

## **RIASSUNTO TESI**

### **STRATEGIE DI DISINVESTIMENTO E GOVERNANCE**

Nel corso degli ultimi anni, soprattutto nell'ultimo trentennio, le strategie messe in atto dalle imprese, sono state proiettate verso il disinvestimento di uno o di più assets delle società stesse.

Le operazioni di *unbundling* sono quelle operazioni di vendita di assets, strutture, linee di prodotti, filiali, divisioni e business units, che vengono poste in essere dalla società capogruppo, che chiameremo parent. Queste operazioni non vengono attuate solo perché le imprese perseguono obiettivi legati alla massimizzazione della ricchezza degli azionisti, ma devono essere viste sotto una prospettiva più ampia, che riguarda sia motivazioni strategiche che organizzative.

Molti studi empirici, hanno definito il disinvestimento come l'inverso delle acquisizioni; si ritiene che un'impresa che ha effettuato un'acquisizione senza successo, metterà in atto l'operazione opposta, e quindi la cessione. Altri studi più recenti invece, ritengono che le fusioni e le acquisizioni non sono operazioni inverse al disinvestimento, ma alternative strategiche.

Queste operazioni di cessione, gli studi più recenti appunto, ritengono che queste decisioni sono intraprese proprio perché vengono considerate delle vere e proprie alternative strategiche. Infatti, il fatto che le imprese vadano a cedere unità precedentemente acquisite, non vuol dire necessariamente che la precedente acquisizione sia stata un fallimento anzi, la cessione di

una unità potrebbe essere stata causata dal desiderio di perseguire una nuova strategia grazie allo sviluppo di nuove opportunità di mercato che durante la precedente acquisizione non erano presenti.

Il disinvestimento infatti negli ultimi anni è concepito come uno strumento di crescita o di riposizionamento dell'impresa, ma anche come un trampolino di lancio verso la creazione di nuove entità imprenditoriali. I risultati mostrano come questa attività di cessione è spesso motivata dal desiderio di far crescere il core business e di sfruttare tutte le opportunità di crescita del mercato. Proprio per questo, il disinvestimento comunque, per essere intrapreso, ha bisogno di incentivi affinché l'impresa lo possa considerarlo una scelta corretta, ad esempio una società potrebbe intraprendere questo processo perché vuole focalizzarsi sulle migliori competenze, oppure vuole correggere errori (es. acquisizioni che non hanno portato ad un riscontro positivo), potrebbe aver problemi di underperforming di alcuni assets, oppure ha buone opportunità di business e così via. Ovviamente un'impresa deve fare i conti con tutto ciò che la circonda nel momento in cui sceglie di intraprendere questo tipo di operazioni, ciò vuol dire che vi sono molti studi che la stessa società deve sostenere, che riguardano gli antecedents, il processo e gli outcomes di un processo di disinvestimento.

Uno degli aspetti più importanti del comportamento della governance nel corso del 1980 è stato il radicale cambiamento del portfolio di business attraverso attività di ristrutturazione e più specificatamente di disinvestimento.

La teoria dell'agenzia sostiene che la ristrutturazione nel corso del 1980 è stata una correzione alla superespansione e overdiversification avvenuta nel corso del 1960 e 1970, quando i manager hanno ampliato le dimensioni delle imprese senza aumentarne il loro valore; questo perché i manager hanno incentivi ad ampliare e diversificare anche quando ciò non aumenta

il valore dell'impresa, perché la loro ricchezza personale è legata più alla dimensione dell'impresa e al rischio di fallimento che alla performance aziendale. Di conseguenza, la ristrutturazione avviene solo dopo pressanti sollecitazioni da parte degli azionisti che impongono ai manager di ristrutturare.

Il fenomeno della ristrutturazione è cresciuto durante il 1980 come risposta ai grandi cambiamenti di business, come ad esempio: la crescita del settore, il cambiamento tecnologico, l'incertezza ambientale, i cambiamenti nel contesto istituzionale (deregolamentazione, politiche antitrust e variazione delle politiche fiscali).

L'intensità della concorrenza stimola l'attività di disinvestimento tra le imprese concorrenti proprio per ammorbidire la concorrenza stessa; la bassa o negativa crescita industriale stimola la probabilità di disinvestimento, considerando che durante le fasi di forte crescita, le imprese sono meno propense a cedere a causa delle migliori possibilità di sopravvivenza; inoltre alcune ricerche hanno rivelato che le imprese multibusiness che registrano una crescita elevata delle loro primary industry, tendono a cedere le imprese marginali con basse quote di mercato, al fine di sfruttare al meglio prestazioni delle attività relative al core business.

Le teorie che sono alla base del processo di disinvestimento sono essenzialmente due, la teoria dei costi di transazione di Coase, rivista poi da Williamson, e la teoria dell'agenzia, che vede una distinzione tra primo e secondo problema.

L'attività di disinvestimento può essere spiegata attraverso la teoria dell'impresa, che ha visto come suo fondatore R. Coase e come suo successore Williamson, a partire dalla metà degli anni '70.

I neoclassici sostengono che il mercato sia il miglior allocatore delle risorse, ma se fosse così non esisterebbero delle organizzazioni, chiamate imprese, che ne internalizzano una parte.

Tutto ciò accade a causa della transazione, definita da Williamson come “ il trasferimento di un bene o un servizio attraverso un’interfaccia tecnologicamente separata e che comporta uno scambio di valori tra le parti”. Quindi le imprese sorgono perché grazie alla loro struttura e organizzazione interna, riescono a gestire un numero di transazioni più ampio rispetto al mercato, in quanto questo sostiene costi più elevati dovuti principalmente alla carenza di informazioni.

In definitiva, si distinguono due tipi di governo delle transazioni: il mercato e l’organizzazione interna o gerarchia.

Con il mercato è sufficiente il ricorso ai prezzi e alle quantità per ottenere tutte le informazioni necessarie affinché le parti possano scambiare beni e servizi. Con la gerarchia le transazioni sono gestite all’interno dell’impresa grazie alle norme e alle regole del funzionamento organizzativo.

La teoria dell'agenzia nasce spiegando cosa si intende per rapporto di agenzia; questo sta ad identificare un contratto in base al quale uno o più persone, il principal (azionista), impegna un’altra persona cioè l’agent (manager) a perseguire servizi per loro conto.

Quindi nell’ottica della corporate governance, la teoria dell’agenzia studia il rapporto di agenzia tra azionisti (principal) e manager (agent), dove i primi a causa di un’eccessiva frammentazione proprietaria, non riescono ad occuparsi della gestione totale dell’impresa e delegano questa funzione agli agent.

Come sappiamo, ciascun individuo cercherà di massimizzare la propria funzione di utilità e questo potrebbe creare situazioni in cui i manager non sempre agiranno nell’interesse degli azionisti; inoltre il manager beneficia

di un'asimmetria informativa rispetto all'azionista, in quanto ha informazioni maggiori riguardo all'impresa in cui opera. Il problema fondamentale delineato da queste due assunzioni, è il fatto che gli azionisti non sono in grado di controllare in modo efficace e duraturo il comportamento dei manager, soprattutto quando vi è una grande frammentazione proprietaria.

Il problema dell'agenzia quindi, si può riassumere nella possibilità di comportamenti opportunistici da parte del manager, che può non perseguire gli interessi degli azionisti.

Il primo problema di agenzia, ha avuto ed ha un forte studio alle spalle, ed è quello che vede come protagonista il conflitto tra azionisti di maggioranza ed il management, che sorge soprattutto nelle imprese di origine anglosassone dove vi è una proprietà largamente diffusa; nei paesi Europei invece, la caratteristica delle imprese è quella di avere una proprietà concentrata, ciò vuol dire che solo pochi azionisti sono proprietari di un' elevata percentuale del capitale sociale, il che fa sorgere il secondo problema di agenzia, cioè quello tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza, dove gli azionisti di controllo mettono in atto dei comportamenti opportunistici nei confronti della minoranza. Questo secondo problema, non è stato oggetto di molti studi nel passato, solo negli ultimi anni gli studiosi hanno capito che questo è un problema che spesso attanaglia le società di oggi e quindi deve essere capito e soprattutto vi si deve porre rimedio. Alcuni studi infatti, hanno considerato il problema delle Dominant Family, cioè di quelle società in cui la proprietà è concentrata nelle mani di una famiglia, e si è potuto riscontrare il fatto che questa prende delle decisioni per il proprio interesse e non per l'interesse globale della società, a scapito quindi degli azionisti di minoranza.

Questo elaborato infatti, ha l'obiettivo di capire come gli azionisti di minoranza possono essere protetti da comportamenti opportunistici da parte

degli azionisti di controllo, anche e soprattutto quando vengono intraprese decisioni di disinvestimento.

Il primo capitolo si occuperà di capire quali sono gli antecedenti ed i processi in un'operazione di disinvestimento, di capire come la Corporate Governance, i Blockholders, il Consiglio di Amministrazione, gli Outsiders e gli Insiders Owners possono monitorare la strategia di disinvestimento, in quanto ci potrebbero essere problemi legati all'oversiversification piuttosto che all'underperforming, che potrebbero essere dovuti a comportamenti opportunistici da parte dei manager, che sono riluttanti alla decisione di disinvestire, in quanto potrebbero veder ridursi i loro benefici.

Il ruolo della Corporate Governance è determinante nell'attività di Disinvestimento.

Le operazioni di disinvestimento e quindi di ristrutturazione aziendale, permettono all'impresa madre di uscire, in tutto o in parte da un determinato business, quindi il trasferimento della proprietà delle sue azioni ad un'impresa acquirente, che può essere una persona fisica o una persona giuridica.

La decisione di ristrutturazione mediante un'attività di disinvestimento è ovviamente intrapresa dalla corporate governance, che spinge i manager ad attuare questa attività, anche se questi ultimi sono molto riluttanti alla decisione di disinvestire, in quanto riduce le dimensioni delle imprese stesse ed i benefici privati del controllo. Come sostiene la tesi di Denis (1997), i manager sosterranno l'attività di disinvestimento solo se spinti a farlo da una forte corporate governance.

Un'impresa riconfigura le sue operazioni in risposta ad un ambiente in continua evoluzione ed a volte, la ristrutturazione o più precisamente il disinvestimento, diventa necessario. Si è inoltre sottolineato come questa riconfigurazione dell'impresa in risposta ai cambiamenti del contesto economico, dipende fortemente dalle caratteristiche della corporate

governance. Probabilmente la presenza di una forte corporate governance come ad esempio, un forte consiglio di amministrazione e forti azionisti attivi, può motivare i manager a cedere, quando vi è la necessità fondamentale di farlo.

Questo tipo di attività rappresenta un'opportunità per aumentare il valore degli azionisti, ma come accennato prima, molti manager hanno difficoltà a prendere questa decisione in quanto l'ampia diversificazione, porta loro più ampi benefici non pecuniari.

Inoltre il capitolo si occuperà di spiegare quali sono le teorie alla base del disinvestimento e soprattutto quali sono le modalità di cessione, analizzando gli aspetti positivi e negativi di queste. Soprattutto però, è importante capire il risultato di un'operazione di disinvestimento, capire quindi come valutare gli outcomes e soprattutto la performance dell'operazione.

Il secondo capitolo si occuperà di spiegare con maggiore dettaglio la teoria dell'agenzia, e le critiche a questa, ed andrà ad analizzare il primo ed il secondo problema di agenzia in maniera più analitica e soprattutto critica, ponendo maggiore attenzione sul secondo problema, e di come gli azionisti di minoranza possono essere tutelati attraverso gli Amministratori Indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione, piuttosto che attraverso una buona Corporate Governance.

Come è stato analizzato in precedenza, il secondo conflitto di agenzia tradizionalmente è molto presente nelle economie in via di sviluppo. Questo però non è del tutto vero, in quanto esempi di questo tipo di possono trovare quotidianamente anche nei paesi Europei, e quindi in economie già sviluppate.

Per far luce sul conflitto tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza che minano alla qualità del governo societario, bisogna

prendere in considerazione due fattori, la struttura proprietaria e come il governo delle società è regolato in Europa.

Le società Europee ad esempio, sono caratterizzate da una struttura proprietaria concentrata, ciò vuol dire che il conflitto di agenzia non si crea tra azionisti e manager, ma piuttosto tra azionisti di minoranza e azionisti di maggioranza. Tali strutture di proprietà, possono attenuare oppure accentuare i conflitti di agenzia. Da un lato la presenza di grandi azionisti fa sì che ci siano meno problemi tra il management e gli azionisti, in quanto il loro potere di voto dà loro la possibilità di forzare il management ad agire nei loro interessi; ma l'altro lato della medaglia fa sì che l'azionista di maggioranza possa esercitare il proprio potere estraendo i benefici privati di controllo.

La cosa fondamentale, è capire come i governi dei vari paesi europei regolamentano la corporate governance. In Europa ci troviamo davanti ad un tipo di governo definito "comply or explain", cioè danno un'alta discrezionalità agli azionisti di maggioranza di scegliere il modello di corporate governance che ritengono più opportuno. Questo ovviamente va a danno degli azionisti di minoranza che spesso vengono espropriati dagli azionisti di maggioranza, che vogliono ottenere maggiori benefici privati.

Gli azionisti di maggioranza facendo una comparazione tra i benefici ed i costi dell'introduzione di una buona corporate governance, sceglieranno quell'alternativa che fa perdere loro minori benefici privati di controllo.

Bisogna prendere comunque in considerazione che una buona corporate governance fa sì che il valore dell'impresa aumenti, il che giova sicuramente anche agli azionisti di maggioranza.

Ovviamente una buona Corporate Governance è quella che fa sì che la minoranza degli azionisti venga tutelata e che i benefici privati degli azionisti di maggioranza diminuiscano, tutto ciò però con un aumento del valore dell'impresa. In linea generale si può dire che in una impresa dove

vi è un grande conflitto tra principal/principal, gli azionisti di maggioranza saranno molto riluttanti ad attuare una buona governance in quanto i costi della sua implementazione sono maggiori rispetto ai vantaggi che questi potrebbero avere.

Un altro fattore da considerare è il fatto che le società europee sono soggette a molte restrizioni da parte del mercato azionario, vi è un alto livello di divulgazione delle informazioni, con reporting annuali, quotazione delle azioni, revisione delle informazioni, il che rende più protetti gli azionisti di minoranza contro un'eventuale espropriazione da parte degli azionisti di maggioranza. Quindi in un ambiente con un'elevata informazione, la corporate governance è in grado di risolvere il secondo problema di agenzia e quindi influenzare positivamente il valore dell'impresa.

Bisogna prendere in considerazione che gli studi precedenti si sono concentrati sui benefici di una buona corporate governance, mentre quelli più recenti anche sui costi che si sostengono sull'introdurla.

La maggior parte degli studi recenti sul tema in questione, sostengono e provano che una buona corporate governance condurrà ad un miglioramento del valore dell'impresa in quelle società caratterizzate dalla presenza di un grave conflitto di agenzia tra azionisti di minoranza ed azionisti di maggioranza

Infine si andranno ad analizzare quei benefici, definiti Benefici Privati di Controllo, che gli azionisti di maggioranza possono avere nel momento in cui mettono in atto un comportamento opportunistico nei confronti degli azionisti di minoranza.

Il terzo capitolo entra ancor di più nel dettaglio della tutela della minoranza degli azionisti, analizzando quali sono tutte le azioni che sono state intraprese per la protezione di questa particolare categoria.

Partendo dalla disciplina Europea, con lo IAS 24, che ha cercato di legiferare in ambito delle Operazioni con Parti Correlate, e terminando grazie all'aiuto dei due Report dell'OECD, uno rispetto alle OPC e l'altro rispetto alla nomina degli a

Amministratori all'interno del Consiglio di Amministrazione, che hanno permesso di fare un confronto tra le maggiori nazioni come il Belgio, Francia, India, Israele Italia, Olanda e Stati Uniti, che hanno modificato la propria normativa proprio su questi temi per cercare di tutelare gli azionisti di minoranza, partendo dal presupposto e dal confronto tra l'assetto proprietario di queste società, che non è di matrice anglosassone (con esclusione degli Stati Uniti) con una proprietà largamente diffusa, ma con una proprietà concentrata, il che vuol dire maggiore esposizione a problemi di questo tipo. Le cinque economie che verranno analizzate in questo elaborato cioè, Belgio, Francia, India, Israele ed Italia, sono paesi in cui le società sono caratterizzate da una proprietà concentrata. In queste nazioni, il problema della protezione delle minoranze riguarda il problema del self-dealing da parte degli insiders, come i manager ma soprattutto con gli azionisti di controllo. Queste cinque economie vietano solo alcune OPC, come ad esempio i prestiti agli amministratori ed il collocamento di nuovi titoli, ma ritengono implicitamente che queste operazioni possano portare un aumento dell'efficienza e del valore della società. Proprio per questo hanno suddiviso le OPC definite "benigne" (a condizioni di mercato, ricorrenti, ecc) da quelle che invece ritengono "maligne" (transazioni di grandi dimensioni, non ricorrenti, non a condizioni di mercato e così via).

Proprio per tutelare gli azionisti di minoranza sono state apportate norme da parte dell'OECD a tutela degli azionisti di minoranza nella composizione del consiglio di Amministrazione.

Gli azionisti di minoranza in Italia, possono decidere quali sono i candidati da inserire nelle loro liste elettorali, in quanto almeno un membro del

consiglio di amministrazione deve essere eletto dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero dei voti e che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti.

Alcune imprese, soprattutto quelle private, hanno riservato per i membri della lista degli azionisti di minoranza, un maggior numero di posti nel consiglio di amministrazione. Le leggi statutarie infatti sono quelle che stabiliscono i criteri sul come i seggi sono distribuiti tra le liste presentate. Altre imprese adottano un sistema definito multi-vincitore, cioè i numeri dei posti nel consiglio di amministrazione sono da attribuire in proporzione ai voti ricevuti da ogni singola lista presentata. Questa attribuzione dei voti rispetto alla lista è effettuata adottando il quotient method, cioè i voti ottenuti da ciascun candidato sono il risultato del rapporto tra il numero totale dei voti ricevuti dalla relativa lista ed il numero dei voti associato al candidato (il primo candidato riceve il numero totale dei voti della medesima lista, il secondo candidato riceve la metà del totale dei voti della lista, il terzo candidato riceve un terzo dei voti totali della lista e così via). Questi quozienti ottenuti per tutti i candidati vengono analizzati ed i posti sono assegnati progressivamente ai candidati con i quozienti più elevati. Il quarto capitolo invece, ha un'impronta più quantitativa ed analitica, grazie all'aiuto di vari database, come ThomsonOne e Datastream, che hanno permesso di analizzare le operazioni di disinvestimento in Europa a partire dal 1993 fino ai giorni nostri, ed di capire quali sono stati i Seller delle operazioni e soprattutto la loro nazionalità, in modo da fare un confronto tra la protezione degli azionisti di minoranza in quei paesi ed i risultati finanziari delle operazioni di disinvestimento.

L'obiettivo di questo elaborato infatti è proprio questo, cercare di capire come gli azionisti di minoranza vengono tutelati nei diversi paesi oggetto di studio, facendo un confronto anche tra i paesi Common Law e Civil Law,

cercando di capire anche quali tra queste due categorie ha attuato maggiori norme per la loro tutela, ed analizzando anche i risultati finanziari, quindi la performance, legata ai vari processi di disinvestimento.

Per concludere, analizzando i dati finanziari dei seller protagonisti delle operazioni di disinvestimento avvenute in Europa dal 1993 al 2012, e confrontando i principali indici che tutelano gli azionisti di minoranza nei diversi paesi oggetto di studio, prendendo in considerazione tutti i limiti dell'analisi quantitativa, si può affermare che i paesi Common Law, quali Regno Unito e USA, hanno un sistema giuridico che protegge gli azionisti di minoranza e/o i creditori contro gli abusi di comportamenti opportunistici da parte del management e soprattutto da parte degli azionisti di controllo; mentre i paesi Civil Law sono ancora lontani dal formulare ed attuare un buon sistema di leggi che vada a tutelare la minoranza e/o i creditori.

