principale della nuova società holding Stellantis è stata collocata ad Amsterdam, registrata come una Public Limited Company con l'ufficio corporate a Lijnden. Di conseguenza la nuova società ha adottato le regole in ambito della Corporate Governance olandese secondo quanto previsto dal Dutch Corporate Governance Code Committee (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Il Combination Agreement prevedeva inoltre la nomina di 11 membri del nuovo consiglio di amministrazione di Stellantis, secondo una struttura monistica, di cui facevano parte:

- Il nuovo CEO della nuova società holding olandese, stabilito essere Carlos Tavares, precedentemente il CEO del gruppo PSA
- Due amministratori indipendenti nominati da FCA
- Due amministratori indipendenti nominati da PSA
- Due amministratori indipendenti nominati da Exor (società della famiglia Agnelli)
- Un amministratore nominato da Bpifrance (partecipazione dello Stato Francese)
- Un amministratore nominato da EPF/FFP (famiglia Peugeot)
- Due rappresentati dei dipendenti nominati uno da FCA e l'altro da PSA secondo le norme previste dallo statuto della società Stellantis e con rispettivi requisiti di idoneità per partecipare all'interno di un CdA di dimensione internazionale. Dal secondo mandato in poi i due rappresentati saranno nominati da un organismo globale rappresentativo dei lavoratori (FCA and Groupe PSA, 2019b)

Per amministratore indipendente si fa riferimento ai requisiti di indipendenza richiesti dal Codice Olandese di Corporate Governance nei confronti degli amministratori e anche dai requisiti di indipendenza previsti dalla Regola 10°-3 del Securities Exchange Act del 1934 e dal NYSE nei confronti dei membri del Comitato di Revisione (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Venne anche inserita nel Combination Agreement del dicembre 2019 una clausola di limitazione del potere di voto in quanto nessun azionista, che fosse da solo o con altri poteva esercitare un ammontare pari o superiore del 30% dei voti totali durante un'assemblea generale, compreso anche i voti aggiuntivi derivanti da azioni con diritti di voto speciale e tale limite poteva essere rimosso con il voto favorevole di 2/3 degli azionisti ordinari di Stellantis con la esclusione dei diritti di voto speciali oppure con un acquisizione per oltre il 50% delle azioni ordinarie di Stellantis tramite OPA (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Le nuove azioni furono emesse nelle borse Euronext Paris, Borsa Italiana E New York Stock Exchange

Venne stabilito anche che la durata del mandato iniziale dei membri del Consiglio di amministrazione fosse di quattro anni, e con la scadenza alla prima assemblea annuale

dopo il quarto anno dalla fusione. Al termine dei quattro anni, mandati successivi dureranno solamente due anni.

Furono stabiliti tre comitati del Consiglio di Amministratore della nuova società:

1. Governance Committee presieduto da un indipendente nominato da PSA
2. Remuneration Committee presieduto da un indipendente nominato da FCA
3. Audit Committee composto solo da indipendenti

I rispettivi membri e presidenti furono concordati da FCA e PSA (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Ci sono diversi motivi che hanno portato alla scelta di Carlos Tavares come CEO del gruppo Stellantis rispetto al CEO di FCA di allora Mike Manley. Uno tra questi come già ribadito nel primo capitolo di questa tesi Tavares prima di diventare CEO Stellantis, era CEO del gruppo PSA già dal 2014 e come definito nel primo capitolo, per mantenere stabilità all'interno di due aziende che vogliono unirsi occorre mantenere almeno per i primi anni una leadership comune in modo tale da evitare perdita di fiducia da parte degli shareholders, applicando in questo modo la tecnica del miglior atleta in quanto ritenuto il più capace in senso generale e indipendentemente dall'appartenenza di uno delle due parti.

La scelta di Carlos Tavares è stata motivata soprattutto dalla sua esperienza nel mondo automobilistico, iniziando a lavorare presso Renault nel 1981 come responsabile del progetto Renault Megane II e poi in Nissan nel 2009 con il ruolo di gestione del gruppo nei mercati Nord e Sud Americani, diventando pochi anni dopo CFO e affiancando l'allora CEO del Groupe Renault Carlos Ghosn.

Ma è stata soprattutto la sua capacità nel gestire il gruppo PSA già dal 2014, come successore a Philippe Varin, implementando scelte politiche rivolte verso una drastica riduzione dei costi e la volontà di una maggiore presenza all'interno del mercato cinese e la creazione di un nuovo marchio indipendente DS dalla quale esso stesso ne ha assunto la presidenza. Durante questo periodo ha anche acquisito Opel/Vauxhall da General Motors nel 2017, marchio in forti difficoltà economiche e sull'orlo del fallimento, riportandolo a generare utili in pochissimo tempo.

Viene stabilito anche nel Combination Agreement la nomina del presidente del Consiglio di amministrazione della nuova società John Elkann di FCA, mentre la nomina di vicepresidente decisa da EPF/FFP e il Direttore Indipendente Senior da PSA, tutti con un termine del ruolo di cinque anni a partire dal momento in cui avviene la governance.

Exor, società controllata dalla Giovanni Agnelli B.V. con una partecipazione del 52,99% delle azioni, risultava essere il principale shareholder di FCA data una partecipazione in azioni ordinarie del 28,54 percento, con un potere di voto pari al 44% (con i dati ripresi da novembre del 2020) e risulta rappresentare una importante influenza del potere decisionale di FCA (FCA and Groupe PSA, 2019b).

Per quanto riguarda PSA, come definito nel secondo capitolo dal novembre 2020 i principali shareholders del gruppo francese sono EPF/FFP e BPI, di cui ciascuna possiede il 12,36 percento delle partecipazioni totali, e infine Dongfeng detenente una percentuale del 11,24 percento.

Da qui si arriva alla composizione degli azionisti principali del nuovo gruppo Stellantis, dato anche il rapporto di cambio alla seguente tabella.

Tabella 13. Principali azionisti del gruppo Stellantis

Exor	14,4%
EPF/FFP	7,2%
BPI	6,2%
Dongfeng	5,6%

Fonte: FCA and Groupe PSA, 2019b.

Venne inoltre identificato anche il rischio di ritardi o di mancata approvazione della fusione da parte delle autorità antitrust e dagli organismi dedicati alla tutela della concorrenza. Tale rischio prevedeva anche che le autorità potessero richiedere delle modifiche agli accordi al fine di garantire la concorrenza ed evitare la formazione di monopoli. Queste modifiche potevano ritardare la conclusione dell'operazione di fusione, limitare i profitti combinati terminata la fusione, oppure comportare l'abbandono del progetto se non completato entro giugno 2021.

Come spiegato nel primo capitolo, la fusione di due o più società può portare ad una riduzione del numero dei concorrenti operanti in un determinato mercato, con il conseguente rischio di istituzione di un monopolio, che porta così ad aumenti di prezzi dei prodotti e alla scarsa innovazione e qualità degli stessi, poiché non più incentivata dalla pressione concorrenziale.

Il 17 giugno del 2020, la Commissione Europea avviò una profonda investigazione per verificare il rispetto delle normative europee riguardante le fusioni e le acquisizioni nei confronti della nuova Stellantis. Il focus di questa investigazione si basava sulla possibile riduzione della competitività nel settore della produzione di veicoli commerciali leggeri (ossia veicoli commerciali al di sotto delle 3,5 tonnellate di peso come i furgoni) all'interno del mercato dell'eurozona e più nello specifico in 14 stati membri e in Regno Unito (European Commision Press Release, 2020a). Secondo la vicepresidente esecutiva Margrethe Vestager, responsabile della politica concorrenziale, tali mezzi commerciali sono divenuti sempre più importanti per i privati specialmente per le consegne di beni e la fornitura di servizi in un periodo storico caratterizzato dalla digital economy e dalla sempre più importante necessità dei servizi di consegna per i privati cittadini, amplificata inoltre dalla diffusione della pandemia COVID-19 (European Commission Press Release, 2020a).

Il motivo che ha portato quindi la Commissione Europea ad analizzare la proposta di unione tra i due gruppi è da rivedersi nel fatto che, prima ancora della fusione, PSA ed FCA erano già attive nello stesso segmento e, in alcuni mercati, uno dei due gruppi deteneva una posizione di leadership, oltre ad offrire una vasta selezione di modelli similmente prezzati, e quindi la loro fusione avrebbe portato la eliminazione di un importante competitor, in particolare all'interno del mercato europeo. Inoltre, il mercato dei veicoli commerciali leggeri risulta essere caratterizzato da forti barriere in entrata e in espansione, che porta quindi a difficolta di inserimento di un nuovo concorrente (European Commission Press Release, 2020a).

L'investigazione terminò a dicembre dello stesso anno, durante il quale la commissione raccolse numerose informazioni e feedback dai principali concorrenti e clienti dei due gruppi. con l'approvazione della proposta di fusione dei due gruppi secondo il

regolamento delle fusioni europeo con delle condizioni che devono essere rispettate da entrambe le parti (European Commission Press Release, 2020b).

Per evitare quindi una riduzione della competizione e i conseguenti aumenti di prezzi per i consumatori, la Commissione propose delle soluzioni per i due gruppi da adottare. Tra queste la prima consisteva nella espansione dell'accordo di cooperazione commerciale tra Toyota Motor Europe e PSA, tramite il quale il gruppo francese produceva veicoli commerciali leggeri venduti da Toyota con il logo giapponese principalmente nel mercato europeo, mentre la seconda soluzione consisteva nella modifica degli accordi in ambito delle "riparazioni e manutenzioni". Queste modifiche mirano quindi a ridurre la monopolizzazione del mercato dei veicoli commerciali leggeri tramite la rimozione di determinate barriere in entrata per favorire la nascita di nuovi competitors che possono in questo modo sfruttare i network di riparazione e manutenzione FCA e PSA (European Commission Press Release, 2020b).

Secondo la Commissione Europea, la combinazione di queste due soluzioni permetterà a Toyota di competere nei mercati anche successivamente la fusione in Stellantis oltre anche alla possibilità di entrata di nuovi concorrenti.

CAPITOLO IV Post-fusione

4.1 Chiusura dell'operazione e risultati 2021

Il 16 gennaio 2021 è considerata una data storica per l'industria automobilistica globale in quanto rappresenta la ufficiale conclusione dell'operazione di fusione tra eguali tra i due gruppi Peugeot S.A. e Fiat Chrysler Automobiles, con la nascita della nuova società holding Stellantis, come quanto riportato dalla comunicazione ufficiale del nuovo gruppo automobilistico. Di fondamentale importanza è stata l'approvazione quasi unanime delle assemblee generali di PSA, con una percentuale favorevole del 99,85% (ANSA, 2021) e di FCA con una percentuale del 99,1%, dando così vita al quarto gruppo automobilistico al mondo per volumi di vendita, a testimoniare la forte fiducia e sostegno degli investitori nel nuovo progetto industriale e nelle potenziali sinergie che ne derivano dalla fusione.

Il 13 gennaio 2021, FCA ha dichiarato ufficialmente che la distribuzione del dividendo straordinario di 2,9 miliardi di euro (inizialmente previsto per 5 miliardi e successivamente ridotto), è diventata incondizionata, a seguito del soddisfacimento delle condizioni ritenute necessarie per la distribuzione di tale dividendo. Così Il 29 gennaio è avvenuto l'effettivo pagamento materiale del dividendo tramite le emissioni di cedole straordinarie dal valore di 1,84 euro per azione. Per gli azionisti americani, il dividendo straordinario sarebbe stato pagato in dollari americani secondo il tasso di cambio euro/dollari stabilito dalla Banca Centrale Europea. (Longhin, 2021)

Il 18 gennaio 2021, le nuove azioni Stellantis N.V. sono state ufficialmente quotate presso l'Euronext Paris e il Mercato Telematico Azionario (o MTA) di Milano, con il simbolo "STLA" e un prezzo di apertura pari a 12,76 euro. In una sola giornata il prezzo del titolo azionario è riuscito aumentato complessivamente di un importante 6%, che rifletteva la fiducia e l'ottimismo degli investitori verso il nuovo gruppo. Il giorno successivo il titolo è stato quotato ufficialmente al New York Stock Exchange, consolidando così la tripla presenza finanziaria in Europa, Italia e USA (Chiarelli, 2021).

Sempre al fine di rispettare gli accordi stabiliti dal Combination Agreement e successivamente modificati dall'Amendment, Il 10 marzo 2021 è stata annunciata la distribuzione delle partecipazioni e della liquidità di Faurecia, società francese

specializzata nella produzione di componenti per automobili, per un ammontare complessivo di 54 milioni di azioni ordinarie e fino a 308 milioni di euro in contanti (derivanti dalla vendita del 7% di partecipazioni da parte del gruppo PSA di Faurecia nell'ottobre 2020) da suddividere in parti uguali tra gli ex azionisti di FCA e PSA. Più nel dettaglio, è stata stabilito che i titolari di azioni ordinarie Stellantis detenevano il diritto di riscuotere <<0,017029 azioni ordinarie di Faurecia e 0,096677 euro per ogni azione ordinaria di Stellantis in loro possesso alla record date della Distribuzione>> (Stellantis N.V. , 2021). Il pagamento è avvenuto il 22 marzo con la dovuta conversione in dollari per gli azionisti americani secondo il tasso di cambio stabilito dalla Banca Centrale Europea dell'11 marzo.

Il 2021 è stato considerato il primo anno effettivo di operatività per Stellantis e si è rivelato un esordio estremamente positivo in ambito commerciale, finanziario e strategico, registrando al termine dell'esercizio ricavi netti pari a 152 miliardi di euro, un incremento del 14% rispetto al bilancio pro-forma del 2020, costruito sulla base della somma dei risultati di PSA e FCA pre-fusione (Carrà, 2022). La nuova società ha rilevato anche una crescita significativa del risultato operativo rettificato, con un totale di circa 18 miliardi euro, quasi raddoppiato rispetto al 2020, e con un margine AOI/ Ricavi netti del 11,8%, valore estremamente competitivo rispetto al settore automotive. I risultati sono stati positivi in tutti i principali segmenti geografici e nei diversi brand del gruppo, a conferma dell'efficacia della strategia di integrazione (Stellantis N.V., 2022a).

Ciò ha portato ad una generazione di utile netto pari a circa 13,4 miliardi di euro, cioè quasi il triplo rispetto al bilancio pro-forma del 2020, e un flusso di cassa industriale disponibile pari a 6,1 miliardi di euro, grazie soprattutto alle sinergie di cassa e di redditività; infatti, si stimavano benefici di cassa netti pari a circa 3,2 miliardi di euro dalla esecuzione del piano di sinergie e una liquidità industriale pari a 62,7 miliardi di euro (Stellantis N.V., 2022a). Tale risultato ha concesso la distribuzione di 3,3 miliardi di euro, previa approvazione degli azionisti. Nel 2021 la nuova Stellantis ha introdotto nel mercato globale oltre 10 modelli completamente nuovi, e aumentato la vendita di veicoli a bassa emissione di gas serra, raggiungendo le 388.000 unità vendute nel 2021, pari ad un aumento del 160% rispetto all'anno precedente (Stellantis N.V., 2022a). In questo modo è stato consolidato anche il primato nel settore dei veicoli commerciali leggeri

completamente elettrici in EU30, confermando l'impegno del gruppo verso la transizione energetica e la mobilità sostenibile.

In Nord America, Stellantis ha sostenuto un periodo di lieve ma costante contrazione del proprio market share (dal 12,6% del 2019 al 12,2% nel 2020 e 11,6% nel 2019, senza tenere in considerazione Maserati) (Stellantis N.V., 2022a), dovuto principalmente da problemi di approvvigionamento causati dalla pandemia di COVID-19, che hanno portato ad un rilevante rallentamento della produzione di automobili. Nonostante ciò, Stellantis ha ottenuto importanti successi a livello di prodotto, in particolare il modello ibrido Jeep Wrangler 4xe è stato il veicolo plug-in hybrid più venduto negli Stati Uniti nel 2021 (Stellantis N.V., 2022a), andando a confermare come la fusione tra i due marchi abbia aiutato particolarmente FCA nel recuperare terreno sul fronte dei veicoli ibridi ed elettrici grazie alla condivisione di investimenti e know-how di PSA (Stellantis N.V., 2022a).

Tabella 14. vendite e market share mercato nordamericano Stellantis

	Years ended December 31,					
	2021[1]		2020[1]		2019[1]	
North America	Sales	Market Share	Sales	Market Share	Sales	Market Share
	Thousands of units (except percentages)					
U.S.	1,777	11.6%	1,821	12.2%	2,204	12.6%
Canada	161	9.9%	179	11.6%	223	11.6%
Mexico	66	6.4%	59	6.0%	74	5.5%
Total	**2,004**	**11.1%**	**2,059**	**11.8%**	**2,501**	**12.0%**

Fonte: Stellantis N.V., 2022a.

Secondo quanto evidenziato dalla Tabella 14, si può osservare come il volume di vendite di Stellantis nel mercato nordamericano, eccezione fatta per il Messico, sia in costante riduzione. La produzione di veicoli negli Stati Uniti, inclusi anche veicoli di medie dimensioni e veicoli pesanti, ha subito un calo di quasi 2,6 milioni di veicoli nel 2020 a causa della pandemia di COVID-19, che ha costretto alla chiusura temporanea di numerosi stabilimenti. Tuttavia nel 2021 è stata osservata una lieve ripresa della produzione di vetture, grazie al 'rimbalzo' economico globale che ha supportato il mercato automobilistico nonostante le continue difficoltà per l'approvvigionamento di semiconduttori e microchip (Stellantis N.V. , 2022a).

Tabella 15. Performance Stati Uniti dei principali produttori automobilistici dal 2019 al 2021 nel mercato statunitense

	Years ended December 31,		
U.S.	**2021**	**2020**	**2019**
Automaker	**Percentage of industry**		
Toyota	15.2%	14.2%	13.6%
GM	14.5%	17.1%	16.5%
Ford	12.4%	13.7%	13.8%
Stellantis[1]	**11.6%**	**12.2%**	**12.6%**
Honda	9.6%	9.0%	9.2%
Hyundai/Kia	9.7%	8.2%	7.6%
Nissan	6.4%	6.0%	7.7%
Other	20.6%	19.6%	19.0%
Total	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Fonte: Stellantis N.V., 2022a.

La Tabella 15 della relazione di bilancio del 2021 illustra l'andamento delle performance dei principali produttori automobilistici nel mercato USA dal 2019 al 2021. La tabella evidenzia come Stellantis abbia progressivamente perso terreno rispetto alcuni dei suoi principali concorrenti, data la crescita di Honda Hyundai/Kia e Nissan, mantenendo però il quarto posto (Stellantis N.V., 2022a).

In Sud America invece, grazie alla solida presenza lasciata in eredità da FCA, Stellantis ha consolidato la propria leadership nel mercato dei veicoli commerciali leggeri e nel mercato generale.

Tabella 16. Performance di Stellantis in Sud America dal 2019 al 2021

	Years ended December 31,					
	2021[1]		**2020[1]**		**2019[1]**	
South America	**Sales**	**Market Share**	**Sales**	**Market Share**	**Sales**	**Market Share**
	Thousands of units (except percentages)					
Brazil	636	32.0%	461	23.5%	545	20.4%
Argentina	103	29.1%	83	25.6%	99	22.4%
Other South America	73	6.0%	49	6.0%	73	6.0%
Total	**812**	**22.9%**	**593**	**19.1%**	**717**	**16.6%**

Fonte: Stellantis N.V., 2022a.

Dalla Tabella 16 si può notare come dal 2020 al 2021 la presenza di Stellantis nel mercato sudamericano è aumentata di 3,9 punti percentuali, aumento dovuto principalmente alle ottime performance di vendita in Brasile che ha quasi raddoppiato il numero di vendite in un anno, e in Argentina. Il motivo principale della ottima performance in Sud

America e in particolare in Brasile è da rivedere nella forte riconoscibilità del marchio Fiat, che è riescito ad adattarsi perfettamente con una popolazione prevalentemente urbana, inoltre anche nel 2021 Fiat ha dominato il mercato dei pick-up e dei SUV (Stellantis N.V., 2022a).

Tabella 17. Classifica principali produttori nel mercato brasiliano

Brazil	Years ended December 31,		
	2021[1]	2020[1]	2019[1]
Automaker	Percentage of industry		
Stellantis[2]	**32.0%**	**23.5%**	**20.4%**
Volkswagen	15.9%	17.4%	16.0%
GM	12.2%	17.3%	17.8%
Ford	2.0%	7.2%	8.3%
Other	37.9%	34.6%	37.5%
Total	**100.0%**	**100.0%**	**100.0%**

Fonte: Stellantis N.V. ,2022a.

La Tabella 17 conferma quanto detto precedentemente, in quanto dimostra la costante crescita del market share in Brasile rispetto ai principali concorrenti

Anche nel mercato europeo Stellantis ha saputo mantenere una posizione di rilievo, confermandosi come uno dei principali attori del settore automobilistico nel continente sia nel settore LCV, che in quello dei veicoli per passeggeri (Stellantis 2022a).

Tabella 18. Performance Stellantis dal 2019 al 2021 nel mercato Enlarged Europe

	Years ended December 31,					
	2021		2020		2019	
Enlarged Europe	Sales	Market Share	Sales	Market Share	Sales	Market Share
	Thousands of units (except percentages)					
France	749	35.8%	755	36.8%	1,002	37.2%
Italy	642	39.1%	615	39.9%	845	40.1%
Germany	416	14.4%	415	13.0%	519	13.2%
UK	315	15.7%	302	15.6%	448	16.7%
Spain	257	25.4%	259	25.6%	404	27.4%
Other	675	11.0%	696	11.6%	949	12.1%
Europe[1]	**3,054**	**22.1%**	**3,042**	**22.1%**	**4,167**	**23.1%**
Other Europe[2]	48	2.1%	38	1.7%	43	1.8%
Total	**3,102**	**19.4%**	**3,080**	**19.3%**	**4,210**	**20.6%**

Fonte: Stellantis N.V., 2022a.

La Tabella 18 evidenzia un leggero incremento complessivo della quota di mercato detenuta da Stellantis nei Paesi europei. Tuttavia, se si analizza più nel dettaglio i principali mercati nazionali si può notare che in quasi tutti, tranne che per la Germanio,

la quota di mercato è calata rispetto al 2020, a sua volta già in diminuzione rispetto al 2019, anche in questo caso, come per il mercato nordamericano, la causa è da rivedersi nella pandemia di coronavirus e alla difficoltà di approvvigionamento di semiconduttori e microchip. Inoltre, il 48,1% delle vendite all'interno dell'area Enlarged Europe sono vendite di veicoli di piccole dimensioni, dovute principalmente dalle condizioni di guida nelle prevalenti città europee e anche dalle sempre più stringenti regolamenti a favore dell'ambiente (Stellantis N.V., 2022a).

Anche nel dinamico e strategico mercato cinese, il 2021 ha registrato risultati molto positivi grazie specialmente alla joint venture Dongfeng Peugeot Citroën Automobile Co. Ltd o DPCA, che ha premesso di raddoppiare il numero di vendite annuali rispetto all'anno precedente, arrivando a 100.000 veicoli immatricolati (Stellantis N.V. , 2022a), e ha concesso a Stellantis di diventare il quarto maggior distributore di ricambi aftermarket indipendente cinese grazie anche ad un aumento delle vendite di prodotti aftermarket del 30% rispetto al 2020. Occorre inoltre sottolineare che rispetto al 2019 il volume di vendita e market share risulta ancora particolarmente basso, anche in questo caso dovuto alle difficoltà causate dalla pandemia COVID 19 e alla crisi di semiconduttori (Stellantis N.V., 2022a).

4.2 Dare Forward 2030 e risultati 2022-2024

Nel 2022 è stato presentato il nuovo piano strategico di lungo periodo di Stellantis intitolato Dare Forward 2030.

Con Dare Forward 2030, Stellantis ha definito gli obiettivi strategici concreti che intende raggiungere in termini di vendita, profittabilità, innovazione, sostenibilità e impatto sociale, e ponendo come obiettivo principale la carbon neutrality, ossia l'azzeramento delle emissioni nette di anidride carbonica lungo l'intera catena del valore, entro l'anno 2038 (Stellantis N.V., 2022b).

Questo nuovo piano strategico a lungo termine è articolato in 5 macroaree chiave: Fondamenta, tecnologia, Etica, Valore e Finanze.

Le fondamenta comprendono i fattori distintivi di Stellantis come la diversità, le eccellenze operative e un portafoglio di prodotti ben pianificato e ragionato, pensato per

affrontare in modo sostenibile e competitivo le sfide dei mercati internazionali (Stellantis N.V., 2022b). In questo piano si prevedeva il completamento delle sinergie di cassa annuali di 5 miliardi di euro come previste dall'Amendment to the Combination Agreement, entro il 2024, mantenendo la efficienza produttiva in modo tale da pareggiare i costi ed i ricavi consegnando meno della metà dei veicoli in produzione, massimizzando in questo modo la redditività. Così facendo si riuscirebbe a mantenere la profittabilità in periodi di crisi economia come la precedente causata dalla pandemia e dalle difficoltà legate alla supply chain. Faceva sempre parte delle fondamenta l'obiettivo di costituire una gamma di automobili al 100% elettrica nel mercato europeo entro il 2030 mentre nel mercato USA il 50% delle vendite sarà composto da auto e veicoli commerciali leggeri elettrici a batteria (Stellantis N.V., 2022b). In parallelo, Stellantis puntava a quadruplicare la redditività derivante dalla vendita di veicoli di brand premium e di lusso appartenenti al portafoglio della holding, dato che questo settore è caratterizzato da un alto margine strategico per la crescita del gruppo.

La seconda area strategica principale delineata dal piano Dare Forward 2030 riguardava la tecnologia. In questa area strategica Stellantis si è posta come obiettivo un'accelerazione di investimenti verso nuove tecnologie all'avanguardia e altamente sofisticate in modo tale da innovare la mobilità, rendendola anche più economica ed accessibile, e sostenere la riduzione delle emissioni raggiungendo la desiderata carbon neutrality entro il 2038. Secondo il piano strategico, infatti, era previsto un aumento della capacità delle batterie passando da 140 GWh a 400 GWh, ulteriori investimenti verso la produzione di furgoni e veicoli commerciali pesanti alimentati da idrogeno (Stellantis N.V., 2022b). Inoltre, il gruppo ha annunciato la formazione dello Stellantis Corporate Venture Fund, un fondo di investimento con una dotazione iniziale di 300 milioni di euro, pensato per finanziare startup, progetti e iniziative legate allo sviluppo di nuove tecnologie avanzate e sostenibili (Stellantis N.V., 2022b).

In ambito di etica invece Stellantis si è posta come obiettivo una drastica riduzione delle emissioni di anidride carbonica, arrivando nel 2030 a meno del 50% rispetto a quanto emesso nel 2021. Si puntava anche alla massimizzazione del livello di soddisfazione dei clienti che usufruiscono di prodotti e servizi offerti dal gruppo Stellantis, compreso quindi tutti i marchi presenti nel portafoglio della holding (Stellantis N.V., 2022b).

Per l'area valore si intendeva tutto ciò che era legato alla creazione di valore a lungo termine per gli stakeholders del gruppo, non solo in ambito economico ma anche di presenza globale, diversificazione delle attività e sostenibilità del business. Stellantis tramite questo piano strategico ambisce a generare benefici per tutti coloro sono compresi nella sfera della società, dagli investitori ai dipendenti e comunità locali. Si punta quindi a adottare una nuova mentalità imprenditoriale, tramite ad esempio la digitalizzazione dell'esperienza del consumatore, in modo tale che entro il 2030 almeno 1/3 delle vendite avverrà online grazie ad una nuova piattaforma digitale globale (Stellantis N.V., 2022b).

Parallelamente, Stellantis intende diversificare i ricavi, tramite maggiore responsabilità ed autonomia di sette aree di business ad alto potenziale, e di aumentare l'espansione geografica verso i mercati extra europei e nordamericani in modo tale che nel 2030 esse produrranno il 25% dei ricavi globali. Tra le aree interessate vi è anche la Cina nella quale, data la complessità del mercato, verrà adottato un modello di business definito come "asset light", basato sulla riduzione di costi fissi e il contenimento della esposizione a rischi geopolitici, in modo tale da raggiungere ricavi netti pari a 20 miliardi di euro nel Paese (Stellantis N.V., 2022).

Infine, l'area finanze trattava come obiettivo il raddoppio dei ricavi netti fino a 300 miliardi di euro entro il 2030, generare oltre i 20 miliardi di euro in free cash flow industriali dal 2030 e un pay-out ratio compreso tra il 25% e il 30% fino al 2025, oltre all'acquisto di azioni proprie già in circolazione per una percentuale del 5% (Stellantis N.V., 2022b).

Il 2022 si è concluso esattamente come l'anno precedente con risultati da record, dato un ammontare di ricavi netti pari a 179,6 miliardi di euro, 18% in più rispetto al 2021, un utile netto pari a 16,8 miliardi, un aumento di quasi il 26% rispetto agli utili dell'anno precedente, e un risultato operativo rettificato aumentato del 29% (Stellantis N.V., 2023). Il flusso di cassa industriale netto era aumentato del 78% arrivando a 10,8 miliardi e risultava coerente rispetto alle aspettative del 2030 (Stellantis N.V., 2023). Tuttavia, Il numero di vendite globali è diminuito rispetto all'anno precedente, passando da 6,6 milioni di vendite globali a 5,8 milioni, una riduzione pari al 12,12% (Stellantis N.V., 2023).

Nel mercato del Nord America le prestazioni sono state un po' altalenanti in quanto c'è stato un calo della quota di mercato degli USA, mantenendo però la quarta posizione a livello di market share dopo Ford Toyota e General Motors, mentre è aumentato quello del Canada e del Messico (Stellantis N.V., 2023). Il calo di vendite nonostante un aumento della disponibilità di microchip e semiconduttori rispetto agli anni precedenti, è stato attribuito da fattori come inflazione, bassa confidenza da parte dei consumatori e politiche di prezzo.

Anche nel mercato europeo, Stellantis ha subito una contrazione della quota di mercato passando dal 22,1% al 19,7%, mantenendo la seconda posizione subito dietro al gigante tedesco Volkswagen. Il calo ha seguito l'andamento del mercato automobilistico europeo che ha dovuto subire gli effetti di crisi di approvvigionamento e del conflitto in Ucraina (Stellantis N.V., 2023).

Il mercato sudamericano ha sostenuto aumenti sia nel volume di vendita sia per quanto riguarda la posizione di leadership in market share, in particolare in Brasile.

Infine, anche il mercato cinese ha subito una riduzione del volume delle vendite mentre in generale il settore asiatico è rimasto prettamente stabile.

Nonostante la solida performance finanziaria registrata da Stellantis nel 2022, la quotazione in Borsa non ha riflettuto pienamente tali risultati. Infatti, considerando il valore rettificato per dividendi, il titolo è passato da circa 15,50 euro il 3 gennaio a 12,18 euro il 30 dicembre, evidenziando un calo di oltre il 21% nel corso dell'anno (Stellantis N.V., 2023). Tuttavia, bisogna tenere in considerazione che il 2022 è stato comunque un anno caratterizzato da incertezze economiche, ulteriori difficoltà nel supply chain, oltre allo scoppio del conflitto in Ucraina. Si può quindi affermare che è più probabile che il calo delle quotazioni in borsa fosse dovuto a fattori esterni e sistemici, dimostrando quindi una grande resilienza e solidità operativa (Stellantis N.V., 2023).

Anche il 2023 si è rivelato un anno complessivamente positivo, dato un ulteriore aumento dell'utile netto, salito rispetto all'anno precedente dell'11% mentre si è quasi stabilizzato il risultato operativo rettificato, in quanto aumentato solamente dell'1% (Stellantis N.V., 2024). Ha sostenuto una ulteriore crescita anche il flusso di cassa industriale netto del 19% rispetto all'anno precedente (Stellantis N.V., 2024). Il 2023 è

stato un anno caratterizzato da una crescita del 27% di veicoli a basse emissioni di anidride carbonica mentre a livello globale, le vendite di veicoli elettrici del gruppo Stellantis è aumentato del 21% (Stellantis N.V., 2024). Anche per il 2023 è stato stabilito una percentuale di buyback di azioni già in circolazione per un importo di 3 miliardi di euro (Stellantis N.V., 2024). A differenza del 2022, è stato rilevato un aumento del volume di vendite a livello globale di autovetture, arrivando a 6,2 miliardi di veicoli venduti, anche se ancora al di sotto rispetto al 2021 (Stellantis N.V., 2024). Dal punto di vista geografico, permangono delle criticità sul mercato nordamericano. In particolare, negli Stati Uniti il gruppo ha registrato un'ulteriore contrazione della quota di mercato, scesa fino al 9,6%, proseguendo la tendenza discendente degli ultimi anni (Stellantis N.V., 2024). Anche in Canada è stato osservato un calo significativo, con il market share passato dall'11,4% al 9,5%. In controtendenza, il Messico ha rappresentato un punto di stabilità, con un andamento positivo in termini di vendite e penetrazione di mercato. Continua anche in Europa la tendenza negativa di quota di mercato, arrivata al 18,3% rispetto al 19,7% del 2022 mantenendo comunque la seconda posizione nei confronti dei competitors nel mercato europeo, nonostante un generale aumento di volumi di vendita dei veicoli (Stellantis N.V., 2024).

Rimane invece solida e stabile la prestazione nei mercati LATAM e Africa/Medio Oriente mentre in Cina e in generale il mercato asiatico continua la tendenza negativa di volumi vendite (Stellantis N.V., 2024).

Si può quindi osservare che i primi tre anni dalla fusione dei gruppi FCA e PSA sono stati estremamente di successo sia dal punto di vista commerciale che finanziario, in grado di capitalizzare i punti di forza ereditati da entrambi i gruppi precedenti e a realizzare con efficacia molte delle sinergie previste dal Combination Agreement migliorando la redditiva operativa e generando solidi flussi di cassa. Ne hanno particolarmente beneficiato dalle ottime performance del gruppo anche le quotazioni in borsa che nel 2023 sono passate da 11,50 il 3 gennaio (aggiustati) a 20,06 euro a fine dicembre (Yahoo Finance, 2024), tuttavia nonostante i risultati finanziari e di cassa estremamente positivi, emerge un dato strutturalmente più critico. Si può evidenziare come il volume di vendite nei mercati principali come Europa e Nordamerica abbia registrato un costante e progressivo calo. Questa tendenza, seppur parzialmente bilanciata dai successi di altri

mercati come il LATAM, costituisce un segnale di allarme non trascurabile dato che potrebbe compromettere il successo dell'intera operazione e la sostenibilità della crescita nel lungo periodo, oltre alla effettiva efficacia della strategia commerciale nei mercati più maturi. A rafforzare questi timori sono stati i risultati del 2024, ritenuti estremamente insoddisfacenti sotto il profilo delle vendite e della crescita nei mercati chiave (Stellantis N.V., 2024).

Verso il termine del 2024 è successo un caso particolarmente importante, a dicembre infatti sono state comunicate ufficialmente le dimissioni da parte del CEO di Stellantis Carlos Tavares, il cui termine doveva essere nel 2026, specialmente in un periodo estremamente critico dal quale stava procedendo la transizione verso gamme completamente elettriche (Sky TG24, 2024). Secondo il consigliere indipendente senior Henri de Castries il motivo che ha portato alle dimissioni anticipate di Tavares è dovuto a vedute differenti tra il CEO, il consiglio di amministrazione e tra gli azionisti, quando il successo dei primi tre anni dalla nascita di Stellantis era dovuto ad un perfetto allineamento tra tali soggetti. Tale opinione è stata ribadita anche dal presidente del consiglio John Elkann (Sky TG24, 2024).

L'ultimo bilancio del 2024 infatti ha evidenziato un evidente calo della prestazione economica del gruppo. I ricavi netti si sono ridotti del 17% percento rispetto all'anno precedente, dovuto principalmente da un calo del 12% della consegna di veicoli, in parte dovuto sia da ritardi temporanei nel rinnovo della gamma di prodotti sia dalle azioni svolte con il fine di ridurre le scorte in magazzino (Stellantis N.V., 2025). Ciò ha portato con conseguente pesante riduzione dell'utile netto del 70% in meno rispetto al risultato del 2023, il reddito operativo rettificato è calato del 64%. Il flusso di cassa industriale, ossia la liquidità generata dalle attività operative al netto degli investimenti, ha avuto un risultato in negativo di 6 miliardi di euro riflettendo l'andamento sia dei ricavi che dell'utile. Tuttavia, le scorte totali di veicoli sono state ridotte del 18% rispetto al 2022 (Stellantis N.V., 2025).

Il 2024 è stato anche un anno caratterizzato da incertezze nei confronti delle vetture elettriche, specialmente negli USA dati problemi di accessibilità economica dovuti principalmente da prezzi generalmente più elevati rispetto ad un veicolo tradizionale e

tassi di interessi molto elevati che non permettevano un finanziamento conveniente e una generale mancanza di infrastrutture adeguate, invece in Europa è stato rilevato un forte calo delle vendite di vetture elettriche a causa della minore disponibilità di incentivi statali, pochi modelli elettrici a basso prezzo e anche in questo caso ad infrastrutture non adeguate (EY Press Release, 2024). Tutto ciò ha portato alla perdita di fiducia da parte degli investitori e il conseguente crollo del valore in borsa dei titoli Stellantis.

Conclusioni

Il fine di questa tesi è quello di analizzare e valutare approfonditamente se la fusione tra il gruppo FCA e PSA, culminata nella nascita di Stellantis, sia stata una mossa strategicamente sensata e sostenibile nel lungo periodo. Stando a quanto analizzato fino ad ora e considerando anche sia i risultati economici e finanziari di entrambi i gruppi negli anni precedenti alla fusione, quindi 2018 e 2019, sia gli anni successivi alla fusione quindi dal 2021 al 2024, si può osservare come le prestazioni complessive ad eccezione del 2024 sono state estremamente solide e al di sopra delle aspettative, evidenziando quindi una ottima gestione delle sinergie e in complesso della vendita di veicoli, grazie alla diversificazione fornita dai numerosi marchi a disposizione e operanti differenti settori, dai marchi premium come Maserati, DS, Alfa Romeo, a quelli più di massa come Peugeot, Fiat, Opel e Citroën e ad una vasta gamma di veicoli commerciali sia leggeri che pesanti offerti ad esempio da Dodge, Fiat Professional e Peugeot, in modo tale da affrontare in modo più efficace eventuali crisi settoriali. Tuttavia, non tutti i marchi sono stati gestiti in modo ottimale, dato che alcuni di essi continuano a soffrire per una carenza strutturale di prodotti e di investimenti in sviluppo. Lancia, ad esempio, ha mantenuto per anni un solo modello in listino, e solamente verso la metà del 2024 è iniziato il tentativo di rilancio. Una situazione del tutto simile a Lancia la si può osservare per la stessa Chrysler che dal 2023, a seguito della interruzione della produzione della berlina 300C, continua ad avere a sua disposizione una gamma composta da un singolo minivan disponibile esclusivamente in Nord America. Ulteriore vantaggio molto importante riguardava invece la complementarietà delle aree operative geografiche di entrambi i gruppi che ha permesso di bilanciare al meglio la provenienza dei ricavi sia per FCA che per PSA, tuttavia come si ha potuto notare dai bilanci di fine anno, tale vantaggio non è stato sfruttato appieno dato il costante calo della presenza di veicoli Stellantis in mercati chiave come quello Nord Americano, passato dal 11,6% nel 2021 al 8,0% nel 2024, e quello europeo allargato dal 19,4% di market share nel 2021 al 17,0% nel 2024. Nonostante la collaborazione con la società cinese Dongfeng, Stellantis non è riuscita a penetrare in modo efficace nel mercato cinese, con volumi di vendite in constante calo dal 2022 in poi.

Tale fusione ha rappresentato un'opportunità fondamentale per il gruppo FCA, che prima dell'operazione era in forte ritardo rispetto a PSA e ad altri competitor nella transizione verso l'elettrificazione. Infatti, prima del 2021, FCA disponeva di una gamma molto limitata di veicoli elettrici o ibridi plug-in, con una presenza marginale nel mercato della mobilità sostenibile. L'integrazione con PSA ha permesso al gruppo italoamericano di colmare rapidamente questo divario offrendo una gamma di nuove vetture ibride e elettriche e di ottenere la condivisione di investimenti importanti e know-how tecnico nella produzione delle stesse.

Per quanto riguarda invece le sinergie realizzate, Stellantis è stata in grado di raggiungere l'obiettivo di 5 miliardi di euro in risparmi annui entro il 2024 in anticipo, grazie ad una gestione efficace e pragmatica del processo di integrazione come delineato nelle quattro macroaree approfondite nel capitolo 3. Fondamentali sono state le condivisioni di piattaforme per la produzione a prezzi più contenuti che ha permesso quindi anche di abbassare il prezzo di vendita delle auto contribuendo a mantenere un forte vantaggio competitivo. Nel 2021 sono state presentate all'EV Day quattro nuove piattaforme innovative e modulari con il nome di STLA: STLA Small dedicata ad auto di piccole dimensioni e city car, STLA Medium per la produzione di berline e SUV compatti, STLA Large invece per SUV e Crossover di grandi dimensioni ed infine STLA Frame dedicata alla produzione di Pickup, SUV di grandi dimensioni e veicoli commerciali leggeri, con una introduzione graduale nei mercati. L'alta modularizzazione di queste nuove piattaforme permetterà la vendita di modelli sia Full Electric sia Ibridi e termici utilizzando sempre la stessa piattaforma, con l'obiettivi di ridurre ulteriormente i costi di produzione, sfruttare a pieno i benefici derivanti dalle economie di scala e garantire un alto livello di flessibilità, in modo tale da rispondere alle nuove esigenze del cliente.

Ricapitolando quindi nel primo capitolo è stato osservato come numerose operazioni di merger of equals hanno un alto numero di fallimenti in quanto estremamente difficili da gestire ed evitare che una delle due società sovrasti l'altra, basta osservare quanto successo con la fusione tra Daimler e Chrysler e anche altre definite precedentemente. Per quanto riguarda Stellantis, la performance dei primi anni è stata decisamente ottima tanto da considerare l'operazione come inizialmente riuscita; tuttavia, il 2024 è stato un anno critico, caratterizzato da una drastica riduzione di ricavi operativi e di utili, che ha

portato anche a conflitti interni provocando le dimissioni anticipate del CEO Tavares. Anche per quanto riguarda le quotazioni in borsa a fine 2024 hanno subito un drastico calo dovuto quindi a timori sulla governance, delle difficoltà di leadership e sulla strategia di completa elettrificazione della gamma. Il successo della fusione, sebbene evidente nella fase iniziale, dovrà quindi essere confermato e consolidato nel medio-lungo periodo, anche tramite il raggiungimento degli obiettivi fissati nel piano strategico "Dare Forward 2030". A prescindere dall'andamento futuro, è importante sottolineare che, in assenza di questa operazione strategica, sia PSA che FCA si sarebbero trovate in una posizione nettamente più fragile. In particolare, FCA avrebbe continuato a soffrire di un significativo ritardo tecnologico nel segmento delle vetture elettriche a batteria e una pericolosa dipendenza dai profitti del mercato nordamericano, con una diversificazione geografica insufficiente a fronte di un continuo calo della quota di mercato in Europa. PSA, invece, pur disponendo di tecnologie più avanzate, avrebbe mantenuto una forte esposizione al mercato europeo, senza un reale posizionamento competitivo in mercati ad alta redditività come Stati Uniti e Canada. In questo contesto, la fusione ha rappresentato un'opportunità di rafforzamento reciproco, creando le basi per una maggiore resilienza e competitività su scala globale.

Bibliografia

Balcet, G., Commisso, G., & Calabrese, G. (2013), "Structuring and restructuring Fiat-Chrysler: can two weak carmakers jointly survive in the new automotive arena?". *International Journal of Automotive Technology and Management*, *13*(2), pp.183-197.

Bertoldi, B. et al (2015), "Fiat-Chrysler deal: looking for a good returns from M & A", *Journal of Business Strategy*, *36*(4), pp.23-3

Calabrese, G. (2011), "Towards a new carmaker: Fiat-Chrysler", *European Review of Industrial Economics and Policy* (3)

Camuffo, A. (2004), "Rolling out a world car: globalization, outsourcing and modularity in the auto industry",*Korean Journal of Political Economy*, 2(1), pp.183-224.

Caputo, A. (2012), "Integrative agreements in multilateral negotiations: the case of Fiat and Chrysler", *International Journal of Business and Social Sciences*, *3*(12),pp.167-180.

de Gouveia, P. H. C. G. (2021). *Equity Research-Stellantis NV*, Master's thesis, Universidade de Lisboa, Portugal.

Drori, I., Wrzesniewski, A., & Ellis, S. (2011), "Cultural clashes in a merger of equals: The case of high-tech start-ups", *Human resource management*, 50(5), pp. 625-649.

Frieske, B., & Stieler, S. (2022). The "semiconductor crisis" as a result of the COVID-19 pandemic and impacts on the automotive industry and its supply chains. *World Electric Vehicle Journal*, *13*(10), pp.189.

Kleinert, J., & Klodt, H. (2002), *Causes and consequences of merger waves,* Kiel Working Papers, Kiel Institute for the World Economy, Working Paper No. 1092.

Lapomarda, G. (2022), *SINERGIE INDUSTRIALI TRA EUROPA E CINA: FOCUS SUL SETTORE AUTOMOBILISTICO E SUL RUOLO DELLE JOINT VENTURES,* LUISS Guido Carli, Dipartimento di Impresa e Management.

Malik, M. F., Anuar, M. A., Khan, S., & Khan, F. (2014), “Mergers and acquisitions: A conceptual review”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), pp. 520.

Manteigas, C. I. M. R. A. (2020), *A Case Study: The Merger between Fiat Chrysler Automobiles and Groupe Renault*. MS thesis. ISCTE-Instituto Universitario de Lisboa (Portugal).

Nye, A. (2022), “The Rescue of the US Auto Industry, Module E: Emergency Assistance for Chrysler Financial”, *Journal of Financial Crises*, *4*(1), pp.221-255.

Rodrigue, J.P. (2024). “Global Electric Vehicles Sales, 2010-2022”. In *The Geography of Transport Systems* (6th ed.), New York, Routledge.

Röller, L. H., Stennek, J., & Verboven, F., (2006), “Efficiency gains from mergers”, in F. IIzkovitz e R. Meiklejohn, *European merger control: do we need an efficiency defence?*, pp. 84-201.

Scalera, F. (2011) “Peugeot celebrates its 200 years of life. History, strategies, organisation and future prospects of the French car company. A comparison with Fiat Auto”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, *24*, pp.1243-1256.

Sudjianto, A. (2001) *“Platform development to support multiple brands”,* PhD Thesis, Massachusetts Institute of Technology

Wulf, J. (2001), *Do CEOs of Target Firms Trade Power for Premiums? Evidence from Mergers of Equals*, The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper.

Sitografia

Alpha Motor Corporation (2021), *EV vs. ICE: Fewer moving parts, less maintenance*, Alpha Motor Corporation 17/09/2021, disponibile a https://www.alphamotorinc.com/about/ev-vs-ice-fewer-moving-parts-less-maintenance

ANSA (2021), *Nasce Stellantis, via libera finale dei soci alla fusione Fca/Psa ,*HuffPost Italia, 04/01/2021, disponibile a https://www.huffingtonpost.it/economia/2021/01/04/news/nasce_stellantis_via_libera_finale_dei_soci_alla_fusione_fca_psa-5040715/

Autovista24 (2020), *FCA-PSA merger amended to address COVID-19,* Autovista24, 16/09/2020, disponibile a https://autovista24.autovistagroup.com/news/fca-psa-merger-amended-address-covid-19/

BBC News (2012), *GM and Peugeot announce alliance*, BBC News 29/02/2012, disponibile a https://www.bbc.com/news/business-17213021

Caparello A. (2018), *FCA in lutto: è morto Sergio Marchionne*, Wall Street Italia, 25/07/2018, disponibile a https://www.wallstreetitalia.com/fca-in-lutto-e-morto-sergio-marchionne/

Carrà M. (2022), Stellantis chiude il 2021 con conti record. E premia i dipendenti con un bonus di 1,9 miliardi, Forbes, 23/02/2022, disponibile a https://forbes.it/2022/02/23/stellantis-chiude-un-2021-da-record-premio-dipendenti-dividendo/

Chiarelli T. (2021), *Stellantis vola al debutto in Borsa. Elkann: "E' un giorno storico"*, La Stampa, 19/01/2021, disponibile a https://www.lastampa.it/economia/2021/01/18/news/stellantis-oggi-il-debutto-in-borsa-elkann-e-un-giorno-storico-1.39788401/#:~:text=Elkann%3A%20%E2%80%9CE'%20un%20giorno%20storico%E2%80%9D,-La%20doppia%20quotazione&text=La%20campanella%20suona%20per%20Stellantis,Chrysler%20Automobiles%20e%20Peugeot%20Citroen.

Cinfalone M. (2019), Fca-Psa, *tutti i vantaggi di una fusione planetaria tra piattaforme e tecnologie condivise*, IlSole24Ore, 30/10/2019, disponibile a https://www.ilsole24ore.com/art/fca-psa-tutti-vantaggi-una-fusione-planetaria-piattaforme-e-tecnologie-condivise-ACJbBTv

Comunicati Stampa Stellantis (2020), *il nome del nuovo gruppo derivante dalla fusione di FCA e Groupe PSA*, Stellantis, 16/07/2020, disponibile a https://www.media.stellantis.com/ch-it/fca-archive/press/stellantis-il-nome-del-nuovo-gruppo-derivante-dalla-fusione-di-fca-e-groupe-psa

DuPont Press Release (2017), *Dow and DuPont Receive Antitrust Clearance from U.S. Department of Justice for Proposed Merger of Equals*, DuPont, 15/06/2017, disponibile a https://www.dupont.com/news/dow-and-dupont-receive-antitrust-clearance-from-us-doj-for-proposed-merger-of-equals.html

EY Press Release (2024), *EV sales stall in US and Europe as market uncertainty persists – EY Analysis,* EY, 06/06/2024, disponibile a https://www.ey.com/en_gl/newsroom/2024/06/ev-sales-stall-in-us-and-europe-as-market-uncertainty-persists-ey-analysis

EUR-Lex (2014), *Regime fiscale comune: fusioni, scissioni, conferimenti d'attivo, scambi d'azioni e trasferimento della sede sociale di una SE o SCE,* EUR-Lex, 21/04/2014, disponibile a https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=LEGISSUM%3Al26039

European Commission Press Release (2020a), *Mergers: Commision opens in-depth investigation into the proposed merger of PSA and FCA*, European Commission, 17/06/2020, disponibile a https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1117

European Commission Press Release (2020b) Mergers: Commission approves the merger of Fiat Chrysler Automobiles N.V. and Peugeot S.A., subject to conditions, European Commission, 21/12/2020, disponibile a https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_2506

FCA (2020a), U.S. Prospectus, Stellantis N.V. , 23/11/2020, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/US_Prospectus.pdf

FCA (2020b), BOARD REPORT OF FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES N.V., SEC, 27/10/2020, disponibile a https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1605484/000160548420000178/a425-boardreportoffiatchry.htm

FCA and Groupe PSA (2019a), FCA and Groupe PSA joint Conference Call and Webcast Presentation, Stellantis N.V., 18/12/2019, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/psa_fca_proposed_merger_presentation_dec_18_19.pdf

FCA and Groupe PSA (2019b), Combination Agreement, Stellantis N.V., 17/12/2019, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/psa/financial-documents/2020/Combination-Agreement.pdf

FCA and Groupe PSA (2020), Amendment to Combination Agreement, Stellantis N.V., 29/09/2020, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/fca-groupe-psa-merger/Amendment-to-Combination-Agreement.pdf

Forbes Leadership Forum (2014), *Why Corporate Mergers of Equals Almost Never Work*, Forbes, 05/06/2014, disponibile a https://www.forbes.com/sites/forbesleadershipforum/2014/06/05/why-corporate-mergers-of-equals-almost-never-work/

Granville K. (2019), *Why Fiat Chrysler's Talks With Renault Fell Apart,* NYTIMES, 06/06/2019, disponibile a https://www.nytimes.com/2019/06/06/automobiles/fiat-chrysler-renault-merger.html

Groupe PSA (2020), Report of the Managing Board to the Extraordinary General Meeting of Shareholders, SEC, 23/11/2020, disponibile a https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1793009/000095015720001384/form425.htm

Herlihy et al, (2025), *Financial Services Merger of Equals and Strategic Mergers: Stricking a Difficult Balance*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 08/01/2025, disponibile a https://corpgov.law.harvard.edu/2025/01/08/financial-services-merger-of-equals-and-strategic-mergers-striking-a-difficult-balance/

HISTORY.com editors (2025), *AOL-Time Warner merger announced,* HISTORY.com, 30/01/2025, disponibile a https://www.history.com/this-day-in-history/aol-time-warner-formed

IMAA institute (2025), *M&A Statistics,* disponibile a https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/ma-statistics-by-transaction-type/?utm_.com

Kenton W. (2024), *Merger of Equals: What it is, How it Works,* Investopedia, 24/10/2024, disponibile a https://www.investopedia.com/terms/m/merger_of_equals.asp#:~:text=A%20merger%20of%20equals%20is,issued%20by%20the%20new%20company

La Repubblica (2017), *Peugeot acquista Opel, ufficiale l'accordo da 1,3 miliardi di euro con General Motors,* 06/05/2017, disponibile a https://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/03/06/news/peugeot_acquista_opel_ufficiale_l_accordo_da_1_3_miliardi_con_general_motors-159860168/

Longhin D. (2021), *Fca, il dividendo straordinario da 2,9 miliardi diventa incondizionato. Pagamento il 29 gennaio,* La Repubbblica, 13/01/2021, disponibile a https://www.repubblica.it/economia/2021/01/13/news/fca_il_dividendo_straordinario_da_2_9_miliardi_diventa_incondizionato_pagamento_il_29_gennaio-282341913/

LG Press Release (2024), LG Chem inks cathode material supply deal with General Motors worth KRW 25 trillion, LG, 08/02/2024, disponibile a https://www.lgcorp.com/media/release/27326

Losito S. (2024), *AUTO ELETTRICA? BELLA STORIA, LA USAVAMO GIA' NELL'OTTOCENTO,* Inside Over, 27/07/2024, disponibile a https://it.insideover.com/tecnologia/auto-elettrica-bella-storia-la-usavamo-gia-nellottocento.

Madslien J. (2012), *Does the Peugeot GM alliance make sense?,* BBC News, 02/05/2012, disponibile a https://www.bbc.com/news/business-17120631

MNA COMMUNITY (2024), *Mergers and acquisitions examples: Major deals from the past 7 years*, MNA COMMUNITY, 10/06/2024, disponibile a https://mnacommunity.com/insights/biggest-mergers-and-acquisitions/

Mobility Portal (2024), *Strategic partnerships: How alliances are redefining the automotive sector,* Mobility Portal Europe, 22/11/2024, disponibile a https://mobilityportal.eu/alliances-redefining-automotive-sector

NBC News Associate Press (2007), *Chrysler Group to be sold for $7.4 Billion,* NBC News, 13/05/2007, disponibile a https://www.nbcnews.com/id/wbna18645179

Pascus, B. (2018), *GM, Ford, and Chrysler almost died a decade ago during the financial crisis — here's how the auto giants have changed since*, BusinessInsider, 16/09/2018, disponibile a https://www.businessinsider.com/gm-ford-chrysler-almost-died-during-financial-crisis-changes-since-2018-9

Redazione FinanzaOnline (2013*), Peugeot chiude il 2012 con una perdita storica da 5 miliardi*, FinanzaOnline, 13/02/2013, disponibile a https://www.finanzaonline.com/notizie/peugeot-chiude-2012-con-una-perdita-storica-da-5-miliardi-210114

Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance (n.d.), *Renault-Nissan-Mitsubishi Alliance*, disponibile a https://alliancernm.com/home-alliance/about-the-alliance/.

Sky TG24 (2024), Crisi Stellantis, perché Carlos Tavares si è dimesso e cosa succede adesso, Sky TG24, 02/12/2024 disponibile a https://tg24.sky.it/economia/2024/12/02/tavares-dimissioni-stellantis-cosa-cambia

Statista Research Department (2024), *Mergers and acquisistions (M&As) worldwide – statistics & facts*, Statista Research Department, 28/03/2025, disponibile a https://www.statista.com/topics/1146/mergers-and-acquisitions/#editorsPicks

Stellantis N.V. (2014), *Completion of share and rights issues reserved for DF and FS and new supervisory board structure,* Stellantis N.V., 29/04/2014, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/psa/regulated-information/2014/April-29-2014-

Completion of Share and Rights Issues Reserved for DF and FS and New Supervisory Board Structure.pdf

Stellantis N.V. (2020), *Groupe PSA Annual Report 2019, Including Auditors Report*, Stellantis N.V., disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/psa/regulated-information/2019/Groupe-PSA-Annual-report-2019-incl-auditors-report.pdf.

Stellantis N.V. (2021), *La distribuzione di azioni e liquidità Faurecia diventa incondizionata, Stellantis* N.V., 10/03/2021, disponibile a https://www.stellantis.com/it/news/comunicati-stampa/2021/marzo/la-distribuzione-di-azioni-e-liquidita-faurecia-diventa-incondizionata#:~:text=Come%20gi%C3%A0%20annunciato%2C%20il%20calendario,date%20marted%C3%AC%2016%20marzo%202021.

Stellantis N.V. (2022a) *Annual Report and Form 20-F for the year ended December 31, 2021*, Stellantis N.V., 25/02/2022, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis_NV_2021_Annual_Report.pdf

Stellantis N.V. (2022b)

Stellantis N.V. (2023) *Annual Report and Form 20-F for the year ended December 31, 2022*, Stellantis N.V., 24/02/2023, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20221231-Annual-Report.pdf

Stellantis N.V. (2024) *Annual Report for the year ended December 31, 2023*, Stellantis N.V., 22/02/2024, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20231231-Annual-Report.pdf

Stellantis N.V. (2025) *Annual Report for the year ended December 31, 2024*, Stellantis N.V., 27/02/2025, disponibile a https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/investors/financial-reports/Stellantis-NV-20241231-Annual-Report.pdf

Stellantis N.V. Press Release (2014), *Completata la fusione che ha dato vita a Fiat Chrysler Automobiles N.V. – FCA debutta al NYSE*, Stellantis N.V., 13/09/2014, disponibile a

https://www.stellantis.com/content/dam/stellantis-corporate/archives/fca/press-releases/2014/october/it/Completata_la_fusione_che_ha_dato_vita_a_Fiat_Chrysler_Automobiles_NV_FCA_debutta_al_NYSE.pdf

Yahoo Finance (2024), *Stellantis N.V. (STLA) Stock Historical Data*, disponibile a https://it.finance.yahoo.com/quote/STLA/