

Dipartimento: Impresa e Management

Cattedra: Strategie d'impresa

**La scelta della Modalità di Exit
nelle operazioni di Disinvestimento Aziendale**

Relatore

Prof. Peruffo Enzo

Candidato: Fabiana Andreani

Matr.: 651181

Correlatore

Prof. Marino Alessandro

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Sommario

Introduzione	5
Primo Capitolo. Le operazioni di disinvestimento: un quadro teorico.	8
1. Le Ristrutturazioni Aziendali	8
1.1. Le operazioni di ristrutturazione nell’ottica della creazione di valore. Il modello del Pentagono McKinsey	13
1.2. Le operazioni di ristrutturazione nell’ottica di risoluzione della crisi aziendale	16
2. Il Disinvestimento.....	18
3. Perché il disinvestimento dovrebbe creare ricchezza?	24
3.1. Le evidenze del Disinvestimento nella Creazione del Valore.....	24
3.2. Da cosa discende il valore creato?	25
4. Le cause e le motivazioni strategiche	36
4.1. I disinvestimenti “volontari”	40
4.2. I disinvestimenti “forzosi”	45
4.3. La situazione delle aziende in crisi	46
5. Il disinvestimento in Italia.....	48
6. Le barriere al disinvestimento	52
7. La prospettiva di analisi	57
Secondo Capitolo. Le modalità di disinvestimento aziendale	59
1. Il Corporate Sell off	60
1.1. Il processo di vendita.....	62
1.2. Il metodo di pagamento	67
1.3. Le motivazioni e i driver nella creazione del valore.....	69

2. Corporate spin off.....	74
2.1. Le varianti del Corporate Spin off.....	77
2.2. Il processo di vendita.....	78
2.3. Le motivazioni e i driver della creazione del valore.....	82
3. Una categoria particolare di azioni: le Tracking Stock	86
4. Equity Carve Out	88
4.1. La riacquisizione o la cessione totale dell'unità oggetto di equità carve out	90
4.2. Il Procedimento	92
4.3. Le motivazioni ed i driver.....	95
5. La normativa civilistica Italiana in tema di disinvestimento	98
5.1. La cessione.....	99
5.2. I conferimenti.....	103
5.3. La scissione.	110
6. Il processo di quotazione in Italia.....	124
7. Italia ed USA	131

Terzo Capitolo. I driver nella scelta delle differenti Exit Strategies. 133

1. I razionali strategici	134
2. Ragioni Organizzative ed Operative.....	138
2.1. Rifocalizzazione	138
2.2. Difesa da un takeover	147
2.3. La cessione di business indesiderati: La mietitura passati successi, la cessione post-Acquisizione e i Problemi Organizzativi.....	150
2.4. Maggiore Trasparenza	152
2.5. Lo sviluppo dell'innovazione	155
3. Ragioni finanziarie.....	159
3.1. Considerazioni Redditali	159
3.2. Ragioni Finanziarie: Indebitamento e reperimento di risorse finanziarie.	166

Quarto Capitolo. Case Study: Il caso Fiat	172
1. Il gruppo Fiat – La storia.....	172
2. L’operazione del 2010: la scissione – Corporate Spin Off.....	173
2.1. Elementi tecnici.....	174
2.2. Aspetti Organizzativi.....	177
2.3. Aspetti Strategici – La scelta della modalità di disinvestimento	181
2.4. La scelta della modalità di disinvestimento: Il Corporate Spin Off	185
3. L’operazione del 2015: l’Equity Carve Out.....	197
3.1. La storia della Ferrari	198
3.2. L’operazione	198
3.3. Il Razionale strategico dell’operazione	200
Conclusioni	204
Bibliografia	207

Introduzione

L'osservazione delle strategie adottate dalle aziende sia nazionali che internazionali evidenzia, soprattutto nell'ultimo trentennio, un predilezione per le strategie di ristrutturazione aziendale con le quali ridisegnare i confini organizzativi aziendali e implementare una nuova visione strategica che garantisca alle realtà in oggetto una più affine aderenza all'ambiente circostante e gli assicuri la capacità di mantenere inalterata, o anche, incrementare la propria competitività sui mercati. Parte delle operazioni di Ristrutturazione Aziendale realizzate consistono nelle operazioni di Corporate Divestiture, che rientrano nelle Ristrutturazioni di Portafoglio, utilizzate dalle imprese per riallocare le proprie risorse e realizzare una nuova configurazione dell'impresa.

Benché la letteratura tradizionale aveva sempre additato tali operazioni come strumenti con i quali correggere investimenti errati realizzati nel passato, oggi il disinvestimento aziendale rientra a pieno titolo nel novero di quegli strumenti di business che le aziende utilizzano per raggiungere i propri obiettivi di crescita e di incremento del valore aziendale: l'evidenza empirica dimostra come le operazioni di disinvestimento, infatti, non siano realizzate unicamente da quelle imprese le quali vivono una situazione di crisi economico-finanziaria, ma anche e soprattutto da parte di quelle aziende che, pur non trovandosi in una situazione di difficoltà, utilizzano tale strumento per la realizzazione di un più ampio progetto strategico finalizzato alla crescita del proprio valore; molti sono gli obiettivi perseguiti e i driver che consentono la liberazione del valore nell'ambito di tali strategie, a causa, essenzialmente, della diversità dei tre strumenti principali con i quali il disinvestimento si realizza: Corporate Sell Off, Corporate Spin Off ed Equity Carve Out.

Ciascuno di tali strumenti, infatti, in virtù delle proprie caratteristiche si presta a conseguire determinati risultati rispetto agli altri; obiettivo di tale elaborato è proprio quello di individuare gli scriminanti che inducono le aziende a scegliere

una modalità di disinvestimento rispetto alle altre e indagare circa la fondatezza strategica di tale impostazione.

Il presente elaborato è articolato in 4 capitoli. Il primo capitolo contiene un'approfondita presentazione del tema del Disinvestimento Aziendale e della più ampia categoria della quale tale strumento fa parte: le operazioni di Ristrutturazione Aziendale. Dopo aver presentato tale tematica ed averne delineato un profilo che sostiene la capacità di tale strumento di contribuire alla creazione di valore aziendale, abbiamo approfondito tale aspetto e indagato circa le cause che conducono a tale risultato; a tal proposito, abbiamo presentato tre teorie differenti: la teoria dell'agenzia, la teoria dell'informazione e del segnale e la teoria dei costi di transazione ed abbiamo constatato come effettivamente, tali teorie forniscano una solida spiegazione alla verificata capacità di liberare valore aziendale. Nello stesso capitolo abbiamo poi indagato circa le motivazioni "di ordine pratico" che inducono le aziende a scegliere la strada del disinvestimento e abbiamo suddiviso le operazioni in esame in tre macrocategorie: i disinvestimenti volontari, i disinvestimenti involontari e quelli giustificati da situazioni di crisi; contestualmente, abbiamo bocciato le matrici di portafoglio come strumento utile a individuare tanto le opportunità di disinvestimento, quanto le unità di business candidate. In ultimo, dopo aver evidenziato le particolarità delle operazioni di disinvestimento aziendali italiane in virtù delle proprie particolarità circa il tessuto industriale, abbiamo affrontato gli ostacoli al disinvestimento, che abbiamo riassunto in: barriere di ordine strutturale, strategico e manageriale.

Il secondo capitolo illustra le tre modalità di disinvestimento cui facevamo riferimento poc'anzi, ovvero: Corporate Sell Off, Corporate Spin Off ed Equity Carve Out. Di ciascuno strumento vengono delineate le caratteristiche fondamentali, le fasi di realizzazione, oltre alle motivazioni e ai driver della creazione di valore associato a ciascuna modalità. Ad una tale teorizzazione basata su contributi principalmente anglosassoni, vista la ben superiore

numerosità rispetto a contributi sul tema nel nostro paese, abbiamo affiancato, nella seconda parte, una trattazione degli stessi strumenti facendo riferimento alla normativa ed agli strumenti che il Codice Civile Italiano fornisce alle imprese che intendono procedere con l'obiettivo di disinvestimento; a tal proposito trattiamo la cessioni, i conferimenti d'azienda e le scissioni. Al termine del capitolo è quindi presentato un confronto tra le caratteristiche degli strumenti delineati dai contributi anglosassoni e le caratteristiche degli strumenti contenuti nel Codice Civile e si conclude con la constatazione che le affinità tra le due situazioni rappresentate inducono ad estendere le considerazioni che seguono non soltanto ai due ambienti, ma anche al resto dei contesti geografici nei quali le operazioni di disinvestimento hanno luogo.

Nel terzo capitolo si affronta la questione relativa alla scelta delle modalità di disinvestimento in funzione dei diversi obiettivi che inducono le aziende a considerare la strategia di ridefinizione e, nella fattispecie, riduzione, del portafoglio di business. Com'è verosimile, la letteratura collega tale scelta, oltre che alla motivazione primaria che instilla nel management aziendale l'idea della possibilità di conseguire valore tramite la cessione di una o più unità di business, alle caratteristiche delle aziende nella fase di valutazione del disinvestimento. Tale constatazione viene messa alla prova dallo studio del caso Fiat contenuto nel quarto ed ultimo capitolo. Tale capitolo accoglie due operazioni straordinarie di disinvestimento realizzate dal gruppo dal 2010 ad oggi: la prima, un'operazione di Corporate Spin Off realizzata nel 2010, la seconda, un'operazione di Equity Carve Out, ancora in fase di realizzazione. Per entrambe le operazioni, dopo averne delineato le caratteristiche generali ed i dettagli, si indaga circa le ragioni strategiche alla base del disinvestimento e le motivazione che hanno orientato la scelta verso una modalità di disinvestimento piuttosto che un'altra, consentendoci di verificare le ipotesi avanzate nei capitoli precedenti.

Primo Capitolo.

Le operazioni di disinvestimento: un quadro teorico.

1. Le Ristrutturazioni Aziendali

Le Ristrutturazioni aziendali rappresentano, nell'attuale contesto competitivo, una strategia di fondamentale importanza per le imprese di tutto il mondo, le quali sono chiamate a fronteggiare pressioni senza precedenti da parte del mercato e dei competitors e stanno realizzando che per assicurarsi la sopravvivenza cambiamenti contenuti non sono spesso sufficienti: sono necessarie trasformazioni radicali.

Col termine Ristrutturazione Aziendale, o *Corporate Restructuring*, si identifica“(...) *a set of discrete decisive measures taken in order to increase the competitiveness of the enterprise and thereby to enhance its value.*”(Crum and Goldberg, 1998).

L'obiettivo di una ristrutturazione è, quindi, quello di colmare il gap tra performance attuali e potenziali e realizzare un'impresa in grado di massimizzare il valore per i suoi proprietari. La varietà di operazioni che rientra nella locuzione “Ristrutturazione aziendale” è elevata ed include: acquisizioni e disinvestimenti di linee di business o asset, dissoluzioni, acquisizione del controllo di altre imprese, alterazioni nella struttura del capitale e re-ingegnerizzazione dei processi per aumentare l'efficienza e l'efficacia dell'impresa.

L'interesse intorno al tema nacque tra gli anni Settanta ed Ottanta, quando, dopo oltre un decennio di crescita aziendale realizzata attraverso il ricorso a strategie di diversificazione, l'esplosione della globalizzazione comportò un inasprimento della pressione competitiva nei mercati e decretò, per molte aziende, la caduta dei margini di profitto (Bertoli, 2000) (Cenciarini, 1998). All'avvento della

globalizzazione seguirono ulteriori elementi di discontinuità ambientale quali tra gli altri, aumenti del peso del mercato dei capitali rispetto al mercato dei beni, modifiche nella domanda di beni e servizi da parte dei clienti, cambiamenti nei loro modelli di consumo e politiche di deregolamentazione che accelerarono il fallimento del modello di sviluppo utilizzato fino al decennio precedente e resero indispensabile un ripensamento dello stesso.

La soluzione per migliorare la redditività delle aziende in crisi fu quella di sottoporre le conglomerate create negli anni Settanta a procedure di ristrutturazione delle attività operative. Iniziarono, quindi, operazioni di cessione delle attività non caratteristiche e di riposizionamento nel *core business* aziendale.

È evidente, quindi, come la ristrutturazione aziendale sia stata inizialmente associata ad una situazione patologica dell'azienda ed abbia assunto connotati negativi.

Tale tendenza viene invertita negli anni Novanta quando si assiste ad una rivalutazione delle strategie di ristrutturazione aziendali. Tali operazioni terminano di essere associate a situazioni patologiche dell'impresa e si inizia a considerare che una gestione proattiva delle stesse sia in grado di conferire all'impresa la possibilità di competere per il futuro aprendo nuove opportunità di crescita (Bowman and Singh, 1993) (Baccarini e Brunetti, 1997) (Crum and Goldberg, 1998).

Nel dettaglio, Bowman e Singh (1993) distinguono tre forme di *Corporate Restructuring*, recuperate e approfondite da Brauer (2006) e riportate in Fig. 1.



Figura 1. Le forme di Ristrutturazione Aziendale, Fonte: Brauer (2006)

Le *Ristrutturazioni di portafoglio*, realizzate attraverso operazioni di M&A, disinvestimento e dissoluzione, consistono in rivisitazioni del portafoglio di business e si traducono in una riallocazione delle risorse aziendali volta a realizzare una nuova e più competitiva configurazione dell'impresa (Bowman and Singh, 1993)(Brauer, 2006).

Attraverso le Ristrutturazioni di portafoglio possono essere realizzate tre strategie fondamentali (Schönhaar, Nippa and Pidun, 2014) che impattano sul perimetro aziendale: in primo luogo, il management può realizzare una *diversificazione*, servendosi di fusioni ed acquisizioni di nuovi business; in secondo luogo può compiere una *rifocalizzazione* sul core business aziendale, attraverso disinvestimenti, M&A e dissoluzioni; ed infine può scegliere di *riposizionare* totalmente l'impresa, attraverso una vendita dei business attuali e un acquisto di nuovi business in nuove industry.

Quello di rifocalizzazione è certamente l'obiettivo che più frequentemente viene perseguito attraverso le operazioni di ristrutturazione del portafoglio di business ed è definito come "*a strategic shift of emphasis back to the firm's core business*"(Markides, 1992). Per maggiore chiarezza immaginiamo un'impresa

caratterizzata da un determinato core business e circondata da una serie di ulteriori business correlati a vario grado ad esso; tramite la ristrutturazione di portafoglio è possibile dismettere i meno profittevoli tra questi business e conseguire la fortificazione sia del core business che di quei business, i quali, grazie alla loro capacità di creare valore, aprono per l'impresa nuove possibilità di crescita.

Le imprese che riescono ottenere maggiori profitti implementando questa strategia sono proprio quelle maggiormente diversificate poiché è l'“overdiversification” ad ostacolare una gestione efficace ed efficiente dei diversi business a causa dell'aumento dei costi organizzativi, talvolta fino al punto in cui essi superano i vantaggi tipici della diversificazione (Byerly, Lamont and Keasler, 2003).

Le *Ristrutturazioni finanziarie* comprendono operazioni di leverage buyout, management buyout e vendita di asset, le quali, impattando sulla struttura finanziaria, sono orientate ad un “*miglioramento dei tassi di redditività aziendali, misurati, sia in termini di ritorno sui mezzi propri (ROE), sia di ritorno sul capitale investito* (Reboa, 1996)”. Questo genere di operazioni ha due finalità pratiche: la prima è quella di ristrutturazione del debito, così da consentire all'impresa la sua stessa sopravvivenza, la seconda è quella di ristrutturazione dell'attivo patrimoniale e restaurazione della capacità dell'azienda di realizzare risultati soddisfacenti (Peruffo, 2013).

Le *Ristrutturazioni organizzative* consistono in cambiamenti della struttura organizzativa, nelle pratiche o nei processi aziendali e nella riduzione della forza lavoro, realizzate col fine di aumentare l'efficacia e l'efficienza aziendale. Questo genere di operazioni muove da considerazioni prettamente strategiche, quali la necessità di sviluppare un migliore e più flessibile modello di risposta alle mutevoli condizioni aziendali, il bisogno di aumentare le performance attraverso riduzioni dei costi o aumenti di produttività o la volontà di sviluppare una modalità di lavoro globalmente integrata (Balogun, 2007).

Talvolta, parlando di ristrutturazione organizzativa si pone l'accento sull'aspetto più drammatico della questione, ovvero sulla riduzione della forza lavoro, che effettivamente riveste una parte molto significativa degli interventi di ristrutturazione organizzativa operati dalle imprese, specialmente nell'ultimo periodo; nonostante questo genere di interventi sia quasi stato demonizzato è bene precisare che alcune forme di ristrutturazioni, anche quando comportano la riduzione del numero dei lavoratori, sono salutari e necessarie perché riducendo la complessità organizzativa restituiscono efficacia ed efficienza all'impresa. Chiaramente, tattiche “*slash and burn*” (Baccarini e Brunetti, 1997) indiscriminate non sono idonee ad apportare alcun beneficio ai risultati aziendali; è indispensabile agire seguendo una chiara e definita logica di sviluppo per fare sì che la contrazione del perimetro aziendale e la riduzione dei costi gestionali e di struttura comportino miglioramenti nelle performance.

È necessario precisare che benché le ristrutturazioni aziendali siano state suddivise in tre categorie, i confini nell'implementazione delle stesse sono molto meno netti di quanto possa apparire; non è insolito, infatti, che due o anche tutt'e tre le forme di ristrutturazione vengano utilizzate contestualmente all'interno dello stesso progetto strategico.

Come anticipato, molto spesso, il termine “Ristrutturazione” viene associato a situazioni di difficoltà della vita di un'impresa, la quale è costretta ad intraprendere determinate operazioni per superare la crisi e garantirsi la sopravvivenza. Ma qualora questa fosse l'unica motivazione possibile occorrerebbe dare conto di alcune strategie di ristrutturazione realizzate da imprese sane, le quali non essendo affatto compromesse decidono di ristrutturare nell'ottica di un miglioramento delle performance reddituali e di un accrescimento del valore economico intrinseco dell'impresa.

In realtà, le operazioni di ristrutturazione aziendale intraprese dalle aziende assumono tre diverse connotazioni che dipendono dal comportamento che l'azienda assume nei confronti dell'ambiente nel quale opera (Cenciarini, 1998):

1. *Operazioni di ristrutturazione orientate alla risoluzione della crisi.* Sono proprie delle imprese che seguono un comportamento di tipo *passivo* nei confronti dell'ambiente esterno. Questo genere di imprese segue in modo fatalista l'andamento di mercato e rinuncia alla possibilità di prevedere i suoi cambiamenti;
2. *Operazioni di ristrutturazione in risposta a problematiche o segnali di malfunzionamento.* Sono proprie di quelle imprese che assumo un atteggiamento *attivo*, studiando il contesto ambientale e il suo andamento e riuscendo in questo modo ad anticipare i necessari cambiamenti strategici dettati dall'evoluzione ambientale.
3. *Operazioni di ristrutturazione orientate alla creazione di valore.* Tali operazioni vengono considerate operazioni di ristrutturazione in senso proprio e vengono poste in essere allo scopo di rafforzare il posizionamento competitivo da parte di quelle aziende che agiscono in modo *proattivo*, non solo adoperandosi per prevedere i mutamenti ambientali e i necessari adattamenti strategici, ma anche in modo da influenzare detti mutamenti.

1.1. Le operazioni di ristrutturazione nell'ottica della creazione di valore. Il modello del Pentagono McKinsey

Tale impostazione muove dalla consapevolezza che la ristrutturazione aziendale è in grado di colmare il gap tra performance attuali e potenziali e massimizzare il valore di mercato di un'impresa diversificata (Koller, Goedhart, Wessels, 2007) (Grant, 2011).

L'attribuzione di una tale elevata importanza al valore di mercato, e quindi l'adozione di una logica *value-oriented*, da parte dell'Alta Direzione iniziò negli anni Ottanta in concomitanza con l'evoluzione del mercato finanziario. Tale evento, infatti, generò per gli operatori finanziari intenzionati a rilevare e

rilanciare le aziende in difficoltà, sensazionali opportunità di profitto e minacciò, quindi, la sostituzione del management delle stesse aziende in crisi; il management di queste aziende, di fronte a tale situazione, non poté fare altro che adeguarsi alla nuova importanza dei mercati finanziari ed iniziò, così, ad improntare la propria gestione sulla massimizzazione del valore azionario, come unico modo per tutelare la propria posizione (Koller, Goedhart, Wessels, 2007).

Un approccio sistematico all'analisi di questo processo di massimizzazione è proposta dal modello del pentagono elaborato dalla società di consulenza McKinsey & Company (Koller, Goedhart, Wessels, 2007) e rappresentato in figura 2.

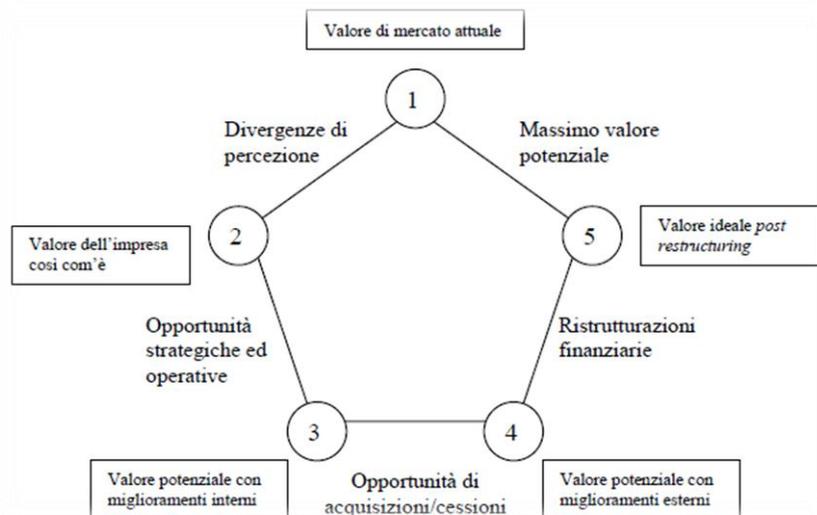


Figura 2. Il Pentagono McKinsey, Fonte: Koller, Goadhart e Wessels (2007).

L'analisi in questione si snoda in 5 momenti fondamentali, nei quali il management di ciascuna impresa ha a disposizione diverse possibilità d'intervento per aumentare il valore aziendale (rappresentato nei 5 angoli della figura) agendo in funzione dell'ottica di un corporate raider esterno.

Il primo passo per realizzare la massimizzazione del valore aziendale consiste nel calcolo del *valore attuale di mercato* che corrisponde al valore del capitale proprio maggiorato del debito.

a. Nella prima fase viene effettuato un confronto tra il valore attuale di mercato precedentemente calcolato ed il *valore economico attuale* (Valore dell'impresa così com'è), basato sulle performance storiche e i business plan esistenti. Scostamenti tra questi due valori riflettono l'esistenza di asimmetrie informative tra la direzione aziendale ed il mercato le quali si traducono in divergenze in merito alla percezione del valore dell'azienda. L'annullamento di tale "gap" non richiede particolari cambiamenti di ordine strategico o operativo ma può realizzarsi semplicemente attraverso l'elaborazione o l'incremento di adeguate strategie di comunicazione rivolte agli azionisti ed agli analisti di mercato.

b. Nella fase successiva rientrano gli interventi modificativi della struttura finanziaria e quelli di tipo strategico ed operativo. Il maggior valore atteso deriva dal recupero di efficienza che si raggiunge a seguito dell'ottimizzazione nell'utilizzo degli asset.

Il valore che l'impresa assume dopo aver colto questo genere di opportunità consiste nel *valore potenziale a seguito a miglioramenti di tipo interno*.

c. A questo punto l'indagine si focalizza sul portafoglio aziendale e calcola le opportunità di miglioramento del valore aziendale attraverso modificazioni dello stesso. Come è noto, questo genere di modifiche consiste sia in operazioni di ridimensionamento, che si esplicano in cessioni e disinvestimenti, che in operazioni di crescita, realizzabili attraverso operazioni di fusione ed acquisizione.

Questo genere di interventi consente all'impresa di conseguire il *valore potenziale con miglioramenti esterni*.

d. Il *valore ideale dopo la ristrutturazione* rappresenta il valore raggiungibile a seguito di tutti i miglioramenti interni ed esterni possibili.

e. Il divario tra il *valore ideale dopo la ristrutturazione* ed il *valore di mercato attuale* rappresenta il profitto potenziale che un eventuale raider esterno potrebbe conseguire attraverso l'implementazione di un'acquisizione ostile. È evidente che maggiore è il gap, maggiori sono le probabilità che l'azienda diventi oggetto di take over.

Questa possibilità rappresenta una reale minaccia per le grandi imprese diversificate e dovrebbe indurre il management a cogliere prontamente le opportunità di ristrutturazione in modo da massimizzare il valore attuale di mercato, scoraggiare take over ostili e mantenere la continuità della propria gestione.

È attraverso una continua elaborazione dell'analisi in questione che l'azienda diventa in grado di cogliere le proprie opportunità di efficientamento ed utilizzare le operazioni di ristrutturazione aziendale come uno strumento fondamentale nella creazione di valore subordinatamente allo sviluppo di una adeguata struttura organizzativa.

1.2. Le operazioni di ristrutturazione nell'ottica di risoluzione della crisi aziendale

In questa seconda categoria rientrano tutte quelle operazioni di ristrutturazione realizzate con il semplice obiettivo di fronteggiare e risolvere situazioni di crisi aziendali.

Prima di entrare nel merito della problematica appare indispensabile chiarire il significato del termine crisi per una maggiore comprensione dell'argomento.

Opinione condivisa è che il fondamentale obiettivo dell'impresa sia l'accrescimento del valore economico; quando dalla valutazione del capitale economico emergono variazioni nulle o negative rispetto alla valutazione

precedente l'azienda è intesa in una fase di difficoltà, poiché è minata la sua capacità di autogenerarsi nel tempo¹(Guatri e Vicari, 1994).

La gravità della situazione economico-finanziaria ci consente di distinguere dalla *crisi* vera e propria la situazione di *declino* che, pur corrispondendo ad una situazione patologica, può rappresentare passaggi fisiologici capaci di dare impulso ad una ristrutturazione volta alla ricostituzione della perdita competitività aziendale.

Sintetizzando, “*Un’impresa è in declino quando perde valore nel tempo*”(Bertoli, 2000); tale affermazione, quindi, non implica necessariamente perdite economiche ma anche perduranti riduzioni dei flussi economici senza prospettive di miglioramenti, se non attraverso specifici interventi.

Ben peggiore è la situazione di crisi “in senso stretto” che riflette una condizione di estrema difficoltà per l'azienda, condizione in cui il deterioramento della situazione economico-finanziaria risulta così difficilmente sanabile che essa si risolve con elevata probabilità nel fallimento aziendale.

Un'azienda in crisi si trova in uno stato di grave instabilità tale che non risulta più in grado di rispettare le condizioni che garantirebbero il suo equilibrio economico. Tali condizioni sono: (Vergara, 1988):

- La capacità della gestione di generare risultati tali da garantire la remunerazione di tutti i fattori coinvolti nell'attività aziendale;
- La capacità della gestione di garantire una remunerazione per il soggetto imprenditoriale oltre che per i fattori produttivi;
- La garanzia che tali risultati siano mantenuti per un intervallo di tempo “soddisfacente”.

Vergara sottolinea come, in realtà, tale definizione sia eccessivamente rigida e non tenga conto di un elemento di fondamentale importanza, ovvero la prospettiva futura dei risultati dell'azienda stessa. In altre parole, egli sostiene

¹ Da Guatri e Vicari, pp. 79-80: La finalità dell'impresa è “*la continuazione dell'esistenza attraverso la capacità di autogenerazione nel tempo, che avviene mediante la continua creazione di valore economico*”.

che si rende necessario considerare non solo l'aspetto "statico" del risultato aziendale, ma anche quello "dinamico" prima di parlare, o meno, di crisi aziendale.

Ad ogni modo, sia che l'azienda si trovi in una situazione di declino che di crisi, il ricorso alla ristrutturazione aziendale trae origine da un'esigenza di recupero delle condizioni necessarie a garantire la sopravvivenza aziendale; sopravvivenza che passa attraverso un miglioramento della redditività aziendale la quale viene a rappresentare uno "strumento" piuttosto che un "fine".

Tale visione, che, come precedentemente affermato, era diffusa prevalentemente negli anni '80 perdura tuttora: le ristrutturazioni aziendali continuano spesso a rappresentare l'ultimo estremo tentativo di salvezza in situazioni nelle quali la sola alternativa possibile è rappresentata dalla liquidazione del patrimonio aziendale.

2. Il Disinvestimento

Nella categoria delle ristrutturazioni di portafoglio il disinvestimento ha guadagnato dagli anni Ottanta in poi una elevata importanza tanto da essere descritto dalla stampa economica del tempo come "*a major tool for asset redeployment*" (American divestment: Back to basics, 1981) (Asset redeployment, everything is for sale now, 1981). (Divestitures: A new business range, 1981).

Lungi dal rappresentare una fattispecie univoca, il termine disinvestimento è associato, sia nella letteratura che nella pratica, ad una serie di accezioni che sottintendono una sostanziale diversità in merito a quella che possiamo definire l'"essenza" dell'operazione. Di disinvestimento, infatti, si parla sia per descrivere operazioni di riduzione o chiusura degli impianti, che di cessazioni o cessioni,

parziali o totali, di business; si può intendere il disinvestimento come operazione “volontaria”, frutto dell’esplicitarsi dell’autonomia decisionale del management, ovvero come operazione “forzosa”, e quindi obbligata dal deterioramento dell’equilibrio economico finanziario o da interventi delle autorità competenti; in ultimo il concetto viene talvolta associato, talvolta opposto a quello di acquisizione.

A ben vedere, gran parte della letteratura ha giustamente evitato di definire il termine “disinvestimento” e la definizione che si ha è stata semplicemente desunta dai contributi che nel tempo sono stati redatti in merito a tale tematica. La ricerca accademica ha più che altro trattato i temi degli antecedenti, delle motivazioni e dei risultati degli interventi di disinvestimento.

Dalle “definizioni” che comunque ne sono emerse si può cogliere una profonda evoluzione che il tema ha subito all’interno della letteratura economica dai primi studi degli anni Ottanta ad oggi; benché, infatti, permangano, soprattutto tra i top manager, sentimenti di rigetto nei confronti del disinvestimento, si è passati dalla tendenza a considerare questa operazione come esclusivamente giustificata da situazioni di crisi aziendale a riconoscerla come una tra tutte le altre decisioni strategiche che l’azienda può intraprendere, indipendentemente dal fatto che l’oggetto disinvestito o l’azienda che disinveste siano in crisi o meno.

Una delle prime interpretazioni del tema faceva riferimento allo schema del circuito finanziario, intendendo il disinvestimento come una mera cessione di immobilizzazioni (industriali, commerciali o finanziarie) decisa e realizzata dal centro di decisione finanziaria ed idonea a concretizzare un flusso monetario, il prezzo di vendita, di cui l’impresa è la beneficiaria e che utilizza per altri scopi (Gilmour, 1973). In tale ottica il disinvestimento discende essenzialmente da considerazioni fondate unicamente sullo stato dei mercati e risulta, per questa ragione, estremamente affine al tema dell’investimento; pur essendo operazioni

di segno opposto si svolgono entrambi all'interno del medesimo processo allocativo.

Una seconda visione non meno semplicistica emerge da Norman (1979) e Di Bernardo e Rullani (1985) i quali vedono nel disinvestimento l'esplicarsi di una volontà di "omeostasi", ovvero la ricerca, da parte dell'impresa, di realizzare atti idonei ad assicurarsi la sopravvivenza. Anche in questo caso, dunque, investimento e disinvestimento configurano due facce della stessa medaglia; questa visione, benché introduca il concetto che l'azienda fonda il suo operato su una preventiva valutazione dei fattori ambientali e competitivi, relega l'operare dell'impresa ad una mera volontà di sopravvivenza, e trascura tutte quelle operazioni eseguite nell'ottica della creazione del valore.

Ancora, nello stesso periodo il disinvestimento è inteso comunemente come l'altra faccia delle operazioni di M&A (Bucholtz, Lubatkin and O'Neil, 1999). Brauer (Brauer, 2006) spiega come:

"...the fact that most divestitures in the 1980s involved previously acquired business led to the common misconception that divestitures are little more than simple mirror images of M&A transaction."

e più avanti nello stesso scritto aggiunge che:

"...this misconception was nurtured by the simplistic assumption that a divestiture of one firm necessarily becomes another firm's acquisition – an assumption that disregards the multiple forms of divestitures (spin-off and carve-outs)."

In merito alla prima affermazione dobbiamo puntualizzare che, come precedentemente affermato, la frenesia che negli anni Ottanta ha spinto numerose imprese a puntare su strategie di crescita tramite M&A ha comportato per esse

momenti di difficoltà risolti molto spesso attraverso cessioni di quelle stesse attività precedentemente acquisite².

Con la seconda affermazione Brauer fa riferimento alla modalità di attuazione dell'operazione ed al profilo del partner che partecipa come acquirente e precisa come non tutte le forme di disinvestimento prevedano la presenza di un *buyer* esterno figura, al contrario, essenziale in un'operazione di M&A; questa è la differenza tra disinvestimento “interno” ed “esterno” (Baroncelli, 1996). Per disinvestimento “interno” si intendono le operazioni di disinvestimento che vengono concluse dalla sola azienda o dal suo gruppo prescindendo da qualsiasi rapporto con entità esterne. Il suo opposto, il disinvestimento “esterno”, è invece la cessione di un'attività, una business unit o una divisione, a soggetti economici esterni all'azienda, cessione resa tanto più possibile quanto più evoluti sono i mercati delle imprese.

I contributi più recenti, incluso quello di Brauer, fanno emergere una nuova visione del disinvestimento, ed in generale di tutte le alternative di Corporate

² Unicamente questo elemento e null'altro giustifica la considerazione di tale operazione come l'immagine riflessa del disinvestimento poiché tra le due operazioni vi sono una serie di differenze molto significative. L'operazione di disinvestimento richiede per un suo effettivo successo determinati adempimenti che possono essere trascurati senza particolari implicazioni negative in un'operazione di M&A. Benché la gestione dei processi di implementazione sia una fase delicata in entrambe le operazioni è evidente che la separazione di un business dall'organizzazione della parent è procedura assai più complessa dell'integrazione di una nuova business unit nella struttura organizzativa del buyer, se non altro per una questione relativa alla tempistica: l'integrazione della nuova business unit avviene in un intervallo temporale che può essere più o meno lungo, ma comunque *successivo* alla chiusura dell'operazione; al contrario, la separazione del business da cedere avviene *precedentemente* rispetto alla chiusura della transazione, il che obbliga il management a gestire contemporaneamente sia la preparazione della transazione che la procedura di separazione. Secondariamente, l'operazione di disinvestimento richiede una efficace gestione della comunicazione con gli stakeholders aziendali; gestione molto meno necessaria nell'ambito di un'operazione di M&A grazie soprattutto al sentimento di approvazione intorno a questo genere di transazioni che rende superflua la “giustificazione” di tale operazione.

Restructuring, imputando a tali operazioni la capacità, non solo di risolvere situazioni di crisi, ma anche di permettere all'impresa di svilupparsi lungo nuovi orizzonti strategici consentendo all'impresa di realizzare il proprio obiettivo di lungo termine consistente nella creazione di valore.

Una delle rappresentazioni migliori del tema, a parere di chi scrive, è quella delineata dalla Berry (Berry, 2010), la quale configura il disinvestimento come una precisa scelta strategica a disposizione del management il quale sceglie non solo sulla base di performance, investimenti e livello di diversificazione, ma anche e soprattutto sulla base di quella che vuole sia la direzione dell'impresa nel futuro.

Altri contributi hanno rigettato definitivamente l'idea del disinvestimento quale mero strumento per correggere errori del passato o risolvere situazioni di crisi, intendendolo, invece, come uno strumento col quale riorganizzare le risorse aziendali nel processo di adattamento all'ambiente e di gestione proattiva delle opportunità che ne derivano (Berry, 2010), (Kaul, 2011) (Dranikoff, Koller and Schneider , 2002) (Peruffo, 2013).

Il disinvestimento: connotati essenziali

Una prima indispensabile differenziazione va fatta, circa l'oggetto dell'operazione di disinvestimento (che chiameremo *target*), tra: il disinvestimento di asset (*divestment*) e il disinvestimento di business (*divestiture*) da parte dell'azienda cedente (che chiameremo *parent*); distinzione che non ha solo una ragione definitoria ma comporta notevoli differenze anche a livello di implicazioni strategiche (Peruffo, 2013):

- a. Col termine *divestment* si intende la cessione di asset fisici e la riduzione della forza lavoro. Strategicamente parlando tale operazione non assume

una grande rilevanza, comportando un aumento solo temporaneo dei flussi di cassa dell'impresa;

- b. Parliamo di *divestiture*, invece, quando si realizza la cessione di una unità di business, di una divisione, di una sussidiaria o anche di una delle attività individuate da Porter nella catena del valore attraverso differenti modalità. Al contrario della precedente, questa operazione, modificando la configurazione del portafoglio aziendale, ha un elevato impatto sulla strategia aziendale e modifica non solo i flussi nel breve periodo ma anche la capacità dell'azienda di realizzare quei medesimi flussi di cassa.

Il *corporate divestiture*, che rappresenta la tipologia di disinvestimento di cui ci occuperemo nel seguito, si realizza attraverso differenti modalità definite *exit strategies*, delle quali si dà immediatamente un breve accenno e che verranno riprese ed approfondite successivamente.

Le modalità principali sono le seguenti:

- Il *Corporate Sell off* consiste nella cessione parziale o totale di un business, una divisione o una sussidiaria ad un terzo (uno o più individui oppure una o più imprese) che si conclude col pagamento da parte dell'acquirente tramite cassa o scambi azionari;
- Il *Corporate Spin off* è una transazione per mezzo della quale la parent scinde l'impresa e crea nuova/e entità legali le cui azioni vengono distribuite pro-rata ai vecchi azionisti della parent;
- L'*Equity Carve Out* è un'operazione comunemente definita "*partial IPO*" poiché rappresenta la quotazione tramite un'*Initial Public Offering* del business disinvestito da parte della parent, grazie alla quale essa cede sul mercato una partecipazione minoritaria della target.

Tramite le operazioni di disinvestimento la parent può porsi nei confronti dell'area d'affari della target in tre modi diversi, nel dettaglio, può eliminare, ridimensionare o modificare la propria presenza nella stessa.

Sulla base di tale ragionamento distinguiamo la nozione di *disinvestimento in senso stretto* da quella di *disinvestimento in senso lato* (Baccarini e Brunetti, 1997).

Si parla di disinvestimento in senso stretto quando l'operazione della parent si risolve in una riduzione o in un annullamento della presenza dell'impresa in una determinata area d'affari ed emerge l'intenzione dell'impresa di ridurre la propria capacità produttiva. Quando invece l'impresa mantiene la propria offerta invariata pur avendo intrapreso operazioni di disinvestimento parliamo di disinvestimento in senso lato poiché il disinvestimento interessa in questi casi solamente determinate fasi del processo produttivo.

3. Perché il disinvestimento dovrebbe creare ricchezza?

Numerosi studi nell'ambito del Corporate Restructuring si sono occupati di verificare l'effettiva capacità delle operazioni di disinvestimento di creare valore, affermazione più volte sostenuta in precedenza e che grazie a studi realizzati dalla ricerca accademica trova il suo fondamento.

3.1. Le evidenze del Disinvestimento nella Creazione del Valore

La potenzialità dei disinvestimenti di creare valore sia nel lungo che nel breve termine è stata dimostrata da numerose ricerche accademiche realizzate su imprese sia quotate che non.

Uno studio effettuato all'inizio degli anni 2000 su 370 aziende (Mulherin and Boone, 2000) ha dimostrato l'effettiva presenza di un *positive excess return* nel periodo dell'annuncio dell'operazione.

	Totale	Spin off	Carve out	Sell off
N° delle operazioni	370	106	125	139
Media Excess Return	+3%	+4.5%	+0.9%	+1.6%

Figura 3. Rendimento di mercato dopo l'annuncio dell'operazione. Fonte: Koller, Goadhart e Wessels (2007).

Dalla Fig.3 emerge chiaramente la presenza di un rendimento di mercato positivo nel breve termine nei giorni seguenti all'annuncio dell'operazione. Parte delle aziende esaminate nella gestione del proprio portafoglio di business adotta un approccio di tipo reattivo, per il quale tali operazioni vengono effettuate solo in risposta a elevate pressioni dell'ambiente sulla parent o sulla stessa unit. L'impostazione orientata al breve termine seguita da tale studio non consente, tuttavia, di individuare se vi siano gap tra i rendimenti conseguiti da aziende del genere ed aziende che invece adottano un comportamento di tipo proattivo.

Tale discrepanza è emersa, invece, chiaramente in uno studio condotto su 200 aziende statunitensi sulle operazioni da loro effettuate tra gli anni Novanta e Duemila (Brandimarte, Fallon and McNish, 2001). Lo studio mostra come le aziende che seguono un approccio di tipo reattivo conseguano dei risultati inferiori rispetto a quelle aziende che invece seguono un approccio di tipo proattivo, nelle quali la frequenza e l'importanza delle operazioni di disinvestimento è la medesima rispetto alle operazioni di M&A .

3.2. *Da cosa discende il valore creato?*

Nel seguito cercheremo di spiegare da dove emerga il valore che è stato dimostrato venir liberato grazie alle operazioni di Disinvestimento Aziendale.

Per adempiere a tale obiettivo inizieremo la nostra indagine da un importante contributo risalente al 1985 di due studiosi premi Nobel per l'Economia: Franco Modigliani e Merton Miller; contributo noto come "*Teorema di Modigliani Miller*".

Tale teorema, che rappresenta una pietra miliare della moderna Finanza Aziendale, dimostra come il valore economico di un'impresa (ovvero il valore di mercato delle sue azioni e dei suoi debiti) non dipenda dalle sue scelte di copertura finanziaria, né dalle politiche di dividendi adottate, ma unicamente dalla qualità degli investimenti effettuati.

Effettivamente, tale teorema è verificato solo qualora si verificano tre ipotesi altamente stringenti le quali sono state oggetto di studio da parte della gran parte delle ricerche di finanza aziendale seguenti il 1985 che hanno "smentito" la presenza di tali ipotesi nei moderni mercati:

- 1) Massima efficienza del mercato dei capitali (i mercati sono perfetti, privi di costi di transazione e asimmetrie informative);
- 2) Assenza del costo del fallimento;
- 3) Assenza di imposte.

Nonostante la fragilità delle ipotesi sulle quali tale contributo si fonda, esso continua ad essere di fondamentale importanza e può a nostro avviso essere anche applicato alla ricerca sulla Corporate Restructuring e sul Disinvestimento.

Da tale contributo discende l'assunzione che in un mondo privo di asimmetrie informative e costi di transazione la struttura organizzativa sia irrilevante (Weston, 2013). In altre parole, discende che sia che l'impresa sia composta da n divisioni, sia che queste n divisioni costituiscano imprese separate il valore delle divisioni sommato sarà il medesimo.

In realtà, sappiamo bene che le ipotesi sulle quali tale teorema si basa sono molto fragili e se l'esistenza di tassazione o l'esistenza del costo del fallimento sono elementi che poco rilevano nel nostro campo d'indagine, l'esistenza delle

imperfezioni del mercato non può essere trascurato; in sostanza, l'esistenza di tali imperfezioni del mercato rende il valore di un'impresa *non indipendente* dall'organizzazione dell'impresa stessa.

La possibilità di sfruttare le operazioni di disinvestimento per liberare valore rappresenta evidentemente un vantaggio per l'impresa stessa ed è in questo senso che, benché il Teorema di M&M sia "irrealistico", esso manifesta pienamente la sua utilità. Il fine del contributo in esame non è, evidentemente, quello di dimostrare che la scelta della struttura organizzativa (o finanziaria) sia irrilevante ai fini del valore aziendale bensì quello di focalizzare l'attenzione su ciò che è necessario fare perché rilevante lo diventi. Questo obiettivo, che emerge chiaramente dalle parole di Miller di qualche anno dopo:

“L'idea che la struttura finanziaria sia letteralmente irrilevante o che nulla conta nella finanza aziendale (...) è molto lontana da ciò che abbiamo detto riguardo alle applicazioni reali e concrete delle nostre proposizioni teoriche. Adesso penso che forse avremmo dovuto sottolineare maggiormente l'importanza dell'altro lato della medaglia, il lato più ottimistico del “nulla conta” : identificare ciò che non conta, può anche identificare, di conseguenza, ciò che conta”

è quello che noi stessi ci poniamo in questa sede.

In sostanza, da quanto appena detto emerge che non è pienamente corretto affermare che il valore di un'azienda non dipenda dalla sua struttura organizzativa perché nella realtà non sono verificate le ipotesi assunte da Modigliani e Miller; sulla base di tale affermazione possiamo costruire il nostro ragionamento, spiegando perché l'assenza di quelle stesse ipotesi origina il valore che abbiamo visto emergere da tali operazioni.

Nella tabella sottostante (Fig.4) abbiamo voluto sintetizzare i contributi sui quali ci baseremo per fare una rassegna in merito all'argomento prepostoci.

TEORIA	AUTORI	NESSO
Incentivi e costi del monitoraggio -Teoria dell'Agenzia-	Alchian e Demsetz (1972) Jensen e Mackling (1976)	Aumentando gli incentivi manageriali o le possibilità di monitoraggio del loro operato aumenta l'efficienza e quindi la somma del valore degli assets.
Teorie dell'informazione e del segnale	Myers e Majulf (1983) Nanda (1991)	Rivelare informazioni riservate può rappresentare un segnale positivo, apportando, così, incrementi nel valore aziendale.
Costi di transazione (CdT)	Coase (1937)	La scelta tra produrre internamente o ricorrere al mercato dipende dai CdT; intuitivamente, le ristrutturazioni rispondono a cambiamenti nei Cdt.

Figura 4: Le teorie alla base della creazione di valore tramite Disinvestimento. Fonte: Elaborazione personale

3.2.1. Incentivi e costi del monitoraggio - Teoria dell'agenzia –

La spiegazione che deriva dalla Teoria dell'agenzia rappresenta quella che più spesso viene utilizzata per spiegare le ragioni che inducono a ricorrere alle operazioni di disinvestimento.

All'interno delle grandi imprese diversificate il problema di agenzia riguarda il rapporto tra due diverse classi di soggetti:

1. *Principal & Agent*. Tale rapporto è quello più frequente nella gran parte delle imprese nelle quali il Principal è rappresentato dagli azionisti e l'agent dal management dell'azienda.
2. *Principal & Principal*. Tale rapporto, che deriva dalla presenza di diverse categorie di azionisti nella compagine aziendale, origina conflitti tra gli azionisti di minoranza e quelli di maggioranza.

Per *relazione d'agenzia* intenderemo nel seguito solamente il rapporto che lega il Principal all'Agent e quindi quelle relazioni nelle quali una o più persone (*principal*, nel nostro caso gli azionisti) delegano un'altra od altre persone (*agent*, nel nostro caso il management) ad agire per proprio conto, attraverso la cessione della propria autorità decisionale (Jensen and Meckling, 1976).

Il punto focale della teoria dell'agenzia è che si assume:

- Una sostanziale divergenza tra gli obiettivi dell'agente e quelli del principal;
- Una serie di problemi di osservabilità dei comportamenti dell'agent e di asimmetrie informative a scapito del principal.
- Una differente propensione al rischio tra agent e principal.

Tali problematiche inducono a sostenere determinati costi così da rendere i comportamenti dell'agent compatibili con l'obiettivo aziendale; tali costi, noti come *costi di agenzia*, sono secondo Jensen e Meckling (1976):

- a. *Costi di controllo* (noti anche come costi di sorveglianza e incentivazione) sostenuti dal principal per indirizzare il comportamento dell'agent³;

³Si ricordano a titolo di esempio i Sistemi di Incentivazione legati agli obiettivi degli azionisti. Tale sistema di remunerazione prevede la sottoscrizione di accordi contrattuali che collegano la retribuzione del management con l'andamento delle performance aziendali. Tale sistema, che consiste ad esempio nella distribuzione di quote azionarie, stock option o remunerazione variabile consente di allineare gli obiettivi tra agent e principal in particolare in quelle situazioni in cui il management ha una minore propensione al rischio rispetto agli azionisti rendendo più vantaggioso per la classe manageriale stessa prestare maggiore attenzione relativamente alle decisioni. In realtà, però, gli scandali finanziari avvenuti a causa di comportamenti del top management resi possibili dalle asimmetrie informative hanno dimostrato

- b. *Costi di riassicurazione* sostenuti dall'agent per manifestare la propria obbligazione e per assicurare il principal in merito all'impegno preso o per assicurare un risarcimento qualora pongano in essere comportamenti lesivi dell'interesse del principal;
- c. *Costi residuali*, rappresentati dal costo opportunità misurato tra il risultato che si è avuto e quello che si sarebbe avuto in termini di utilità per il principal qualora l'agent avesse seguito il comportamento finalizzato alla massimizzazione dell'utilità del principal. Nonostante, infatti, i costi sostenuti dalle due parti vi saranno certamente divergenze tra il comportamento adottato e quello che avrebbe massimizzato l'utilità del principal.

Una delle situazioni nelle quali la possibile divergenza di interessi si realizza in misura maggiore è quella in cui le imprese realizzano elevati *free cash flow*, definiti come“(...) *cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital*(Jensen, 1986).”

Perseguire l'interesse degli azionisti significherebbe distribuire tale flusso di cassa pagando dividendi o riacquistando azioni proprie dell'impresa che si gestisce; in realtà Jensen dimostra come il management non distribuisca tale flusso di cassa ma lo trattenga, creando delle risorse finanziarie in grado di renderlo autonomo e fuori dal controllo del mercato dei capitali.

La questione ben si collega col tema delle strategie di diversificazione poiché i manager sono soliti utilizzare tale FCF per aumentare le dimensioni del proprio “impero”, spinti da diverse ragioni:

che superare i problemi di agenzia tramite le soluzioni che la teoria stessa individua risulta effettivamente molto problematico.

- Un sistema di incentivi orientato al breve termine che anziché allineare l'operato dell'agent agli interessi del principal attribuisce al management una maggiore discrezionalità di diversificare oltre quel livello che massimizza l'utilità per gli azionisti;
- Il vantaggio in termini reputazionali che deriva dall'intraprendere un'operazione sinonimo di elevate capacità e competenze;
- L'opacità che deriva dalle operazioni di diversificazione. Mentre gli azionisti sono orientati a ridurre il rischio dei propri investimenti diversificando in business negativamente correlati il management occulta tale rischio aumentando la grandezza del portafoglio di business e celando performance negative dietro performance positive di altri business.

Come precedentemente spiegato gli azionisti non sono in grado di controllare perfettamente l'operato del management né di orientarlo verso la massimizzazione della propria utilità; per questa ragione talvolta si assiste a riduzioni della profittabilità delle imprese nel medio/lungo periodo quando il management persegue il proprio obiettivo di crescita dimensionale senza validi supporti strategici.

Tale impostazione evidenzia chiaramente come il ricorso al processo di disinvestimento possa comportare la crescita del valore aziendale attraverso la riduzione dell'eccessiva diversificazione derivante dal rapporto di agenzia e l'aumento della perduta trasparenza aziendale. Ulteriori vantaggi sono ravvisabili nelle possibilità di elaborare un piano di incentivazione più efficace, di rendere più efficaci i meccanismi di corporate governance e di ridurre il rischio di scalate grazie all'aumento di valore che segue l'eliminazione delle inefficienze.

3.2.2. Teoria dell'informazione e del segnale

Il contributo di Myers e Majulf (1983) evidenzia come la classe manageriale sia costantemente in possesso di informazioni private in merito alle opportunità di

investimento della propria impresa e sui ricavi che da tali investimento deriverebbero. Tale caratteristica comporta l'esistenza di un'asimmetria informativa tra gli investitori e l'impresa che viene talvolta superata dal management attraverso l'adozione di determinati comportamenti come “*segnale*”, rivolto agli investitori esterni, finalizzato a rivelare l'informazione in questione.

Problema non trascurabile discende dalla non univocità nell'interpretazione di tale comportamento, che rende effettivamente complesso per il management definire quali comportamenti adottare per consentire la corretta interpretazione dell'informazione privata.

Benché tale contributo consideri principalmente gli aspetti relativi alla struttura finanziaria, possiamo facilmente estendere tale ragionamento a qualsiasi azione dell'impresa, a partire dalle operazioni di Corporate Restructuring; è in questo senso che le operazioni di disinvestimento possono essere considerate come dei *segnali* delle informazioni che il management possiede.

Sulla base di tale contributo è possibile spiegare la ragione per la quale l'annuncio dell'operazione di disinvestimento nota come *Equity Carve-Out* sia accolta dal mercato con particolare entusiasmo. L'annuncio in questione, che rappresenta chiaramente un *segnale* che viene inviato dal management al mercato circa il valore del patrimonio esistente (Nanda, 1991), viene interpretato positivamente sulla base della considerazione che il fatto che la parent detenga per sé gran parte delle azioni dell'unità disinvestita è indice della fiducia che essa ha nei confronti di quest'ultima, fiducia che il mercato considera basata su rilevanti informazioni private.

3.2.3. Teoria dell'impresa – I Costi di Transazione

Tale impostazione si basa sul geniale contributo di Coase il quale, nel 1937, tenta di dare conto dell'esistenza dell'impresa. Egli individua nell'esistenza di costi d'uso associati al mercato la motivazione che spinge i soggetti economici ad organizzarsi in organizzazioni formali anziché operare per proprio conto attraverso scambi di mercato.

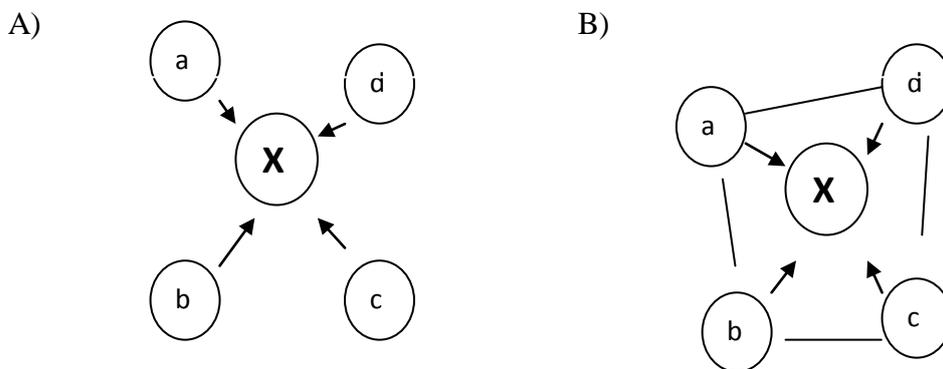


Figura 5: L'organizzazione della produzione. Fonte: elaborazione personale

La figura 5 riportata sopra rappresenta la modalità di organizzazione della produzione in imprese che operano sul mercato, nel dettaglio:

- Produzione A) La produzione è organizzata da un'impresa con un agente al vertice;
- Produzione B) La produzione è organizzata attraverso scambi di mercato tra tutti gli agenti economici

Tali costi d'uso del mercato, noti come Costi di Transazione (CdT), che derivano dall'esistenza di incertezza e da imperfetta ed incompleta informazione, sono:

- 1) Costi di ricerca dei prezzi rilevanti

- 2) Costi di ricerca della controparte
- 3) Costi legati alla negoziazione
- 4) Costi legati all'incapacità di stipulare contratti completi⁴

Tali costi sono evidentemente fonte di inefficienza in quanto le risorse aziendali vengono investite in attività che non sono le migliori possibili.

Alla luce di ciò appare evidentemente più profittevole ricorrere al mercato interno che possiede una maggiore efficienza per tre motivazioni principali:

- 1) Le aziende monitorano in modo migliore i processi allocativi;
- 2) Le informazioni possedute in merito alle opportunità d'investimento interne sono migliori;
- 3) Le aziende sembrano fornire il capitale con maggior regolarità.

L'ipotesi dell'esistenza dei CdT giustifica, quindi, l'esistenza dell'impresa ma non chiarisce per quale ragione non esista un'unica grande impresa che organizzi tutta la produzione ed abbia le dimensioni dell'intero sistema economico. In realtà, infatti, le imprese hanno un limite dimensionale e partecipano con le altre imprese a scambi che si verificano sul mercato.

Coase spiega tale fenomeno introducendo un'altra tipologia di costi associata all'utilizzo del sistema della gerarchia, che controbilancia l'aumento dimensionale dell'impresa: i costi di *organizzazione*.

I costi organizzativi legati all'utilizzo dell'impresa sono:

- 1) Costi di coordinamento;

⁴ Un contratto è "completo" quando (Milgrom and Roberts, 2005):

- definisce qualsiasi condizione e situazione possibile;
- definisce perfettamente gli obblighi delle parti di fronte a tutte le possibili circostanze.

Tali caratteristiche rendono "incompleto" qualsiasi contratto che le controparti possono stipulare per le seguenti ragioni:

- incapacità / impossibilità di prevedere tutte le possibili circostanze
- seppur non sia possibile individuare tutte le possibili circostanze, anche individuarne un numero particolarmente elevato porterebbe elevati costi di contrattazione;
- imprecisione del linguaggio;
- variabili non osservabili;
- presenza di asimmetrie informative tra le parti che stipulano il contratto.

- 2) Costi di programmazione e controllo;
- 3) Costi derivanti da asimmetrie informative e razionalità limitata degli individui;
- 4) Costi di predisposizione ed implementazione di meccanismi incentivanti gli individui.

In sostanza, Coase riduce il problema relativo alla dimensione dell'impresa ad una questione di ordine matematico: all'aumentare dell'internalizzazione il costo d'uso diminuisce, ed aumentano i costi organizzativi; la dimensione esatta dell'impresa viene individuata dall'incrocio di queste due funzioni contrapposte. L'individuazione di questo "punto di equilibrio dimensionale" è in grado di assicurare all'impresa la massima efficienza perseguibile da un'impresa che opera in determinate condizioni ambientali. Un cambiamento di tali condizioni costringerebbe l'impresa a modificare la propria dimensione, e quindi struttura organizzativa, per rendersi nuovamente idonea ad operare nelle mutate condizioni di contesto.

Secondo tale ottica, quindi, la creazione di valore documentata a seguito di operazioni di disinvestimento deriverebbe almeno in parte dalla rinnovata competitività che discende dalla modificazione della struttura aziendale in caso di cambiamenti che impattano sui fattori che determinano i costi d'uso del mercato e quelli organizzativi.

Nel dettaglio, ad esempio, variazioni nei costi di coordinamento di una certa business unit possono indurre l'impresa a modificare il proprio portafoglio di business. Nella fattispecie, un aumento degli stessi può giustificare il disinvestimento di tale business unit e il ricorso al mercato da parte dell'impresa per approvvigionarsi di quel particolare bene o servizio che l'unità in questione assicurava.

In sostanza, tale impostazione individua nei cambiamenti ambientali che influiscono sui fattori determinanti costi d'uso e costi organizzativi ciò che spinge l'azienda a modificare il proprio portafoglio di business, o a ristrutturare

l'azienda in maniera alternativa, ed il valore che ne discende deriva dal rinnovato "equilibrio" tra le due categorie di costi.

In definitiva, la teoria dell'impresa identifica il disinvestimento come uno degli strumenti principali in grado di perseguire la dimensione aziendale ottimale.

4. Le cause e le motivazioni strategiche

A partire dagli anni Settanta sono stati sviluppati, grazie all'apporto di importanti società di consulenza, innovativi strumenti di gestione aziendali in grado di fornire al management indicazioni in merito alle strategie da seguire e ai criteri con i quali allocare le risorse tra i vari business aziendali.

Tali strumenti partono dal presupposto che, nell'ambito della scelta della strategia di corporate, ciascuna business unit sia da considerare separatamente ed appaiono ad un primo esame particolarmente utili per la ponderazione di scelte in merito alle strategie di Corporate Restructuring.

In realtà, benché tali strumenti forniscano utili indicazioni sulla situazione di ciascun business, né nella teoria né nella pratica essi sono assunti come metodo guida nella scelta della strategia da compiere, almeno nell'ambito delle operazioni di disinvestimento.

L'evidenza empirica, in particolare, evidenzia come le unità oggetto di disinvestimento non posseggano tutte le medesime caratteristiche in termini reddituali, non abbiano tutte la medesima quota di mercato né partecipino nello stesso modo alla creazione di valore nell'ambito delle realtà aziendali di riferimento.

Gli strumenti di cui si parla sono le cosiddette "*Matrici di Portafoglio*".

Tutte le matrici giungono ad una valutazione delle singole business unit riferendosi a due dimensioni distinte:

- Una dimensione interna, che considera la posizione competitiva rispetto ai concorrenti;
- Una dimensione esterna, che considera il profilo del settore di appartenenza in termini di attrattività.

Le matrici più utilizzate sono elencate nella seguente tabella (Fig.6) la quale riassume, inoltre, le variabili utilizzate per rappresentare le due dimensioni precedentemente spiegate e il numero dei quadranti delle stesse.

Matrice	Dim. Esterna	Dim. Interna	N° Quadranti
BCG	Crescita del mercato	Quota di mercato <i>relativa</i> ⁵	4
G.E. McKinsey	Attrattività del settore	Punti di forza del business – Forza competitiva	9
Shell	Redditività prospettica del settore	Capacità competitive dell'impresa nel business	9
Artur D. Little	Stadio del ciclo di vita	Posizione competitiva	20

Figura 6. Le principalimatrici di portafoglio. Fonte: Adattamento della figura Collins, Montgomery, Invernizzi, Molteni (2012).

La matrice BCG suggerisce di fondare le scelte strategiche aziendali sui concetti di quota di mercato e tasso di sviluppo delle vendite; consigliando, nel dettaglio,

⁵ La quota di mercato è il rapporto tra il fatturato dell'impresa e il fatturato realizzato complessivamente dalle imprese che rientrano nel settore di riferimento. La quota di mercato relativa viene calcolata dividendo la quota di mercato per la quota di mercato del concorrente principale.

il disinvestimento quando il basso livello di entrambe tali dimensioni realizzano una situazione di ridotta redditività del business.

L'operazione di disinvestimento permetterebbe (Reboa, 1996):

- a. di accrescere redditività e tasso di crescita dell'intero portafoglio;
- b. di ristabilire la liquidità aziendale.

Lo svantaggio fondamentale di tale matrice, comune anche alle altre, consta, a nostro avviso, nell'assenza di una visione unitaria da un punto di vista strategico. Considerare ciascun business come un elemento a sé stante rischierebbe di trascurare le interdipendenze, le sinergie e le competenze racchiuse in una realtà aziendale.

Considerando, invece, *la matrice G.E. McKinsey* lo svantaggio che emerge nell'utilizzo di tale strumento nell'elaborazione di una strategia di Ristrutturazione è legato alla componente soggettiva necessaria per la creazione della matrice. La collocazione di un business in un quadrante piuttosto che nell'altro deriva da scelte puramente *soggettive* del soggetto incaricato di realizzare il prospetto; tale elemento si traduce nelle giustificate remore del management a considerare la matrice di effettiva utilità.

Il medesimo problema è ravvisabile nella *matrice Shell*, la quale, contraddistinguendosi dalla McKinsey unicamente per l'uso di variabili semplici, anziché complesse, incorre negli stessi problemi di soggettività.

In ultimo, la principale critica rivolta all'utilizzo della *matrice Artur D. Little* come guida nell'ambito delle scelte di disinvestimento muove dal fatto che esso si basa sul concetto delle Fasi del ciclo di vita⁶. Secondo tale impostazione, per ogni fase esiste un livello di posizione competitiva che rende consigliabile ritirarsi o disinvestire.

⁶ Tale concetto ipotizza che il volume delle vendite di ciascun prodotto (o settore o business) si articola tipicamente in quattro fasi fondamentali: introduzione, sviluppo, maturità e declino.

Il problema che emerge in tale impostazione consiste nella possibilità di una confusione tra quello che appare il declino nel volume delle vendite e una semplice fase di negatività congiunturale superabile (Dhalla and Yuspeh, 1976) che comporterebbe, anziché il rilancio dell'attività il suo disinvestimento.

Discorso a parte va fatto per la matrice Makaron, la quale in virtù della sua maggiore complessità risulta difficilmente sintetizzabile nella tabella precedente; tale matrice si differenzia, inoltre, da tutte le altre poiché prevede un cambiamento nella prospettiva adottata la quale presuppone che il criterio per la valutazione di una strategia sia la sua capacità di creare valore a favore degli azionisti dell'impresa.

I criteri utilizzati dalla matrice Makaron sono:

- la redditività del capitale proprio (considerata rispetto al *costo* del capitale proprio);
- il tasso di crescita dell'impresa (considerato rispetto al tasso di crescita del *mercato*).

In tale impostazione le attività da disinvestire sono quelle caratterizzate da ridotta quota di mercato⁷ e performance negativa rispetto al valore⁸.

Il maggior limite associato a tale matrice è relativo alle implicazioni indirette di una eventuale decisione di disinvestimento sul valore aziendale; oltre alla mera individuazione del valore è necessario considerarne, infatti, sia il valore strategico delle attività che le alternative d'impiego e i relativi ritorni sul capitale proprio.

A fronte degli svantaggi fin qui emersi appare ovvia la ragione per cui tali strumenti non vengono utilizzati in fase di elaborazione delle strategie; ed è lo

⁷ Tale situazione si verifica quando il tasso di crescita dell'impresa (g) è inferiore al tasso di crescita del mercato (G)

⁸ Tale situazione si verifica quando il ritorno sul capitale proprio (ROE) inferiore al costo del capitale proprio (Kr)

studio dell'evidenza empirica, al contrario, a suggerirci una serie di motivazioni che effettivamente guidano la scelta di disinvestimento, delle quali segue una riclassificazione, nella cui esposizione abbiamo seguito l'elaborato di Baroncelli (1996) (Baroncelli, 1996).

Abbiamo ritenuto utile suddividere tali cause in categorie ed abbiamo individuato tre fattispecie: i disinvestimenti volontari, involontari e i disinvestimenti intrapresi per la risoluzione delle crisi aziendali.

4.1. I disinvestimenti "volontari"

Le operazioni in questione sono proprie di tutte quelle aziende in cui vi è una gestione proattiva del portafoglio di business, per cui vi è un continuo adattamento all'ambiente esterno in continuo mutamento. In queste circostanze, i disinvestimenti rappresentano solo una delle possibili operazioni strategiche tra le quali l'azienda può scegliere esprimendo al massimo grado la propria discrezionalità; solitamente tale operazione è parte di un processo più grande che si conclude con una radicale trasformazione dell'azienda stessa.

Segue un elenco di tutte le cause di disinvestimento volontario.

a. Rifocalizzazione dell'attività – Smaltimento di una conglomerata

Il trentennio successivo al termine della Seconda guerra mondiale fu un periodo di forte sviluppo economico per tutto il mondo industrializzato; le grandi imprese americane, europee ed asiatiche, diedero un significativo impulso al loro sviluppo grazie a consistenti operazioni di diversificazione, che molto spesso si traducevano in acquisizioni di aziende operanti in aree anche molto distanti dal core business dell'azienda acquirente. Nacquero in questo clima le prime grandi imprese conglomerate, con l'intento di sfruttare le potenzialità offerte da politiche di diversificazione e conseguire vantaggi di tipo competitivo. Tale

tendenza venne invertita bruscamente a partire dalla fine degli anni Settanta e mantenuta tutti gli anni Ottanta, quando, l'aumentata competitività e i frequenti cicli recessivi spinsero le imprese a dismettere quelle attività non strategicamente correlate al core business aziendale poiché tale diversificazione troppo spesso si traduceva in quel fenomeno che verrà definito "sconto di diversificazione"⁹.

La presenza di numerosi business non strettamente correlati, aumentando i costi di coordinamento, riduce l'efficienza nello sfruttare elementi di correlazione tra le diverse business units e rende complesso per il management non solo individuare le opportunità connesse a ciascun business, ma anche fare sì che essi vi dedichino il giusto tempo e la necessaria attenzione. Generalizzando, quindi, una delle motivazioni che conducono al disinvestimento è la volontà di recuperare la coerenza strategica nell'uso delle risorse tra le diverse attività aziendali in modo da tornare a creare valore per l'azionista piuttosto che distruggerlo.

Talvolta la necessità di ricorrere alla rifocalizzazione può nascere anche da problemi aziendali di carattere commerciale ovvero organizzativo; nel primo caso rientrano tutte quelle situazioni in cui l'azienda presenta problemi nella gestione commerciale di una determinata attività la cui soluzione si individua nel disinvestimento dell'unità in questione, mentre nel secondo rientrano, ad esempio, i problemi di quelle aziende che si sono formate tramite acquisizioni esterne e trovano poi difficoltà nell'organizzare tutti i business.

⁹Tale effetto venne rilevato negli anni Novanta da diversi studiosi, tra cui Lang e Stulz. La metodologia da essi seguita fu quella di confrontare la capitalizzazione corrente di un'impresa diversificata con la somma dei valori relativi a ciascun segmento di business, attribuendogli il prezzo di mercato al quale essi venivano venduti. Lo sconto così ottenuto, che ammontava in media al 20%, dimostrava che la diversificazione distruggeva valore anziché crearlo. Benché ulteriori studi abbiano avvalorato questa tesi nel corso degli anni, per molti studiosi essa contiene almeno due vizi. Uno di ordine metodologico: i singoli business dell'azienda diversificata vengono confrontati con imprese che sono le uniche sopravvissute in un determinato mercato; ciò può spiegare una eventuale differenza tra i risultati (*distorsione da sopravvivenza*); l'altro in materia di "*definizione settoriale*": a parere di numerosi studiosi non è agevole stabilire con esattezza i confini di ciascun business. Ulteriore riflessione che la critica mette in luce è legata ad una *direzione di causalità*: la performance insoddisfacente di un business è l'esito della diversificazione o ne è la causa?

b. Considerazioni finanziarie

Operazioni di disinvestimento possono essere realizzate col duplice scopo di finanziamento o di riduzione del grado di leverage (Baroncelli, 1996).

La prima motivazione comunque non appare sufficientemente valida; le imprese che necessitano di finanziamenti per realizzare investimenti suscettibili di creare valore, infatti, troverebbero più conveniente rivolgersi al mercato, piuttosto che smembrarsi deliberatamente, sia perché questo verrebbe valutato negativamente dal mercato, sia perché l'impresa dovrebbe accollarsi tutti gli oneri che il disinvestimento comporta.

Al contrario, disinvestire per ridurre un elevato grado di indebitamento appare una buona alternativa: agire in questo senso si rivela necessario soprattutto quando l'aumento del costo del capitale, causato da un incremento nel grado di leverage, diventa potenzialmente in grado di minare l'integrità finanziaria anche delle attività annesse al core business.

c. Considerazioni reddituali

Assumendo una prospettiva focalizzata su aspetti reddituali, il disinvestimento viene realizzato allo scopo di recuperare le condizioni di redditività ed in generale di equilibrio aziendale¹⁰. In realtà, è bene precisare che una tale considerazione può non essere univocamente riconosciuta in quanto la valutazione della redditività aziendale avviene non in termini assoluti, bensì relativi; infatti, un business valutato come scarsamente reddituale può non essere necessariamente in perdita, ma risultare redditualmente inferiore se comparato con altri business di altre aziende.

Il beneficio derivante dal disinvestimento di unità scarsamente performanti, comunque, non dipende tanto dai ricavi che potrebbero derivare dalla cessione, quanto dal fatto che un determinato ammontare di capitale viene liberato dalla

¹⁰ Per una trattazione più esaustiva del tema si veda il paragrafo 1.2

sua destinazione ad un business poco profittevole e può venire dirottato al soddisfacimento di fabbisogno di capitale di unità più profittevoli o essere utilizzato per un miglioramento della struttura di capitale aziendale.

In ogni caso, per poter estrarre valore da un'operazione di disinvestimento di attività scarsamente redditive è necessario che essa si fondi su considerazioni di carattere strategico; è necessario, in altre parole, che il confronto tra la valutazione di mercato del business risulti superiore al valore attuale dei suoi flussi di cassa attesi; come infatti suggeriscono Markides e Berg (1992) non vi è ragione di supporre che operazioni prive di fondamento strategico conducano ad un miglioramento nell'efficienza.

d. Conseguire maggior trasparenza sul mercato

Frequentemente, la presenza di numerosi business all'interno delle imprese fortemente conglomerati impedisce al mercato di valutarli adeguatamente comportando spesso una sottostima anche di quei business che sono particolarmente performanti da un punto di vista economico-finanziario.

L'isolamento di tale unità di business consente agli azionisti una sua reale e inequivocabile valutazione e genera in taluni casi flussi di cassa per gli azionisti.

e. Difesa da un takeover

Il disinvestimento è una delle strategie difensive più frequentemente utilizzate dalle imprese quotate per difendersi da acquisizioni ostili. Tecnicamente operazioni di questo tipo sono riconosciute come “difese kamikaze” e individuano politiche per le quali l'impresa in questione preferisce distruggersi o smembrarsi piuttosto che divenire oggetto di acquisizioni indesiderate.

Le manovre di difesa tramite disinvestimento sono due:

- *Terra bruciata*: l'impresa cede una parte significativa delle proprie attività per scoraggiare il takeover;

- Disinvestimento dei “*crown jewellery*”, ovvero dei “gioielli della corona”: l’impresa cede i rami d’azienda o le immobilizzazioni più appetibili e di maggior valore per colui che intraprende il tentativo di takeover.

f. Cessione di business non desiderati derivanti da precedenti acquisizioni

Molto spesso, le aziende che acquisiscono trovano all’interno del proprio portafoglio di business attività dell’impresa acquisita non in linea con il proprio orientamento strategico. Frequentemente questi business divengono oggetto di cessione, strategia che consente all’impresa acquirente, sia di ottenere fondi per finanziare parte dell’acquisizione che di liberarsi di business che avrebbero comportato distrazioni per il management obbligato a gestire asset non strategici.

g. Mietitura di passati successi imprenditoriali

Alcuni disinvestimenti rappresentano la mietitura di passati investimenti di successo. Il successo in questione può discendere da due possibilità:

- l’investimento in questione era stato posto in essere con l’obiettivo di acquisire determinate competenze, assunte le quali, la presenza del business nell’azienda acquirente non ha più senso;
- l’unità in questione era stata acquisita a un prezzo ridotto grazie a particolari condizioni di mercato ed in seguito, opportunamente ristrutturata, l’unità in questione potrebbe essere rivenduta sul mercato a condizioni estremamente vantaggiose.

h. Innovazione e sviluppo di competenze

L’evidenza dimostra che le unità disinvestite non sono sempre caratterizzate da scarse performance; talvolta, alcune di esse realizzano buoni risultati e, pur essendo state cedute, continuano a mantenere rapporti con la cedente. Questo si verifica ogni volta che le conglomerate vedono nella dismissione la possibilità di

far sviluppare autonomamente un certo business, consentendogli l'esplorazione di nuove opportunità senza estendere il rischio che ciò comporta all'intera organizzazione. Il disinvestimento, quindi, è motivato dalla volontà di incrementare il valore creato dalla business unit ceduta e riappropriarsi di quel valore e di quelle competenze sviluppate, attraverso una speciale relazione intrattenuta con la stessa (Moschieri and Mair, 2011).

4.2. *I disinvestimenti "forzosi"*

Le cause che originano questo genere di disinvestimenti sono riconducibili principalmente alle normative ed alle legislazioni nazionali (Baroncelli, 1996).

Nate negli Stati Uniti, le regolamentazioni volte a tutelare le dinamiche competitive sui mercati, sono state prontamente recepite anche in gran parte dei Paesi occidentali industrializzati.

a. Normativa antitrust

Alcuni disinvestimenti vengono resi necessari dalle norme giuridiche che tutelano la concorrenza sui mercati economici. Tali operazioni vengono imposte perché l'autorità ritiene che alcune imprese, a causa dei loro legami con altre, possono pregiudicare la regolare competizione sui mercati.

b. Conflitto d'interessi

Ci si riferisce a quelle situazioni in cui modificazioni delle normative vigenti costringono le imprese a eliminare determinati legami di controllo poiché in essi vengono ravvisate possibilità di conflitto d'interesse.

c. Nazionalizzazioni

Le nazionalizzazioni sono operazioni di disinvestimento realizzate da parte delle imprese che attribuiscono allo Stato la gestione dell'unità ceduta.

Nella storia dell'economia italiana ciò è avvenuto principalmente per due motivazioni: la prima, come salvataggio di gruppi imprenditoriali e bancari in difficoltà, la seconda, come intervento per ristabilire il benessere sociale (obiettivo reso possibile in virtù dall'attività svolta dall'azienda; talvolta, infatti, il carattere privato delle organizzazioni orientava il comportamento del management verso comportamenti che offrivano beni e servizi solo a quei destinatari che gli garantivano un vantaggio economico; trascurando, invece, quei soggetti che non assicuravano tale beneficio. La gestione di determinate attività da parte dello Stato è indispensabile per evitare che vi siano discriminazioni relativamente all'offerta di certi beni o servizi).

4.3. La situazione delle aziende in crisi

All'interno delle aziende in crisi le operazioni di disinvestimento rappresentano un metodo per assicurare la continuità aziendale bilanciando, da un lato, l'esigenza di migliorare la posizione finanziaria dell'impresa in crisi e dall'altro quella di tutelare la sua capacità competitiva anche dopo il disinvestimento dell'unità oggetto di cessione.

Al contrario di quanto è stato precedentemente affermato per i disinvestimenti "volontari", in questo caso tale scelta è sostanzialmente obbligata e il disinvestimento appare l'unico strumento in grado di reperire le risorse necessarie al proseguimento dell'attività imprenditoriale.

Possiamo suddividere la crisi aziendali in tre stadi:

- 1) Fenomeni di squilibrio ed inefficienze
- 2) Realizzazione di perdite
- 3) Insolvenza

Nonostante la scelta di disinvestimento sia obbligata l'azienda può, almeno per un primo momento, agire proattivamente per risolvere la sua situazione di crisi scegliendo autonomamente di progettare una strategia di disinvestimento idonea alla risoluzione dei problemi aziendali. Nella realtà dei fatti, tale possibilità di scelta si realizza solo nella seconda fase poiché gli squilibri e le inefficienze che si realizzano nel primo stadio hanno talvolta una portata modesta che non è tale da comportare il ricorso a tali operazioni mentre nella terza fase la situazione economico finanziaria è compromessa fino al punto in cui l'autonomia decisionale è ridotta al minimo ed il management è costretto a adottare l'operazione di disinvestimento che più rapidamente consente una risoluzione della crisi.

È evidente che quanto prima la crisi viene affrontata, tanto più è facile che essa si concluda, non solo con una risoluzione della crisi aziendale ma porti anche esiti positivi nell'ambito del progetto strategico aziendale.

In tale situazione, comunque, il beneficio della parent di agire tempestivamente per superare la crisi ed ottenere risorse in tempi rapidi si contrappone allo svantaggio di dover concedere prezzi convenienti alla controparte dovuti alla debolezza contrattuale dell'impresa che altrimenti sarebbe obbligata a sostenere procedure concorsuali dagli esiti scarsamente prevedibili.

Un'ulteriore precisazione va fatta in merito alla scelta dell'unità aziendale candidata alla dismissione: tale unità ha caratteristiche radicalmente diverse rispetto a quelle proprie dei disinvestimenti delle unità di business che rientrano nelle altre tipologie; se nei disinvestimenti volontari essa era quella più marginale e lontana dal core business e nei disinvestimenti "obbligatori" era quella individuata dalla normativa, in questo caso le unità predilette sono quelle che assicurano maggiori benefici finanziari alla parent.

5. Il disinvestimento in Italia

Da quanto emerso finora, possiamo affermare che, benché le operazioni di disinvestimento vengano implementare in parte per sostenere la risoluzione di crisi aziendali, tali operazioni, anche in questi casi, rappresentano o comunque sarebbero idonee a rappresentare soluzioni con cui le imprese realizzano il proprio progetto strategico e non solo operazioni realizzate semplicemente nell'ottica della mera sopravvivenza.

In realtà, tale affermazione è vera in particolare nell'economia americana dell'ultimo decennio, in cui le imprese, presa coscienza delle recenti fasi cicliche negative dell'economia e dei mutamenti del sistema economico, hanno iniziato una ricerca di nuovi sentieri di sviluppo servendosi di particolari strumenti, primo tra tutti il disinvestimento, che hanno consentito non solo di perseguire i propri obiettivi di ordine strategico, ma anche di raccogliere capitale, rafforzare i propri bilanci e migliorare la propria posizione di mercato.

La particolare propensione da parte di tali imprese a questo genere di soluzioni deriva a nostro avviso dagli interventi normativi che prendono avvio dagli anni '30 in risposta alla crisi del 1929 e dalla particolare struttura che l'economia statunitense viene ad assumere.

In seguito all'introduzione della separazione tra banche di credito ordinario e imprese industriali che impedisce alle prime di detenere partecipazioni azionarie nelle seconde, il mercato azionario inizia ad assumere primaria importanza e consente l'elevata contendibilità del controllo aziendale implicando la possibilità di scambiare "pezzi" di impresa come fossero merci. A tali caratteristiche proprie del mercato finanziario, si aggiungono quelle proprie del mercato del lavoro, nel quale le garanzie a tutela dei lavoratori non sono consistenti e, in caso di operazioni che prevedono sostituzioni del management, consentono a quest'ultimo di agire nei confronti della forza lavoro senza particolari vincoli

normativi aumentando la convenienza a acquisire il controllo di nuove aziende, o parti di esse, tutelando gli interessi degli azionisti.

Quanto finora affermato è sufficiente a spiegare la frequenza nel ricorso a questo genere di operazioni nei mercati statunitensi nei quali il disinvestimento sta assumendo un ruolo *core* nella gran parte delle strategie aziendali (Deloitte, 2013).

Un confronto tra i sistemi economici italiano e statunitense può suggerire una spiegazione al ridotto utilizzo di tali operazioni in Europa (e in particolare in Italia) come emerge dalla figura 7 , con la sola eccezione del biennio 2006/2007.

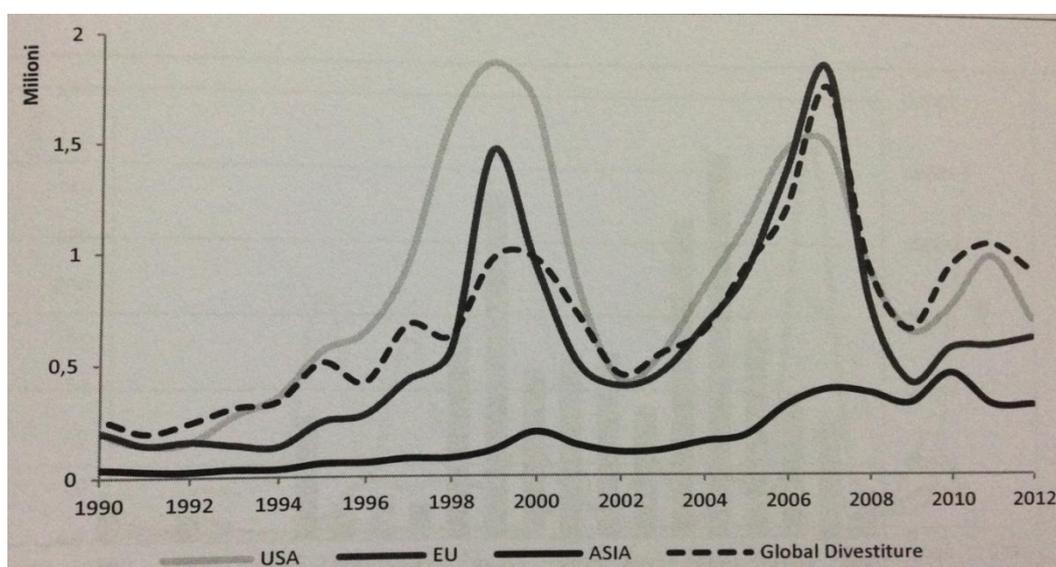


Figura 7. Dati USA – Europa – Asia circa il ricorso al Disinvestimento Aziendale. Fonte: Peruffo (2012).

Si ritiene, dunque, che, le differenze significative in grado di influenzare notevolmente il sentiero di sviluppo imprenditoriale e che si ripercuotono sulle scelte di disinvestimento aziendali consistano in:

- struttura delle imprese
- struttura dei mercati

La figura sottostante (Fig. 8) (Istat, 2013), che riassume la composizione della struttura produttiva italiana, evidenzia la particolarità della struttura proprietaria.

Tali imprese sono caratterizzate dalla presenza di un controllo a prevalente carattere familiare in cui la gestione è accentrata e i modelli di governance semplificati. Il grado di concentrazione della proprietà è decisamente elevato e generalmente il principale azionista è una persona fisica o una famiglia. Se per le piccole imprese la presenza di una esigua compagine azionaria è comune anche in altri paesi, per quanto riguarda le grandi imprese questa rappresenta una caratteristica tutta italiana.

	Imprese a controllo familiare	Imprese a controllo non familiare	Totale
Imprese	72,1%	27,9%	100%
Tipologia del primo socio			
Persona fisica / famiglia	95,7%	74,6%	89,7%
Holding	0,8%	3,7%	1,6%
Altro	3,5%	21,7%	8,7%
% di capitale detenuta			
Primo socio	68,8%	55,6%	65,0%
Primi tre soci	93,4%	89,2%	92,3%

Figura 8. La composizione del tessuto industriale italiano. Fonte: Istat (2013)

Da un punto di vista normativo il mercato italiano, che discende dal diritto romano ed è inserito nella lista di questi paesi di tipo *code low*, si contrappone ai mercati di matrice anglosassone, i quali, essendo di tipo *common low* si caratterizzano per una elevata protezione assicurata a creditori e investitori. Inoltre, mentre il mercato statunitense è chiaramente orientato agli azionisti, quello italiano è di tipo *stakeholders-oriented*, il che comporta una ridotta

dimensione (circa 1/3 di quello americano) ed un rapporto debito/capitale proprio estremamente elevato (quasi il doppio di quello americano) (Stefania Veltri, 2012).

Uno dei profili che è stato oggetto di numerosi studi è quello relativo alla particolarità della struttura proprietaria. Autorevoli contributi (Caprio, Croci e Del Giudice, 2011) dimostrano la tendenza conservativa e la scarsa propensione a disinvestire da parte delle imprese familiari, non solo quando tale operazione consentirebbe di cogliere nuove opportunità di sviluppo strategico, ma anche quando essa rappresenterebbe una valida soluzione a situazioni di crisi aziendale.

Nonostante la riluttanza delle imprese familiari a disinvestire parte delle loro attività lo studio condotto da Peruffo (2013) dimostra un rendimento medio superiore per quelle operazioni di disinvestimento eseguite dalle imprese familiari con azionista dominante. Tale risultato appare perfettamente fondato da un punto di vista logico poiché benché l'investimento sia un'operazione contraddistinta da una elevata ambiguità spesso legata alla scarsa trasparenza dell'operazione (Brauer and Wiersema, 2012) in presenza del disinvestimento eseguito da un'impresa familiare il mercato riesce con facilità a comprendere e valutare la bontà dell'operazione. Questa semplicità deriva dalla consapevolezza di ciò che l'azienda rappresenta per la famiglia: un importante asset il cui valore deve essere ad ogni costo preservato nel tempo per fare sì che esso possa essere trasferito alle generazioni successive (Peruffo, 2013). È evidente, quindi, perché tale considerazione implichi una reazione del mercato positiva ad annunci di disinvestimento: gli investitori reagiscono nella consapevolezza che per nessun altra ragione se non per la presenza di notevoli benefici la famiglia sarebbe disposta a cedere parte del proprio patrimonio.

Tanto tali considerazioni, quanto i recenti interventi della Commissione Europea volti a rafforzare l'attrattività del mercato dei capitali dovrebbero condurre nel breve tempo le imprese a orientarsi verso questo genere di operazioni.

Nonostante l'importanza dell'intraprendenza degli azionisti e del management, della loro professionalità e delle loro competenze risulta indispensabile il ruolo giocato dalle istituzioni, le quali solo recentemente sembrano aver percepito la necessità dei loro interventi nella diffusione delle operazioni di Ristrutturazione Aziendale e di Disinvestimento come strumenti per lo sviluppo competitivo aziendale (Peruffo, 2013).

6. Le barriere al disinvestimento

Nello studio della strategia di disinvestimento assume fondamentale importanza l'esistenza di determinati vincoli che impediscono o scoraggiano l'uscita da un business da parte di un'azienda anche in quelle situazioni in cui essi realizzano bassi profitti o quando essi danno origine a perdite; tali vincoli prendono il nome di *barriere all'uscita*.

Benché il loro opposto, le *barriere all'entrata*, siano state oggetto di maggiore interesse da parte della letteratura, a parere di chi scrive è impensabile trascurare l'argomento per almeno due motivazioni: primariamente poiché nella pratica l'esistenza di questi fattori riduce notevolmente le manovre che le imprese sentono di poter realizzare ed in secondo luogo perché l'esistenza di tali barriere è un fattore idoneo a introdurre notevoli distorsioni nella dinamica concorrenziale.

Se la prima delle due motivazioni non necessita di alcun chiarimento conviene fare qualche precisazione in merito alla seconda.

Uno dei più importanti contributi del Ventesimo secolo introduce un concetto che ben si presta a spiegare quanto precedentemente affermato; in tale contributo si affermava che all'interno di un sistema economico l'"ambiente" seleziona le imprese che hanno successo attraverso il criterio della realizzazione di profitti

positivi (Alchian, 1950). Tale meccanismo introduceva efficienza nella dinamica concorrenziale escludendo dal mercato tutte quelle imprese che realizzavano i profitti relativamente inferiori. È evidente, quindi, che con l'introduzione di tali barriere all'uscita questo meccanismo perde parte della propria efficacia: imprese preoccupate di incorrere in perdite eccessive attraverso l'uscita dal business decidono di rimanervi e si verifica nella pratica che talvolta le imprese, contravvenendo a qualsiasi logica di razionalità economica, decidano di rimanere in una certa area di business nonostante realizzino tassi di rendimento sub ottimali (Karakaya, 2000), impedendo che la selezione di imprese "virtuose" abbia luogo.

Considerando l'aspetto temporale, le barriere all'uscita operano in due distinti momenti (Baccarini e Brunetti, 1997): in primo luogo operano esse stesse come "barriere all'entrata", quindi al momento della valutazione della convenienza ad entrare in una determinata area, scoraggiando l'ingresso a causa del timore di rimanervi bloccati; in secondo luogo si manifestano quando l'impresa decide di uscire dal business sottoforma di effettive difficoltà pratiche .

Porter (Porter, 1976) ha postulato l'esistenza di tre classi di fattori che, agendo da deterrenti all'uscita, riducono la flessibilità strategica dell'impresa:

a) Barriere all'uscita di tipo *strutturale*

Discendono da caratteristiche del business che rendono preferibile per l'impresa detenerlo anche quando esso realizza ridotti profitti o quando tali profitti sono inferiori al costo del capitale. Tanto maggiori sono le barriere all'uscita di tipo strutturale quanto maggiori sono:

- *La specificità*: La specificità dell'asset o linea di business si palesa nella difficoltà di utilizzare tale bene al di fuori della realtà per la quale esso è stato realizzato e comporta l'assenza di un valido mercato all'interno del quale realizzare uno "scambio" dello stesso;

- *I costi fissi*: Operare in alcuni settori richiede elevati investimenti in strutture e attrezzature che rappresentano per l'impresa un grande ostacolo in fase di disinvestimento a causa della difficoltà nello spostarli o liquidarli;
- *I ridotti costi variabili*: molto spesso gli stessi settori che richiedono elevati investimenti iniziali fissi necessitano di ridotti costi variabili per continuare il business; tali fattori scoraggiano l'uscita dal business in virtù del basso costo di continuare a fare affari;
- *Altri tipi di barriere*: a questa classe appartengono tutti quei fattori collegati ai costi da sostenere in caso di disinvestimento, ad esempio penalità dovute a causa dell'uscita prematura da un determinato contratto, oneri per lo smantellamento dell'impianto da un punto di vista fisico, ed oneri da sostenere nei confronti del personale in esubero o di quel personale da riformare per consentirgli di svolgere nuove attività.

b) Barriere all'uscita di tipo *strategico*

In questa categoria rientrano quei fattori che, in caso di disinvestimento, si tradurrebbero quasi inevitabilmente in riduzioni di efficienza, competitività e quindi performance, come, ad esempio, la perdita di sinergie o il deterioramento dell'immagine aziendale (Baccarini e Brunetti, 1997).

Per chiarire quanto concerne il primo profilo è utile fare riferimento al guadagno in termini sinergici che si ottiene con la realizzazione di determinati investimenti; è noto che dall'attività simultanea di certe funzioni deriva un risultato superiore a quello che discenderebbe dalla somma delle singole attività. Considerando per un attimo il disinvestimento in termini letterali (dis-investimento) possiamo dedurre che il vantaggio derivante dall'investimento si traduce nello svantaggio del disinvestimento: la perdita di sinergia comporta una riduzione di risultato. Tale effetto si verifica sia quando col disinvestimento si ottiene una disintegrazione verticale sia quando si riducono le interdipendenze orizzontali.

In merito al secondo profilo, questo genere di operazioni è nella maggioranza di casi percepito in modo negativo da parte della maggioranza degli stakeholders aziendali; è per questa ragione che l'aspetto reputazionale viene fortemente considerato prima di realizzare tale strategia. Non bisogna trascurare comunque che talvolta tale operazione può tradursi in un miglioramento dell'immagine aziendale, specie in quei casi in cui tale operazione è espressione della capacità del management e della sua proattività a reagire a situazioni ambientali in mutamento.

c) Barriere all'uscita di tipo *manageriale*

Si fa riferimento in questa categoria a tutti quei fattori che trattengono il management dal disinvestire una certa unità di business nonostante questo abbia solide ragioni economiche.

Porter divide questo genere di barriere in due categorie:

- *Information-related barriers*: in questa categoria si fa riferimento alle informazioni di natura economico/finanziaria e strategica che talvolta possono mancare al management. Questo è particolarmente frequente in quei casi in cui il business che si vorrebbe disinvestire è parte di un gruppo di business integrati verticalmente in un'impresa o quando i business sono strettamente legati l'un l'altro; in tali casi la difficoltà di ottenere e sfruttare le informazioni rilevante può complicare il calcolo da fare per valutare il disinvestimento e fungere da deterrente all'operazione.
- *Conflicting goals*: ci si riferisce a quelle circostanze in cui gli obiettivi del management divergono da quelli aziendali. Tali situazioni sono molte e frequenti; segue un elenco delle principali:
 - a. *L'exit* rappresenta un colpo all'orgoglio del management poiché viene percepito come un'incapacità nel renderlo di successo ed avvertito dall'esterno come un segnale di fallimento;

- b. *L'exit* spesso si scontra con obiettivi sociali, quali, ad esempio, piena occupazione e crea attriti tra il management e la comunità di riferimento;
- c. Molto spesso il management si identifica nel business così come si identifica nella sua nazione, religione e gruppo sociale; il disinvestimento recide questa identificazione.
- d. Il management spesso è specializzato in una determinata area o nicchia di mercato; disinvestendo un'unità che opera in quell'area si mette a rischio il futuro del management specializzato;
- e. Il moderno sistema di incentivi che non prevede ricompense o premi di alcun genere associati al disinvestimento può scoraggiare il management dal realizzare tale operazioni.

La letteratura successiva a Porter identifica una ulteriore categoria di barriere: le *barriere psicologiche* le quali discendono da un rapporto affettivo e un coinvolgimento personale del management nei confronti del business o dell'asset da disinvestire e rendono estremamente più complessa l'operazione di disinvestimento (Peruffo, 2013).

L'esistenza di tali barriere non deve indurre a credere che l'uscita da un business sia una operazione sostanzialmente impraticabile; al contrario, la capacità del management di ammetterne l'esistenza e riconoscerle può condurre ad intraprendere una serie di misure in grado di mitigarne l'effetto:

- *La mitigazione delle barriere strutturali*: la riflessione del management in merito a tale argomento dovrebbe iniziare ancora prima di realizzare un investimento; questa affermazione non dovrebbe stupire in quanto stiamo ribadendo il concetto precedentemente presentato, ovvero che le *exit barriers* operano spesso esse stesse come *entry barriers*.

Tra le altre strategie il management dovrebbe evitare di aumentare la specializzazione quando questa rappresenta solo una delle alternative

profittevoli esistenti e stabilire asset in comune tra i business solo quando strettamente necessario così da facilitare la valutazione e il controllo di ciascun singolo business e semplificare la procedura di uscita;

- *La mitigazione delle barriere manageriali* è resa possibile dall'implementazione di un sistema che renda note tutte quelle informazioni economico/ finanziarie e strategiche necessarie a prendere decisioni consapevoli e che risolva i conflitti di obiettivi tra management e impresa;
- *La mitigazione delle barriere strategiche* si realizza principalmente attraverso un'attenta gestione della comunicazione agli stakeholders aziendali delle informazioni relative all'operazione in modo da guadagnare condivisione e approvazione relativamente al progetto.

7. La prospettiva di analisi

Coscienti della giustificata confusione che il lettore potrebbe provare a causa della complessità del tema e delle numerose declinazioni che esso può subire appare necessario chiarire la prospettiva che verrà assunta nel resto dell'elaborato.

La tipologia di disinvestimento a cui faremo riferimento è quella che chiameremo “disinvestimento strategico” intendendo con tale definizione tutte quelle *operazioni di tipo volontario* che le aziende utilizzano come manovre di tipo strategico per rafforzare o ristabilire il proprio vantaggio competitivo in un'ottica value – oriented.

Trascureremo quindi le operazioni realizzate per la risoluzione di crisi o a causa di obblighi normativi che non sono scelte deliberate e pianificate nell'ambito di un preciso progetto strategico portato avanti in modo frequente e non occasionale.

In linea con i principali contributi della letteratura le operazioni di disinvestimento volontarie che sono parte di precisi progetti strategici dovrebbero creare maggior valore rispetto a quelle operazioni realizzate reattivamente, in modo frammentario e basate essenzialmente su previsioni delle performance di breve periodo.

L'importanza di chiarire la prospettiva d'analisi discende anche dai risultati di un'ulteriore importante ricerca (Montgomery, Thomas and Kamath, 1984) che ha dimostrato come i risultati di un disinvestimento siano riconducibili non già alle modalità con le quali esso è stato realizzato, ma alle ragioni che lo hanno determinato (progetto strategico o risoluzione di una crisi aziendale).

Secondo Capitolo.

Le modalità di disinvestimento aziendale

Come anticipato, il disinvestimento aziendale è una delle modalità più frequentemente utilizzate dalle imprese per ottimizzare la propria struttura strategica (Peruffo, Perri e Gentili , 2012) e può essere realizzato attraverso tre modalità principali: il Corporate Sell Off, il Corporate Spin Off e l'Equity Carve Out. Benché la letteratura e la pratica aziendale abbiano instillato il dubbio che tale operazione sia essenzialmente uno strumento per risolvere i problemi aziendali o correggere errori compiuti nel passato, numerosi studiosi hanno recentemente riconsiderato l'argomento e propongono nei loro contributi il disinvestimento aziendale come uno strumento attraverso il quale l'azienda migliora la propria organizzazione, elimina le inefficienze e realizza un aumento del valore aziendale.

Evidentemente, non è possibile spiegare inequivocabilmente da dove tale valore derivi, dal momento che è possibile disinvestire tramite le tre modalità sopra elencate le quali presentano elevate differenze l'una dall'altra a livello strutturale; è possibile, però, fare riflessioni in merito a tale argomento considerando ciascuna modalità singolarmente. Alla luce di ciò, nel presente capitolo vengono analizzate le tre modalità di disinvestimento anticipate e le loro eventuali varianti, la cui presentazione getta le basi per le considerazioni del capitolo successivo circa la modalità di scelta tra le differenti *exit strategies*.

Il presente capitolo è articolato come segue: nella prima parte vi è la presentazione delle tre modalità di exit previste dalla letteratura e dei loro razionali strategici; nel secondo si ha l'analisi degli strumenti previsti dall'ordinamento italiano per realizzare l'obiettivo del disinvestimento che vedremo consistere in altrettanti tre strumenti estremamente affini alle loro "controparti" anglosassoni.

1. Il Corporate Sell off

Col termine *Sell off* si intende la vendita di una porzione d'impresa (una sussidiaria, una divisione, un segmento una controllata o una linea di prodotti) ad una terza parte mediante una transazione privata in cambio, generalmente, di risorse finanziarie liquide; talvolta, comunque, il *seller* riceve titoli o una combinazione di cash e titoli. Benché attraverso questa operazione la parent ceda parte della propria capacità produttiva, le proprie risorse patrimoniali non vengono ridotte grazie all'afflusso di denaro che viene solitamente utilizzato per acquisire nuovi assets e realizzare nuovi investimenti (Hite, Ower and Rogers, 1987).

PRE SELL OFF

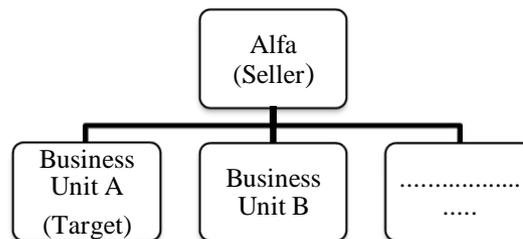


Figura 9. Situazione Ante Sell Off. Fonte: Elaborazione personale

POST SELL-OFF

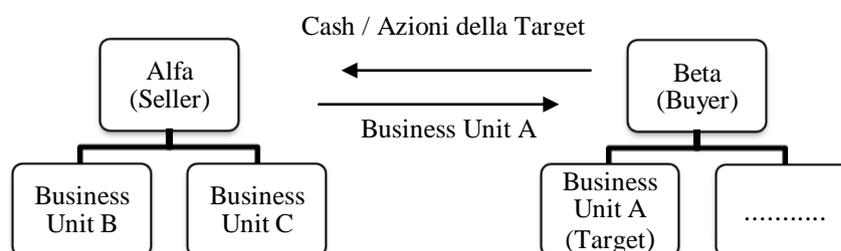


Figura 10. Situazione post Sell Off. Fonte: Elaborazione personale

Molto spesso tali operazioni vengono considerate come opposto delle operazioni di acquisizione, soprattutto poiché il Corporate Sell Off, se visto nell'ottica dell'acquirente può presentare con un'operazione di M&A alcune somiglianze; è bene, perciò, specificare che esse differiscono notevolmente per taluni aspetti estremamente rilevanti:

1. *Differenza nell'iniziativa.* Generalmente un'operazione di Corporate Sell Off viene intrapresa dal venditore;
2. *Obblighi di disclosure.* Le operazioni di Corporate Sell Off sono sottoposte ad una minore disclosure che consente ai manager delle imprese coinvolte di poter conservare un elevato riserbo sulle informazioni e le negoziazioni (Hite, Ower and Rogers, 1987) (Cao and Madura, 2011).

Il Corporate Sell Off è un'operazione molto delicata nella quale sia l'acquirente che il venditore giocano un ruolo estremamente importante nella definizione dei termini della vendita e del prezzo di cessione sulla base delle informazioni che essi detengono relativamente alla business unit; nella fattispecie, il venditore conosce il valore intrinseco dell'unità ma ignora il valore che esso ha per il potenziale acquirente, mentre l'acquirente, che ignora le informazioni più specifiche riguardo il valore della business unit, è a conoscenza del valore che l'acquisizione dell'unità potrebbe conferirgli grazie alla gestione dello stesso nella propria realtà aziendale.

1.1. Il processo di vendita

In linea teorica, il processo di vendita di un'unità aziendale, , come rappresentato in fig. 11 (De Pamphilis, 2007), può essere di tipo reattivo o proattivo.

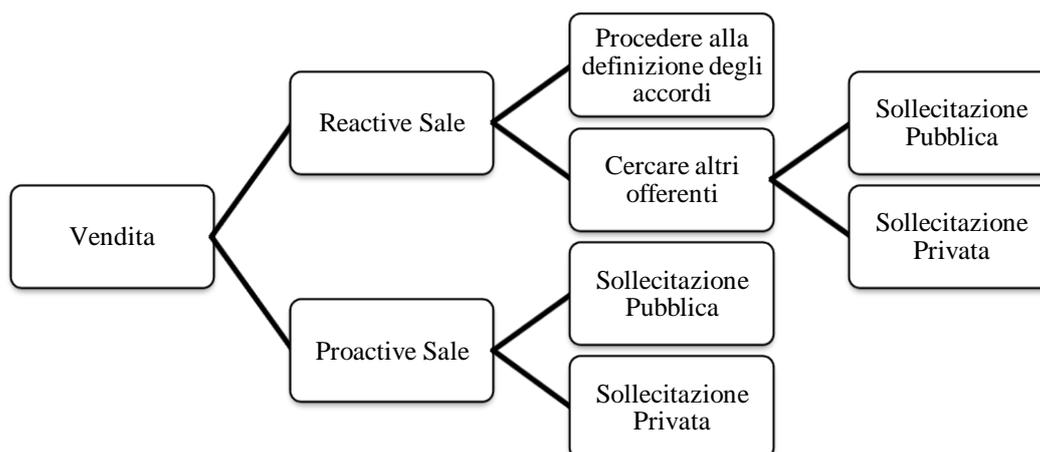


Figura 11. Il Processo di Vendita. Fonte : De Pamphilis (2007)

Si parla di *Reactive Sale* quando la vendita avviene dopo che la parent viene contattata da un buyer interessato all'acquisto dell'intera impresa ovvero di una sua parte, ad esempio una linea di business o una sussidiaria. Al contrario, è definita *Proactive Sale*, la vendita caratterizzata dall'iniziativa dell'azienda di mettersi in vendita, in modo totale o parziale.

La vendita proattiva può essere realizzata attraverso una sollecitazione di tipo pubblico o di tipo privato: nel primo caso, l'azienda annuncia pubblicamente la propria volontà di mettersi in vendita, mentre nel secondo, la parent cerca, per proprio conto o tramite un intermediario, buyer potenziali da contattare. Nella vendita reattiva, invece, dopo aver ricevuto l'offerta da parte di un *bidder*, la parent può percorrere due diverse alternative: qualora l'offerta ricevuta sia sufficientemente attrattiva, può decidere di procedere a negoziare gli accordi contrattuali senza cercare alternative, qualora invece la parent ritenga di poter trovare sul mercato altri offerenti disposti a presentare un'offerta migliore, si

rivolge allo stesso, scegliendo, anche in questo caso, l'alternativa preferita tra la sollecitazione di tipo pubblico e quella di tipo privato.

Il processo di vendita proprio dell'operazione di Corporate Sell Off è di tipo proattivo e si realizza mediante una sollecitazione di tipo privato.

Lo stesso processo può essere scomposto in due macrofasi (PwC, 2012): *la pianificazione dell'operazione* (comune a tutti i processi di vendita), e il *processo di vendita* vero e proprio.

Tali macrofasi sono composte dalle fasi rappresentate in figura 12.

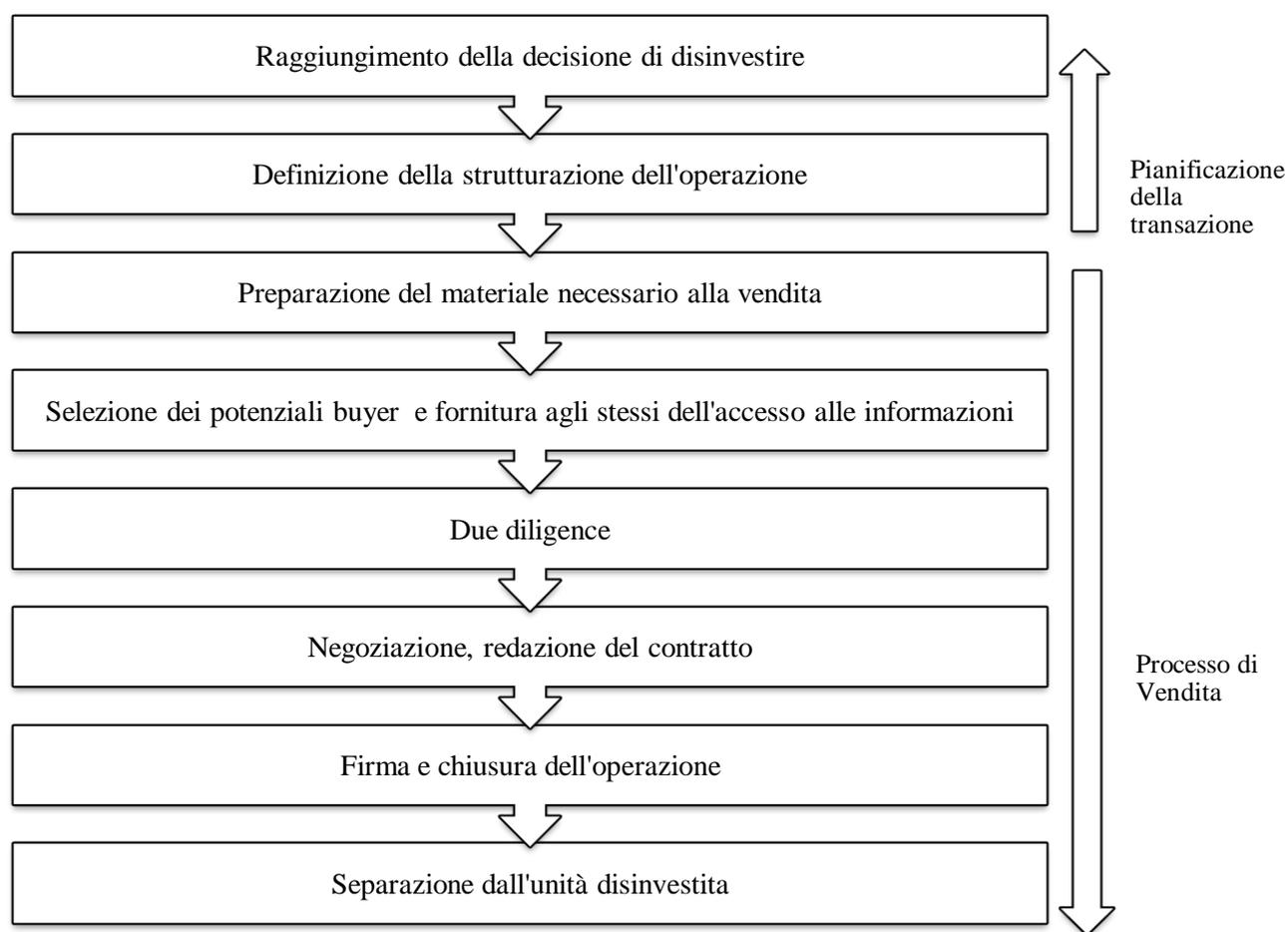


Figura 12. Le fasi del Processo di Disinvestimento Fonte: Elaborazione personale dal rapporto Pwc (2012)

Raggiunta la decisione di disinvestire, l'azienda parent affronta la fase di redazione del progetto dell'operazione nel quale rappresentare cronologicamente e spiegare le azioni da svolgere, individuare il team preposto all'operazione e i

compiti e le responsabilità loro assegnati. Tale progetto deve contenere, inoltre, l'individuazione degli obiettivi e i vantaggi che si intende ottenere, oltre che una stima dei costi che si prevede di sostenere. La comunicazione del piano al team e, in generale, ai componenti dell'azienda è un momento di fondamentale importanza ed è necessario che la parent preveda un piano comunicativo adeguato a raccogliere i consensi e a richiamare l'impegno dei soggetti coinvolti.

La presenza di terze parti con cui concludere l'affare e la gestione privata della transazione sono gli elementi che contraddistinguono l'operazione di Corporate Sell Off dalle altre due modalità di exit che vedremo successivamente e , nel dettaglio, rispettivamente dallo Spin Off e dal Carve Out. Questi elementi richiedono alla parent uno studio approfondito delle informazioni da fornire agli offerenti coi quali entra in contatto; nella fattispecie, nella terza fase, vi è la raccolta di tutte le informazioni rilevanti ai fini della vendita e la preparazione della *data room* da utilizzare nella procedura di *due diligence*.

Nella fase seguente l'azienda parent seleziona il buyer col quale avviare la contrattazione¹¹ ed entra, quindi, nella quinta fase annunciando ufficialmente la volontà di vendere il business. A questo punto inizia ad impostare il processo di due diligence col quale raccogliere le principali informazioni patrimoniali, finanziarie, economiche, gestionali, strategiche, fiscali, ambientali e relative ai sistemi informativi che permettono all'acquirente di accedere ad informazioni più complete e dettagliate sulle quali basare la propria offerta. Tale processo può avvenire secondo diverse metodologie:

¹¹ Tale aspetto assume una rilevanza significativa poiché dalla selezione di un buyer piuttosto che di un altro possono variare numerose circostanze. Poiché il sell off si realizza mediante contrattazione privata entrambe le controparti sono dotate di una forza contrattuale che gli assicura di poter influenzare i termini contrattuali e il prezzo di vendita. Tale circostanza suggerisce al Seller di individuare quel buyer che sia disposto a fare l'offerta migliore; evidentemente nella valutazione dei potenziali buyer la parent dovrebbe considerare la categoria del buyer: l'acquirente industriale è quello che nella maggioranza dei casi rappresenta l'alternativa migliore poiché esso sarà disposto ad offrire un prezzo elevato in funzione delle sinergie che potrà sviluppare con l'unità acquisita; discorso opposto vale per l'acquirente finanziario il quale acquisisce il business con l'unica finalità di cederlo dopo qualche tempo e guadagnare sulla differenza tra il prezzo d'acquisto e quello di vendita; è evidente, quindi, che l'offerta del buyer finanziario sarà la più bassa possibile per consentirgli un maggior *gain* in fase di rivendita.

- *No access Review*. L'indagine che deriva da questa prima modalità risulta molto limitata poiché non prevede l'accesso del buyer alle informazioni riservate della target ma solo a quelle di tipo ufficiale. Solitamente tale metodo viene utilizzato nella fase di avvio da parte del buyer il quale ricerca nei documenti disponibili elementi in grado di ostacolare anche solo l'avvio delle trattative;
- *Data Room*. Questa modalità prevede che le informazioni relative alla target siano messe a disposizione del buyer in un determinato luogo e per un certo periodo di tempo. La Data Room Due Diligence viene solitamente utilizzata quando la target intende distribuire le informazioni ai potenziali acquirenti senza che questo comporti una distrazione dalla propria attività;
- *Agreed upon procedures*. Coi termini *procedure concordate* si intendono delle indagini, appunto, concordate tra seller e buyer, relativamente a determinati aspetti o aree specifiche della target.
- *Full access Due Diligence*. Tale modalità è quella più completa ed esaustiva e consente al buyer di valutare efficacemente la target e di scegliere consapevolmente in merito alla convenienza dell'operazione.

Il prodotto del processo di Due Diligence è un rapporto che contiene l'elenco delle attività svolte, le tempistiche del processo, i principali aspetti relativi al business e la sintesi delle più significative problematiche emerse.

Concluso il processo di Due Diligence e, laddove l'acquirente non abbia riscontrato elementi che lo abbiano distolto dall'acquisto, la parent sceglie la modalità di contatto con i possibili acquirenti (vendita privata, vendita competitiva controllata o asta pubblica), quindi il buyer più indicato e procede con la negoziazione dei termini contrattuali ovvero con la firma del contratto e la chiusura dell'operazione attraverso la separazione della target dalla parent e la sua cessione all'acquirente. La fase della separazione tra l'unità dismessa e la casa madre prevede due momenti: *l'unbundling* e il *detaching*. Nella fase

dell'unbundling avviene la divisione delle risorse condivise, come ad esempio i brevetti. La gestione di tale fase è molto delicata poiché un errore nella divisione delle risorse condivise potrebbe comportare ingenti danni alle risorse della casa madre e quindi un deterioramento nelle prestazioni della stessa. Il detaching consiste, invece, nella migrazione delle relazioni coi clienti interni ed esterni. La gestione della migrazione delle relazioni coi clienti interni, i quali sono ad esempio le altre unità aziendali che venivano rifornite dalle unità ceduta, va curata per evitare blocchi o rallentamenti che potrebbero ripercuotersi sui risultati globali dell'impresa; mentre la corretta gestione della migrazione dei rapporti coi clienti esterni, che si basa soprattutto su un raffinato processo di comunicazione, è importante per limitare gli attriti con gli stessi con effetti sul resto dell'impresa parent (Brauer, 2009). Da quanto detto è evidente che, al contrario di quanto accade nelle operazioni di acquisizioni e fusioni, nelle quali l'integrazione dell'unità acquisita avviene dopo che la transazione si è conclusa, le operazioni di sell off prevedono una lunga ed intensa fase di preparazione a cui deve seguire una rapida cessione dell'unità da parte dell'azienda parent (Gole and Hilger, 2008).

Un recente contributo (Brauer, Mammen and Luger, 2014) aggiunge al processo sovraesposto ulteriori due momenti fondamentali che si verificano l'uno precedentemente rispetto al processo riportato e l'altro in un momento successivo alla cessione dell'unità:

- a. *Identificazione dell'unità da vendere.* Tale fase, che rappresenta l'avvio del processo di vendita, si apre con la valutazione delle business units aziendali, volta ad individuare la o le unità da disinvestire. Le variabili considerate in tale valutazione sono le performance delle unità e le sinergie che esse hanno con il resto delle unità aziendali. La considerazione di queste variabili nella valutazione dei business consente al management di individuare le cause delle basse performance ed, eventualmente, di prevenire le conseguenze negative che seguirebbero la

cessioni di unità fortemente interdipendenti col resto dell'azienda. Nel dettaglio, le business units che hanno maggior probabilità di essere cedute sono quelle che realizzano basse performance (Hitt, Hoskisson and Johnson, 1986) e non presentano particolari sinergie con il resto dell'azienda (Duhaimé and Grant, 1984).

b. Separazione - Riallocazione degli asset. Tale ultima fase segue la separazione dell'unità ceduta e consiste nella riallocazione e nel reinvestimento delle risorse liberate grazie alla cessione. Da tale processo discende la gran parte del valore associato alle operazioni di sell off poiché il maggior beneficio associato alle stesse, consiste nel recupero di efficienza reso possibile da una migliore ripartizione delle risorse presenti nella società (John and Ofek, 1995).

1.2. Il metodo di pagamento

Il metodo di pagamento utilizzato nell'ambito di un'operazione di sell off riveste la massima importanza in quanto esso concorre a modificare e ridefinire la struttura di capitale dell'impresa che effettua la cessione e di quella che compie l'acquisto.

Benché nella maggioranza dei casi il metodo di pagamento utilizzato sia quello cash, il 25% circa dei sell off che coinvolgono imprese americane vengono regolate attraverso l'utilizzo dell'equity (Cao and Madura, 2011). Poiché tutte le condizioni contrattuali e quindi anche il metodo di pagamento deve soddisfare entrambe i contraenti, Cao e Madura sostengono come gli elementi che influenzano la scelta tra cash ed equity dipendano tanto da caratteristiche dell'offerente che del venditore oltre che dall'ambiente all'interno del quale operano:

- *Caratteristiche che riflettono i vincoli “di cassa” degli acquirenti e dei venditori.*

Gli offerenti tendono ad utilizzare tanto più cash quanto più hanno :

- elevate giacenze di cassa. La presenza di elevate giacenze di cassa conduce gli offerenti ad utilizzare tale metodo di pagamento in accordo alla teoria dell'ordine di scelta di Myers (1984) secondo la quale la prima fonte di finanziamento scelta, se disponibile, è quella interna;
- un minor grado di leva finanziaria ed una migliore possibilità di accesso al capitale di credito. Quando la leva finanziaria è elevata, infatti, gli offerenti non hanno buone capacità di debito, per cui essi preferiscono limitare il ricorso al cash in quanto aumentare ulteriormente l'indebitamento comporterebbe l'incremento dei costi di fallimento.

L'utilizzo del cash come metodo di pagamento è collegato, inoltre, alla dimensione degli asset ceduti da parte del seller. La vendita di una sussidiaria o di un'intera linea di business denuncia l'esistenza di problemi finanziari della parent o la sua volontà di operare una rifocalizzazione sui business principali, di conseguenza, in tale eventualità, essa preferisce infusioni di cassa per superare la situazione di difficoltà o riconfigurare l'impresa (Faccio and Masulis, 2005).

- *Caratteristiche che riflettono l'esistenza di asimmetrie informative tra offerenti e venditori.* L'utilizzo di equity come metodo di pagamento è maggiormente frequente quando l'offerente presenta elevate opportunità di crescita e l'acquisto riguarda una elevata quantità di assets. Quando un'impresa realizza elevate performance ed ha numerose opportunità d'investimento, preferisce mantenere la cassa che possiede e, d'altro canto, le aziende venditrici sono ben disposte ad ottenere azioni delle aziende acquirenti le quali manifestano elevate opportunità di crescita. In secondo luogo il problema dell'asimmetria informativa si rivela molto più

pronunciato quando il valore dell'operazione è molto alto; è anche per questa ragione che gli offerenti si rivelano più propensi ad utilizzare l'equity come metodo di pagamento nelle operazioni di grandi dimensioni.

- *Caratteristiche country-specific.* Nelle transazioni cross border, gli offerenti mostrano una propensione all'utilizzo di equity nei paesi caratterizzati da un elevato rischio paese, ridotti diritti degli azionisti e debolezza del sistema giuridico. La propensione degli offerenti a utilizzare l'equity in questi casi dipende principalmente dalla possibilità che questa modalità gli offre di condividere il rischio derivante dall'incertezza dei paesi nei quali investono e, d'altro canto, le aziende target dei paesi con ridotti diritti degli azionisti, elevato rischio paese e debole sistema giuridico, possono essere indotte ad accettare di accollarsi parte del rischio dell'operazione per attrarre gli investitori dei paesi stranieri.

1.3. Le motivazioni e i driver nella creazione del valore

Le ragioni che portano alcune imprese a considerare di disinvestire uno o più business aziendali tramite il ricorso allo strumento del sell-off derivano sia da fattori esterni che interni.

Relativamente ai fattori esterni, l'osservazione della crescita della percentuale di vendita di unità aziendali negli anni '80, ha portato a ritenere che tali operazioni potessero essere collegate a fattori congiunturali e, nella fattispecie, ad un tentativo di anticipare e proteggersi dagli effetti negativi derivanti dalla possibilità di divenire oggetto di acquisizioni ostili, estremamente frequenti negli stessi anni; tale considerazione, spiegherebbe anche il presentarsi delle operazioni di disinvestimento ad "ondate", proprio in momenti economici sfavorevoli.

Circa i fattori interni, per individuare le spinte al disinvestimento tramite sell off bisogna considerare, a nostro avviso, da un lato i risultati operativi direttamente derivanti dalla cessione e dall'altro le opportunità d'investimento e di riallocazione delle risorse liberate che si aprono per l'impresa a seguito dell'operazione. Nella fattispecie, dalla letteratura emergono diverse spinte al disinvestimento tramite Corporate Sell Off.

Una delle motivazioni che più frequentemente spinge le aziende multibusiness ad intraprendere la strada del disinvestimento è quella della rifocalizzazione delle attività (John and Ofek, 1995); tale disinvestimento è basato sulla constatazione che la gestione di un portafoglio di business limitatamente diversificato possa essere realizzata con maggiore efficienza rispetto a quella di una realtà imprenditoriale caratterizzata dalla presenza di numerosi business, frequentemente scarsamente correlati tra loro. Tale cessione, quindi, comporterebbe per l'azienda l'eliminazione di sinergie negative ed un conseguente miglioramento delle performance. In sostanza, la rifocalizzazione apporta benefici poiché, siccome nelle realtà multibusiness oltre un certo livello di diversificazione un'azienda non risulta più in grado di realizzare un'efficiente allocazione delle risorse né riesce a monitorare l'attività di ciascun business (Brauer, 2006), il Corporate Sell Off riduce la complessità aziendale e rimuove le inefficienze operative e quelle manageriali (Hoskisson, Johnson, and Moesel, 1994) (Markides and Singh, 1997). In tale ottica, che prende il nome di "*efficient deployment hypothesis of asset sales*" (Lang, Poulsen and Stulz, 1995), il management mantiene solo quelle unità nella cui gestione possiede un vantaggio competitivo e cede le altre a terze parti in grado di gestirle più efficientemente consentendo agli azionisti di appropriarsi di tale risultato attraverso il reinvestimento delle risorse ottenute ovvero la distribuzione delle stesse sottoforma di dividendi.

In tali circostanze, inoltre, parte dei miglioramenti delle performance derivano dalla risoluzione del conflitto di agenzia tra management ed azionisti. Nelle

grandi imprese diversificate, infatti, accade spesso che gli interessi delle due categorie di soggetti non siano propriamente allineati ed il management conduca una gestione orientata alla massimizzazione dei propri benefici, tra i quali accrescimento del proprio prestigio e reputazione, aumenti nel proprio stipendio e riduzione del rischio di sostituzione derivante dalla gestione di una grande impresa. A tal proposito, la riduzione del perimetro aziendale, consentendo una riduzione dei costi di monitoraggio del management e, di conseguenza, una minore possibilità per essi di adottare un comportamento opportunistico, si traduce in una maggiore efficienza aziendale ed in un aumento del suo valore. In effetti, la presenza della relazione di agenzia costituisce tanto un elemento la cui riduzione libera valore, quanto un elemento che influenza l'operazione di disinvestimento. In merito a tale secondo aspetto l'influenza maggiore interessa la scelta dell'unità oggetto di disinvestimento; nella fattispecie, poiché la teoria dell'agenzia suggerisce che il management non è interessato a massimizzare il profitto ma solo a realizzare operazioni che lo proteggano da sostituzioni o riduzioni del loro prestigio, la scelta dell'unità da disinvestire dipende fortemente dal gruppo che all'interno dell'azienda ha il maggior potere decisionale (Bergh, 1995). Secondo l'impostazione di Bergh:

- quando la proprietà è fortemente concentrata nelle mani di pochi soggetti sono loro a possedere il potere decisionale. In tale situazione i manager sono controllati e incentivati ad operare nell'interesse dei soci disinvestendo quelle unità che creano sinergie negative e che non sono correlate col resto dei business;
- quando invece il numero dei soci è elevato il potere è di fatto nelle mani del management. In tale circostanza, infatti, la possibilità di controllare che i soci controllino l'operato del management è estremamente ridotta e ciò consente loro di agire nel proprio interesse senza operare con l'obiettivo di massimizzazione del profitto; quando il management può scegliere

liberamente, le unità disinvestite saranno quelle correlate, dal momento che necessitano di maggiori sforzi e competenze da parte del management.

A parere di chi scrive, comunque, il ricorso al disinvestimento tramite Corporate Sell Off in presenza di imprese eccessivamente diversificate non appare la soluzione preferibile. Quando le imprese sono di tipo conglomerale, infatti, ciascun business corre il rischio di essere sottovalutato rispetto al suo reale valore e, di conseguenza, la soluzione migliore per gli azionisti non sembra il Corporate Sell Off, dal momento che chiaramente essi non riceveranno effettivi benefici dalla vendita di un asset sottovalutato, ma sembra ragionevole attenderci che imprese in tale situazione propenderanno per le altre modalità di disinvestimento, che, imponendo una maggiore trasparenza, riducono le asimmetrie informative tra i venditori e gli offerenti e riallineano il valore di mercato con il valore effettivo. Tale problema potrebbe comunque venire parzialmente risolto tramite gli adempimenti di disclosure realizzati nelle vendite private ovvero non si presenta quando a causa dello stato dei mercati azionari la transazione del business sul mercato pubblico deprimerebbe il suo reale valore, elemento che identifica la transazione privata l'alternativa più vantaggiosa per gli azionisti. Talvolta, inoltre, la cessione del business ad organizzazioni in grado di valorizzarlo meglio di quanto avvenga nell'organizzazione del seller permette a quest'ultimo di ottenere un corrispettivo che non si limita al valore attuale dei futuri cash flows della business unit ma riflette le opportunità che il buyer può cogliere acquisendolo, in particolar modo quando si tratta di un acquirente industriale.

Un approccio più strettamente finanziario individua una correlazione positiva tra una situazione di difficoltà finanziaria ed il ricorso alle operazioni di Corporate Sell Off (Steiner, 1997) (Lang, Poulsen and Stulz, 1995); secondo tale impostazione le imprese vendono assets, e più in generale business, per ottenere liquidità quando ottenere fondi tramite altre modalità risulterebbe complesso o eccessivamente oneroso a causa di un'elevata leva finanziaria o / e ridotte

performance piuttosto che per la scoperta che qualche altra azienda ha una più efficiente capacità di gestione di un determinato business. I fondi ottenuti tramite tale transazione possono essere utilizzati dalle imprese per perseguire un duplice obiettivo: da un lato, ridurre il loro livello d'indebitamento, e dall'altro intraprendere nuovi investimenti più sicuri e remunerativi; entrambe le alternative, comunque, appaiono finalizzate ad un medesimo scopo: il miglioramento della struttura del capitale. È importante notare anche come, se è vero che numerose evidenze empiriche hanno evidenziato un aumento nel valore delle partecipazioni azionarie in aziende che annunciano operazioni di cessione è altrettanto vero che le reazioni del mercato risentono fortemente delle destinazioni d'uso dei proventi (Lang, Poulsen and Stulz, 1995): l'aumento di valore è significativamente positivo quando le imprese destinano il ricavato per ripagare i propri debiti e poco significativo quando, invece, le imprese prevedono di mantenere i proventi nell'organizzazione.

Importanti contributi contestano il ricorso alla vendita di business da parte di imprese col semplice scopo di ottenere risorse dal momento che esse potrebbero egualmente riceverle ricorrendo al mercato. In realtà, a causa dei costi d'uso del mercato, dei costi di agenzia e dello sconto da diversificazione presente nelle imprese multibusiness, benché quella del Corporate Sell Off sia una decisione drammatica e non reversibile appare preferibile, in particolare agli occhi del management, nonostante le note remore alla cessione da parte dell'organo gestionale¹², per almeno tre ragioni (Lang, Larry, Poulsen e Stulz, 1995):

- Qualora la leva finanziaria dell'azienda sia elevata raccogliere capitale sul mercato diventerebbe estremamente complesso;
- Le asimmetrie informative possono essere considerate meno svantaggiose da parte di un buyer che acquisti un business per intero, piuttosto che una semplice partecipazione;

¹² Trattasi delle Barriere al disinvestimento di tipo Manageriale approfondite nel Cap.1 Par. 6

- Nel caso in cui il management voglia vendere per perseguire propri interessi la vendita privata non richiede l'elevata disclosure richiesta dal mercato.

I driver della creazione del valore nel Corporate Sell Off				
Aumento del focus aziendale	Eliminazione delle sinergie negative	Better fit with the buyer	Risoluzione dei problemi di agenzia	Financial Distress

Figura 13. I driver della creazione di valore nelle operazioni di Corporate Sell Off. Fonte: Elaborazione personale.

Evidentemente, tali motivazioni possono presentarsi singolarmente, ovvero insieme, in diversi momenti della vita di un'impresa. L'individuazione di una nuova opportunità d'investimento in un'area strettamente correlata al core business, ad esempio, può fungere da input per una riorganizzazione dei business aziendali e portare l'impresa a rifocalizzare l'impresa eliminando le sinergie negative e beneficiando sia del guadagno associato al nuovo investimento sia dalla cessione del business ad un soggetto economico che lo acquisisce nella consapevolezza di saperlo valorizzare, e quindi gli assegna un prezzo maggiore.

2. Corporate spin off

L'operazione di Corporate Spin off consiste nell'apporto da parte di un soggetto del complesso o di un singolo ramo aziendale ad un altro soggetto di nuova costituzione ovvero già esistente, con la contestuale assegnazione delle azioni dell'unità conferita agli azionisti della scorporante proporzionalmente alla quota

di partecipazione di ciascun azionista nella stessa; tale operazione, quindi, non producendo flussi di cassa, non genera alcuna infusione di cassa a beneficio della scorporante.

A seguito di tale operazione, la conferente (l'azienda che esegue il Corporate Spin Off) e la conferitaria (la beneficiaria) condividono la medesima compagine azionaria per composizione e rapporti di forza, ma possiedono un proprio management ed operano indipendentemente, seppure in molti casi tra la parent e l'unità disinvestita vengono mantenuti legami di carattere formale od informale.

La decisione di realizzare un Corporate Spin Off presuppone che i gestori della parent considerino, oltre ai vantaggi immediati, le implicazioni di lungo termine di tale operazione: la creazione di una nuova entità legale, infatti, è giustificata unicamente dalla ragionevole certezza che essa sia in grado di sopravvivere e continuare ad operare autonomamente.

PRE SPIN-OFF

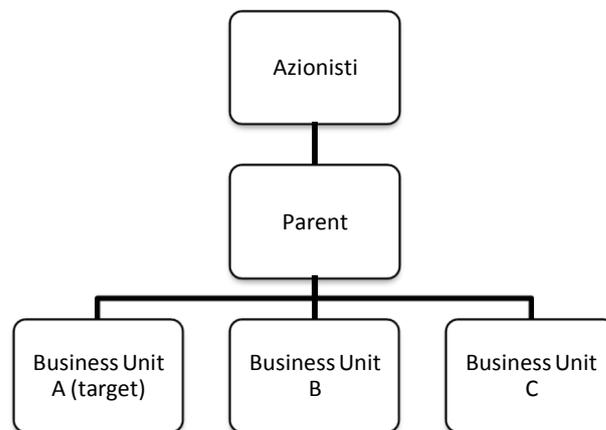


Figura 14. Situazione ante Corporate Spin Off. Fonte: Elaborazione personale

POST SPIN-OFF

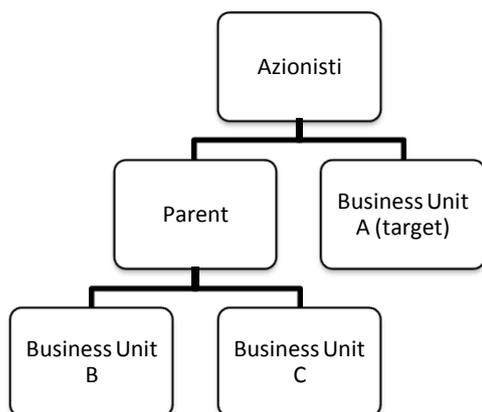


Figura 15. Situazione post Corporate Spin Off. Fonte: Elaborazione personale

Dalla nostra ricerca sull'argomento è emerso che il termine Spin Off viene utilizzato indifferentemente per fare riferimento a due fattispecie tra loro differenti:

- *Spin Off da ricerca.* Tale Spin Off consiste in un'iniziativa imprenditoriale avviata da soggetti che hanno accumulato conoscenze e esperienze nell'ambito del loro percorso lavorativo. Generalmente, lo Spin Off da ricerca identifica lo Spin Off Accademico, nel quale la figura imprenditoriale è rappresentata da professori o ricercatori universitari, Università o Enti di ricerca ed ha lo scopo di applicare i know how sviluppati e valorizzare da un punto di vista economico le conoscenze derivanti dalla pubblica ricerca universitaria. La propensione all'innovazione di questo genere di imprese, che deriva dall'accesso libero e continuativo ad un flusso informativo costantemente aggiornato, è indubbiamente un vantaggio estremamente significativo che ha comportato un rapido sviluppo dello strumento sia in Europa che nel Nord America;
- *Spin Off di imprese.* Tali operazioni sono quelle di cui ci occupiamo in questo elaborato e rappresentano la creazione di nuove entità aziendali da parte di uno o più soggetti individuali che decidono di distaccarsi dalla

realtà nella quale operano ovvero da parte dell'impresa stessa che decide di distaccare parte della propria organizzazione. Il principale vantaggio derivante da tali operazioni è la possibilità di incrementare il livello di innovazione, di specializzazione e di divisione del lavoro.

2.1. *Le varianti del Corporate Spin off*

L'operazione precedentemente descritta corrisponde alla fattispecie *100% Spin Off*, nella quale, appunto, tutte le azioni dell'azienda Spin Off vengono distribuite ai soci della parent. In alcuni casi, tuttavia, la casa madre può realizzare uno *Spin Off Parziale* cedendo solo parte delle azioni dell'azienda Spin Off e detenendo temporaneamente le restanti nel proprio portafoglio assicurandosi in questo modo il guadagno di proventi di cassa posticipando, comunque, la cessione delle stesse ad un secondo momento.

Il Corporate Spin Off si declina in ulteriori varianti:

- Lo *Split Up*. E' una transazione nella quale l'azienda parent viene suddivisa in una o più aziende diverse le cui azioni vengono attribuite ai soci della parent secondo modalità definite di volta in volta; a seguito della disgregazione, la casa madre cessa di esistere. Oltre a ragioni di carattere strategico i Corporate Split Ups sono spesso motivati da espresse richieste governative ai fini della ricomposizione delle dinamiche concorrenziali; in tali circostanze è necessario che le aziende Split Ups siano totalmente indipendenti le une dalle altre escludendo, in tale modo, il rischio di monopolio.
- Lo *Split Off*. Consiste in una transazione nella quale una parte degli azionisti della casa madre riceve azioni della scorporata, rinunciando alle azioni possedute nella parent. Tale operazione è equivalente ad un

riacquisto delle azioni proprie da parte della casa madre con la particolarità che si utilizzano azioni della nuova entità anziché denaro contante. Generalmente, lo Split Off segue una precedente operazione di Spin Off nella quale le azioni sono state cedute al pubblico, cosicché il valore di negoziazione delle azioni della società nata grazie alla separazione del business dalla parent possa essere usato nella definizione del rapporto di cambio nello Split Off (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2013). La fondamentale differenza tra lo Spin Off e lo Split Off è che dopo il completamento dell'ultimo le azioni dell'azienda "splittata" non sono distribuite pro rata tra i vecchi azionisti della parent dal momento che alcuni azionisti deterranno unicamente azioni della nuova entità, altri solo azioni della parent, altri ancora le deterranno entrambe. Tale fattispecie è caratterizzata da una notevole flessibilità e può soddisfare le preferenze degli azionisti laddove essi abbiano delle preferenze nel possedere determinate azioni anziché altre (PwC, 2012).

2.2. Il processo di vendita

Il processo di Corporate Spin Off dura tipicamente sei mesi: nei primi due vi è la preparazione operativa dell'operazione e l'annuncio della stessa, nei restanti quattro avviene la procedura di adeguamento alle normative ed il processo di divisione e distribuzione delle partecipazioni azionarie.

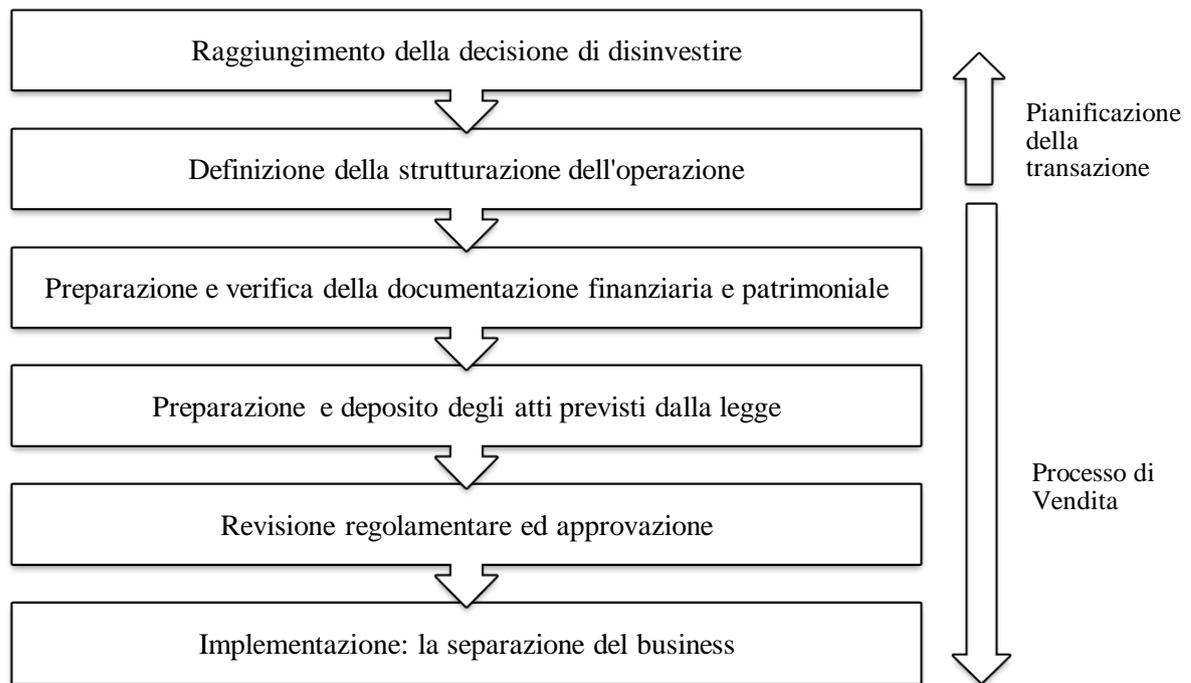


Figura 16. Le fasi del Processo di Disinvestimento Fonte: Elaborazione personale dal rapporto Pwc (2012)

Il Corporate Spin Off può essere suddiviso in 4 momenti fondamentali (Chemmanur and Yan, 2004).

Nella prima fase il consiglio d'amministrazione valuta la possibilità di eseguire uno scorporo e decide in merito a tale possibilità; qualora la decisione sia positiva i soci della parent ricevono l'informazione sulla base della quale decidono quale ruolo rivestire nell'operazione e se mantenere il controllo di entrambe le società ovvero cedere il controllo della scorporata. Uno dei momenti fondamentali nella pianificazione di un'operazione di Corporate Spin Off consiste nella scelta dell'unità da disinvestire: nel caso in cui la scelta interessi un'intera sussidiaria operante autonomamente il processo si rivela tutto sommato semplice poiché il business ceduto possedeva già una propria indipendenza ed i suoi confini erano ben definiti; nel caso in cui, invece, si decida di scorporare una divisione o una parte di un business più grande la procedura di separazione dalla parent diventa molto più complessa, poiché si dovranno identificare le attività e le operazioni che la parent deterrà per sé e quelle che trasferirà alla parent e

dovranno essere effettivamente effettuati tali trasferimenti (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2013).

Nella fase successiva avviene l'annuncio della decisione di Spin Off e la pubblicazione di un Piano che descriva le finalità del progetto e gli obiettivi aziendali, i compiti da svolgere e la loro rispettiva assegnazione, gli individui coinvolti e le tempistiche da rispettare. La descrizione di tali aspetti, che semplifica le procedure di stesura degli accordi, consente di verificare l'aderenza del risultato al progetto e garantisce che le variabili strutturali siano identificati sin dall'inizio del processo (Kotran, Katz and Khan, 2010). Il periodo che intercorre tra la data dell'annuncio dell'operazione e la *record date*, nella quale vi è la precisa individuazione delle partecipazioni spettanti a ciascun azionista della parent nella scorporata e l'articolazione del futuro organo amministrativo, è il momento nel quale deve essere raccolta la più grande quantità di informazioni sulla base delle richieste della *Security Exchange Commission (SEC)* che richiede la redazione di un prospetto informativo stilato sulla base dei contenuti del *Form 10* e che contenga informazioni finanziarie e patrimoniali della parent e della scorporata, i dettagli dell'operazione e una descrizione analitica del business della target. Tale prospetto deve essere, quindi, inviato alla SEC, che è deputato a esprimersi in merito alla pubblicazione del prospetto informativo.

Nell'attesa dell'autorizzazione la parent può fare richiesta all'*Internal Revenue Service* di beneficiare del regime di neutralità fiscale *ex Section 355* che propone un trattamento esente da tasse qualora l'operazione realizzata non preveda la distribuzione di denaro o altra attività liquida e non preveda la vendita di intere entità aziendali. Tale norma individua cinque condizioni da soddisfare affinché l'operazione venga ammessa al regime di neutralità fiscale che coinvolgono sia la fase "*Pre Spin-Off*" che quella "*Post Spin-Off*":

- a. La parent deve detenere il controllo nella target prima dello scorporo; controllo che si identifica nel possesso di almeno l'80% delle azioni dotate

- di diritto di voto e nell'80% di ogni classe di azioni sprovvista del diritto di voto;
- b. Il Corporate Spin Off non deve essere utilizzato unicamente come mezzo per evitare la tassazione dei dividendi e realizzare un piano di evasione fiscale;
 - c. L'operazione deve avere una motivazione significativa diversa dal risparmio fiscale;
 - d. Dopo l'operazione sia la parent che la target devono rimanere attive ed inserite nella stessa attività commerciale o industriale nella quale erano state operative per almeno 5 anni prima dello Spin Off;
 - e. Gli azionisti della parent devono mantenere una partecipazione significativa sia nella parent che nella target successivamente alla transazione.

Tale regime di neutralità si applica unicamente all'operazione di scorporo e non anche ad una eventuale successiva vendita delle medesime azioni a terzi, nel qual caso gli azionisti saranno sottoposti a tassazione in proporzione all'eventuale capital gain ottenuto come differenza tra il prezzo di vendita delle partecipazioni e il loro valore contabile.

Dopo l'approvazione da parte della SEC del Form 10 predisposto dalla parent, l'assemblea dei soci, analizzato attentamente il prospetto informativo reso noto almeno un mese prima rispetto alla data di registrazione, emette la delibera di approvazione del progetto e matura il diritto di ricevere azioni della sussidiaria in base al rapporto di cambio stabilito.

La quarta ed ultima fase consiste nel *closing*, ovvero nella effettiva emissione delle azioni della sussidiaria sul mercato che coincide col momento di separazione della target dalla parent. Tale fase consente una valida regolazione del prezzo di vendita delle azioni al quale gli azionisti della parent non interessati a mantenere una partecipazione nella target possono vendere le proprie azioni.

2.3. *Le motivazioni e i driver della creazione del valore*

La particolare struttura dell'operazione, ed in particolare l'assenza di flussi di cassa generati direttamente, suggerisce che più che a motivazioni di carattere economico, tale strumento risponda ad obiettivi di carattere organizzativo. Ciò, comunque, non significa che tali operazioni non realizzino incrementi di valore dal momento che un elevato numero di studi (Veld e Veld-Merkoulova, 2004) ha dimostrato elevati rendimenti contestualmente all'annuncio e fino ai tre anni successivi.

I vantaggi conseguibili tramite un'operazione di Corporate Spin Off possono essere riassunti in tre categorie principali (Costa, 2002):

- Incremento del tasso di innovazione;
- Maggiore motivazione per il management e i dipendenti;
- Riassetto organizzativo per correggere rigidità e inefficienze.

In effetti, una delle motivazioni che contraddistingue tale modalità di disinvestimento dalle altre è la considerazione che il Corporate Spin Off sia un importante metodo per cogliere opportunità di crescita in nuovi mercati o in settori altamente tecnologici (Kuratko and Audretsh, 2009). Attraverso tale strumento, facendo leva sulle conoscenze di base della parent, è possibile accrescere e sviluppare il patrimonio di competenze aziendali servendosi della target, con lo scopo di rafforzare il vantaggio competitivo della casa madre attraverso il legame mantenuto con la società Spin Off (Covin and Miles, 1999) (Kuratko and Audretsh, 2009) (Bruneel, Van de Velde and Clarysse, 2013); tale ragionamento spiega l'elevato sostegno delle parents alle operazioni di Corporate Spin Off ed il mantenimento di legami formali come le partecipazioni al capitale e gli accordi di licenza (Zahra, 1996). Attraverso la separazione della target dalla parent, la prima può sperimentare nuove tecnologie e pratiche commerciali altrimenti impraticabili nella struttura tradizionale aziendale ed introdurle

successivamente nell'organizzazione della parent. Il beneficio del mantenimento del legame con la parent è stato dimostrato da numerosi studi, i quali dimostrano l'esistenza di un vantaggio comparato delle aziende Spin Off nei confronti delle start up imputabile essenzialmente all'assorbimento delle routine e delle procedure della parent e della possibilità di accedere alle sue risorse e infrastrutture. Generalmente, la linea di business che la target sviluppa non è strettamente correlata alle attività della parent e si concentra spesso su innovazioni radicali che non consentono di individuare chiaramente le possibilità di successo; tale elemento è quello che scoraggia più di tutti il mantenimento di un'unità fortemente innovativa all'interno della stessa entità, dal momento che il fallimento delle iniziative della target si ripercuoterebbero immediatamente sull'intera organizzazione.

Quando lo Spin Off è realizzato in tale ottica, gli investimenti in R&S della target sono estremamente elevati, il rischio operativo è particolarmente alto e i risultati di tale processo necessitano di diversi anni prima di manifestarsi. Il vantaggio della parent, quindi, si traduce nella possibilità di continuare ad operare tradizionalmente nel proprio mercato ed utilizzare la propria tecnologia, senza esporsi ad alcun rischio e senza sottrarre investimenti o risorse al business originario ma riservandosi la possibilità di beneficiare dei risultati dell'innovazione sviluppata dalla target quando essa sarà pronta ad essere traslata sul mercato dei prodotti finiti.

La capacità di innovazione, comunque, non si intende unicamente in senso scientifico o tecnologico poiché con tale espressione si vuole intendere anche l'innovazione di carattere organizzativo; la diffusione di una nuova cultura gestionale, infatti, può contribuire ad incrementare il livello di competitività aziendale anche quando a questo rinnovamento della cultura non segue alcuna innovazione di carattere strettamente tecnologico.

Non meno frequentemente, il ricorso al disinvestimento è motivato dalla volontà della parent di rifocalizzare le proprie attività sul core business e semplificare la

propria organizzazione. Effettivamente, la rifocalizzazione che segue lo Spin Off interessa tanto l'attività della parent che quella della target: il Corporate Spin Off, infatti, permette a ciascuna unità di focalizzare chiaramente i propri piani strategici ed operativi senza interferenze né deviazioni derivanti dalla gestione di business troppo lontani tra loro (Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2013); evidentemente questo aumenta l'efficienza di entrambe le realtà aziendali grazie all'eliminazione delle sinergie negative. La riduzione del livello di diversificazione, inoltre, in virtù della separazione delle entità e della possibilità di osservare direttamente i risultati di ciascuna di esse, getta le basi per la creazione di sistemi di incentivazione manageriale, che, allineando gli obiettivi di management e azionisti, riducono i problemi di agenzia.

Alla focalizzazione precedentemente esposta si aggiunge quella di carattere geografico che induce, talvolta, le aziende a separare le unità di business "estere". La letteratura sul tema è abbastanza controversa poiché vi sono diversi contributi sia a favore che contro circa la capacità di tale operazione di aumentare il valore aziendale. Le motivazioni a favore sono le seguenti (Veld e Veld-Merkoulova, 2004): i) la riduzione della complessità riduce i costi di monitoraggio e coordinazione; ii) tale strumento può porre rimedio all'internazionalizzazione realizzata col solo obiettivo di aumentare le dimensioni dell'impero manageriale; iii) si riduce il ricorso alle sovvenzioni incrociate a favore delle unità meno profittevoli. Le motivazioni contrarie sono invece (Veld e Veld-Merkoulova, 2004): i) la possibile riduzione delle economie di scala che segue lo Spin Off; ii) il fatto che tale "cessione" può rappresentare un ripensamento dell'azienda che aveva inizialmente internazionalizzato; iii) ridurre la propria espansione geografica può divenire un elemento di svantaggio competitivo nei confronti dei rivali che continuano ad operare su base internazionale. Possiamo concordare, inoltre, con Veld e Merkoulova (2004) circa la considerazione che la capacità o meno del Corporate Spin Off di realizzare un aumento del valore aziendale quando questo contempla la

separazione di una unità estera dipenda dalle considerazioni che inducono ad aumentare l'espansione geografica e quelle che invece inducono a ridurla.

Un'altra ragione che spinge frequentemente le imprese a realizzare un Corporate Spin Off è la presenza di asimmetrie informative tra il management e l'esterno dell'impresa che causa la sottovalutazione delle imprese nel mercato dei capitali in virtù delle difficoltà che gli operatori incontrano nel capire l'effettivo valore di ciascun business e dell'azienda nella sua totalità. Il Corporate Spin Off comportando la riduzione del numero dei business e quindi la riduzione della complessità dell'organizzazione aziendale, aumenta la trasparenza ed inoltre, la circolazione di un elevato numero di strumenti dell'azienda sul mercato rende il sistema dei prezzi più efficiente e riduce ancor di più le incertezze valutative degli operatori di mercato.

L'aumento di informazioni derivante da tali operazioni è dovuto a due ragioni (Chemmanur e Liu, 2011). In primo luogo, la suddivisione delle imprese conglomerate in realtà meno complesse che producono proprie informazioni pubbliche riducono i costi associati alla ricerca di informazioni relative a ciascuna unità da parte degli investitori esterni; in secondo luogo, poiché solitamente accade che i diversi investitori siano specializzati nella produzione di informazioni relativi ad un solo determinato segmento della società e non degli altri, il disinvestimento incoraggia la produzione di informazioni da parte di ciascun investitore e aumenta la presenza di informazioni generali nel sistema.

Il vantaggio legato alla riduzione delle asimmetrie informative è confermato da un importante studio (Krishnaswami e Subramaniam, 1999) dal quale è emerso che le operazioni di Corporate Spin Off in aziende caratterizzate da elevate asimmetrie informative presentano rendimenti maggiori delle stesse operazioni realizzate in cui vi sono ridotte asimmetrie informative.

L'operazione di Corporate Spin Off, in ultima istanza, si traduce frequentemente nell'assegnazione di dividendi non tassabili agli azionisti della parent, non

sottoforma di cassa ma tramite la distribuzione delle azioni; la non tassabilità, un indubbio vantaggio per gli azionisti, può anch'esso rappresentare un incentivo alla scelta di tale modalità di disinvestimento (De Pamphilis, 2007). Tale considerazione, invero, è valida unicamente in quei paesi nei quali la non tassabilità è applicabile.

I driver della creazione del valore nel Corporate Spin Off				
Aumento del focus aziendale (anche geografico)	Eliminazione delle sinergie negative	Risoluzione dei problemi di agenzia	Sviluppo della innovazione	Riduzione delle asimmetrie informative

Figura 17. I driver della creazione di valore nelle operazioni di Corporate Spin Off. Fonte: Elaborazione personale.

3. Una categoria particolare di azioni: le Tracking Stock

Le Tracking o Target Stock rappresentano una classe separata di azioni ordinarie dell'azienda parent che legano il guadagno degli azionisti alla performance di un particolare segmento o una specifica business unit.

Il ricorso all'emissione di tale tipologia di azione trova il suo fondamento nella volontà di consentire al mercato una valutazione inequivocabile delle differenti unità dell'impresa basata sulle loro stesse performance.

Sia gli investitori, che la stessa casa madre, ricevono benefici dall'emissione di tale categoria di azioni: gli investitori possono investire in una singola unità operativa di un'impresa diversificata mentre la parent, creando una nuova classe di azioni, può ottenere nuovi fondi da parte degli investitori e basare sulla

distribuzione di questa categoria di azioni un piano di incentivazione rivolto ai manager a capo di ciascuna unità.

In ultimo, l'emissione di Tracking Stock può rivelarsi idonea a semplificare il processo di uscita dalla business unit target.

Tale emissione presenta diverse analogie col processo di Corporate Spin Off precedentemente analizzato; entrambi gli strumenti, infatti, consentono di rilevare separatamente i risultati finanziari di target e parent. Tuttavia, se nello Spin Off vi è totale indipendenza della target, la quale possiede un proprio organo amministrativo che opera indipendentemente da quello della parent, nel caso di emissione di Tracking Stock il management della parent mantiene il controllo sulle attività della business unit target.

Tale operazione presenta evidenti vantaggi e altrettante limitazioni (Weston, Siu and Johnson, 2001). I vantaggi più evidenti sono legati a:

- La non tassabilità dell'emissione azionaria;
- La valutazione separata che il mercato può realizzare delle diverse unità aziendali;
- La possibilità di predisporre piani d'incentivazione diretti a ciascun manager di ciascun business;
- L'aumento di flessibilità nella raccolta del capitale;

Gli svantaggi invece dipendono da:

- La poca attrattività delle azioni a causa del mantenimento del controllo sull'unità target da parte della parent;
- I possibili conflitti tra le diverse business units aziendali in merito all'allocazione delle risorse e alla definizione dei prezzi di vendita nel mercato interno delle risorse;
- La poca innovazione introdotta nella gestione a causa della medesimezza dell'organo amministrativo.

4. Equity Carve Out

L'Equity Carve Out è un'operazione complessa consistente nell'IPO di una parte delle azioni ordinarie di una determinata società interamente controllata da una parent ed è considerata come una transazione *intermedia* ed *ibrida*.

La sua *ibridità* deriva dalla sua somiglianza sia con il Corporate Sell Off che con il Corporate Spin Off: così come nello Spin Off, infatti, nell'Equity Carve Out le azioni della sussidiaria sono scambiate separatamente da quelle della parent, prevedendo, però, un'infusione di cassa nella parent, anziché una divisione pro rata delle stesse tra gli azionisti, elemento che, invece, avvicina tale strumento al Corporate Sell Off. Da entrambe le modalità, comunque, l'Equity Carve Out si differenzia in virtù del ruolo post-disinvestimento della parent nella target: nella quasi totalità dei casi, infatti, vi è la permanenza del controllo della target “nelle mani” della parent (Allen and McConnell, 1998).

Essa è, inoltre, spesso considerata un'operazione *intermedia* poiché nelle maggioranza dei casi entro pochi anni dall'Equity Carve Out il business oggetto della quotazione viene riacquistato o ceduto totalmente (Klein, Rosenfeld and Beranek, 1991).

In altre parole, un'Equity Carve Out, chiamato anche Partial IPO, si sostanzia in una tipologia di Spin Off nella quale il ramo che si intende “disinvestire” viene conferito ad un veicolo societario che viene poi sottoposto ad IPO. Generalmente, la quota di maggioranza del capitale netto della casa madre non viene ceduto, e solo la minoranza viene destinata al pubblico tramite IPO (Shipper and Smith, 1986); quando la cessione viene effettuata direttamente dalla divisione si parla di *primary issue* e non prevede alcuna conseguenza fiscale; al contrario, quando le azioni vengono cedute dalla casa madre si parla di *secondary issue* e l'operazione subisce una tassazione a carico della parent.

Le figure 18 e 19 rappresentano rispettivamente la situazione pre Equity Carve Out, nella quale il business target (A) è posseduto interamente dalla parent e la

situazione post Equity Carve Out, nella quale, invece, le partecipazioni della parent sono detenute per l' $X\%$ dalla parent e l' $(1-X)\%$ da nuovi azionisti i quali versano contestualmente alla parent il prezzo delle azioni acquistate.

La nuova società “veicolo”, le cui azioni otterranno una valutazione del loro valore sul mercato, saranno sottoposte a tutti i vincoli e requisiti propri delle public companies.

PRE EQUITY CARVE OUT

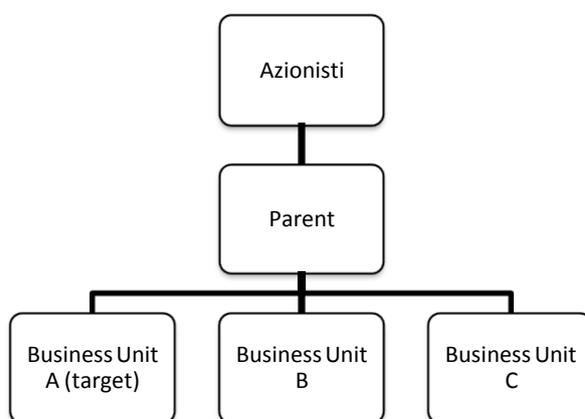


Figura 18. Situazione ante Equity Carve Out. Fonte: Elaborazione personale

POST EQUITY CARVE OUT

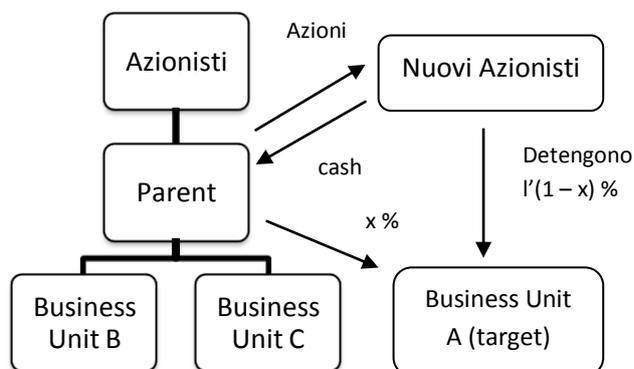


Figura 19. Situazione Post Sell Off. Fonte: Elaborazione personale

L'Equity Carve Out prevede due diverse modalità di realizzazione che si differenziano nella pre-esistenza o meno della sussidiaria che viene in parte ceduta: il *Subsidiary Equity Carve-Out* e il semplice *Initial Public Offering* (De Pamphilis, 2007): 1) Quando l'Equity Carve Out si sostanzia in una transazione nella quale la parent crea una nuova e indipendente entità legale e assegna parte (la minoranza) dello stock azionario della stessa al pubblico si parla di *Subsidiary Equity Carve-Out*. Sebbene la parent ne detenga il controllo tramite il mantenimento della maggioranza, la composizione della compagine azionaria, che dipende dalla vendita dell'equity sul mercato, può evidentemente risultare totalmente diversa da quella propria della parent. Le risorse derivanti dalla vendita dell'equity possono essere detenute dalla sussidiaria ovvero trasferite alla parent sottoforma di dividendi o finanziamento intercompany; 2) Qualora, invece, l'entità legale che accoglie la target sia già esistente, formalizzata e legalmente distinta dalla casa madre, l'operazione si risolve semplicemente nella vendita di una parte dello stock di un'azienda precedentemente detenuta interamente dalla parent; in tal caso si parla di *Initial Public Offerings* e ciò crea un'infusione di cassa nella parent, che può essere conservata in azienda ovvero distribuita tra i soci.

4.1. La riacquisizione o la cessione totale dell'unità oggetto di Equity Carve Out

Come anticipato, generalmente l'operazione di Equity Carve Out rappresenta una fase intermedia nell'implementazione del piano strategico della parent. Nella fattispecie, nella maggior parte dei casi all'Equity Carve Out segue la completa cessione del business ovvero il suo riacquisto da parte della casa madre e, pertanto, si è soliti considerare l'Equity Carve Out come un'opzione reale, e

nello specifico una *call option* a riacquistare o una *put option* a vendere (Perotti e Rossetto, 2007). Perotti e Rossetto (Perotti e Rossetto, 2007) dimostrano l'esistenza di un legame tra la motivazione che induce la parent a disinvestire tramite questa modalità e la successiva riacquisizione dell'unità target; nella fattispecie sostengono che la probabilità di una riacquisizione della target successivamente a tale operazione aumenta quando obiettivo della parent sia accertare l'esistenza di una sinergia tra se stessa e la target; sinergia, la cui presenza non può essere verificata quando la target è parte dell'organizzazione. Dopo il Carve Out, quindi, qualora la relazione tra le due unità presenti sinergie positive, la parent riacquisirà la target all'interno della propria organizzazione, in assenza la cederà totalmente a terzi. Basandoci sulle considerazioni di questi autori, quindi, se il motivo che spinge la parent è sbloccare il valore della controllata, all'operazione di Carve Out seguirà, molto probabilmente, un'ulteriore operazione di cessione ovvero di riacquisto. Ulteriori studi (Desai, Klock and Mansi, 2011) confermano l'ipotesi di Perotti e Rossetto e evidenziano una correlazione positiva tra la probabilità che il business oggetto di Equity Carve Out venga riacquisito e ulteriori due elementi; nel dettaglio, la probabilità che il business venga riacquistato dalla parent aumenta:

- Qualora la parent detenga la maggioranza nella composizione della compagine azionaria dell'entità creata per l'Equity Carve-Out;
- Qualora la parent e la target presentino una elevata connessione in termini di prodotto-mercato o relazioni finanziarie (Boone, 2003).

Al contrario, quando, si dimostra l'assenza di sinergie e la cessione del business target diventa totale, l'Equity Carve Out rappresenta un primo passo volto al trasferimento del controllo aziendale a soggetti terzi in grado di incrementarne il valore (Hulburt). Suddividendo l'azienda in business di dimensioni minori, si consente agli offerenti di acquisire il controllo aziendale senza sostenere immediatamente i costi associati ad un'operazione di Corporate Sell Off.

4.2. *Il Procedimento*

Il processo di Equity Carve Out si può scomporre in due momenti fondamentali: il primo, in cui la linea di business scelta viene consolidata attraverso la costituzione di una Subsidiary alla quale vengono assegnate le attività e passività e, il secondo, nel quale avviene la cessione di parte delle azioni della società controllata al pubblico tramite IPO.

In base al soggetto offerente l'operazione di Equity Carve Out può essere realizzata adottando due differenti procedimenti (Von Roger Rudisuli, 2005):

- *Primary Carve-Out*: In questa fattispecie è la stessa controllata a vendere azioni della società Carve-Out agli investitori esterni tramite IPO; la parent, quindi, non riveste alcun ruolo attivo nell'operazione di vendita delle azioni ma ne subisce gli effetti a causa di una diluzione della propria partecipazione nella target. A fronte della vendita di nuove azioni a investitori esterni la target sostiene un aumento di capitale, realizzando, di fatto, la procedura che configura l'*Offerta Pubblica di Sottoscrizione* poiché le azioni vendute sono di nuova emissione. Le risorse derivanti dall'IPO affluiscono direttamente alla target la quale può utilizzarle per stabilizzare la propria struttura di capitale oppure per finanziare la propria crescita;
- *Secondary Carve-Out*: Secondo tale modalità la vendita delle azioni della target ai nuovi azionisti tramite IPO viene effettuata dalla parent alla quale, di conseguenza, sono destinati i proventi derivanti da tale operazione. Tale fattispecie ricalca il modello dell'*Offerta Pubblica di Vendita*, in quanto avviene la cessione di azioni proprie della parent, ovvero già emesse. Anche in questo caso la parent subisce una diluzione della propria partecipazione nel capitale della target.

Quando la Casa Madre vende parte delle proprie azioni ma destina il ricavato all'azienda parent si realizza una modalità intermedia, raccoglie elementi sia del Primary che del Secondary Carve-Out.

Il procedimento di Equity Carve-Out non prevede alcun adempimento particolare in aggiunta a quelli richiesti per le semplici operazioni di IPO; nella fattispecie, non vi è alcun obbligo particolare per l'approvazione degli azionisti se non quando le azioni vendute rappresentano la quasi totalità delle azioni della sussidiaria. La particolarità associata a questo genere di operazioni consiste unicamente nella necessità di nominare dei rappresentanti degli azionisti di minoranza nell'organo amministrativo (Blanton, Perret and Taino, 2000); adempimento che vuole tutelare la minoranza degli azionisti, dal momento che, benché la composizione del consiglio d'amministrazione dovrebbe riflettere la nuova struttura proprietaria, solitamente, la gran parte delle nomine spetta alla parent in virtù della maggioranza dei voti posseduta.

Il processo di IPO della sussidiaria ricalca il processo di quotazione di una qualsiasi impresa e si basa su una profonda disclosure richiesta dalla SEC, l'autorità garante della trasparenza e correttezza informativa a vantaggio del mercato.

Il processo ha una durata media di almeno 8-9 mesi e può essere suddiviso in tre fasi, come emerge dalla figura 20:

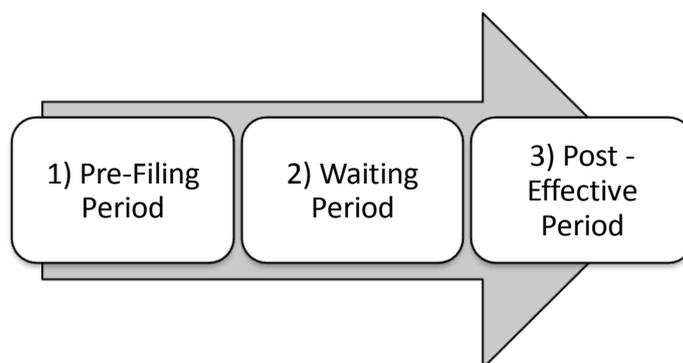


Figura 20. Macrofasi del processo di IPO. Fonte: Elaborazione personale

Il periodo di Pre-Filing è il periodo più intenso e impegnativo per l'impresa che intraprende un IPO e comprende: la selezione dei sottoscrittori delle azioni, l'organizzazione delle riunioni organizzative, l'implementazione della due diligence e la redazione della dichiarazione di registrazione. Tale dichiarazione, che viene redatta dopo una serie di incontri che avvengono in un periodo dalle quattro alle sei settimane tra i sottoscrittori, il team aziendale impegnato nell'operazione, i legali e la società di revisione, deve soddisfare tutti i requisiti richiesti dalla SEC tramite il Form S-1 che viene utilizzato come guida per la preparazione di una dichiarazione di registrazione accettabile dalla SEC.

Tale Form, che prevede la redazione di un documento in parte pubblico e in parte privato, è più esigente di quello richiesto per il Corporate Spin Off ed, in particolare, richiede la specificazione della destinazione delle risorse finanziarie derivanti dall'operazione e l'elenco e la descrizione di tutti i fattori, interni ed esterni, che influenzano il pricing.

La dichiarazione di registrazione, dopo essere stata redatta secondo tali indicazioni, deve essere inviata alla SEC per la sua approvazione. La data di deposito della richiesta, che è chiamata *Filing Date*, apre il *Waiting Period* che termina con la dichiarazione di efficacia della dichiarazione di registrazione. Dopo aver ricevuto la dichiarazione, la SEC inizia lo studio della documentazione alla ricerca di eventuali omissioni o inesattezze nel documento. Qualora la SEC ravvisi mancanze nella dichiarazione ne dà notizia all'emittente, tramite l'invio di una *deficiency letter*, il quale è chiamato a inviare le informazioni mancanti nel termine massimo di 20 giorni; qualora la SEC si ritenga soddisfatta, comunica immediatamente all'emittente l'efficacia della dichiarazione di registrazione.

In questo periodo gli underwriter possono offrire per iscritto gli strumenti azionari utilizzando un prospetto preliminare, definito "red herring". Nel periodo d'attesa alle aziende è concesso anche avviare l'attività di Pre-Marketing

attraverso una serie di incontri e presentazioni dell'operazione, chiamate *roadshow*, rivolti agli investitori istituzionali con lo scopo di promuoverla.

Dalla data in cui la SEC dichiara l'efficacia della dichiarazione di registrazione, si entra nel *Post effectiveness Period* nel quale l'impresa può iniziare la sottoscrizione e il collocamento delle azioni presso gli investitori. Prima di questo ultimo passo, avviene il pricing delle azioni e la redazione di un ultimo completo documento redatto con la SEC contenente l'offerta finale.

4.3. *Le motivazioni ed i driver*

Apparentemente, l'operazione di Equity Carve Out non presenta evidenti vantaggi per la casa madre essenzialmente a causa di tre motivazioni principali (Desai, Klock and Mansi, 2011):

- 1) L'elevato importo dei costi legali, di sottoscrizione e organizzativi che la parent deve sostenere per la realizzazione dell'operazione;
- 2) Gli eventuali undepricing delle azioni per assicurarsi il successo nella collocazione;
- 3) La nuova attribuzione dei profitti "a scapito" dei soci. Prima dell'Equity Carve Out i profitti della sussidiaria spettavano interamente alla parent, successivamente all'operazione essi spettano pro rata anche ai nuovi soci di minoranza.

Tuttavia, ad un'analisi più attenta, emergono le motivazioni e i driver che spiegano la creazione di valore e che inducono le aziende parent a intraprendere tali operazioni.

Analogamente alle altre modalità di disinvestimento, anche l'Equity Carve Out consente alle imprese coinvolte un miglioramento delle performance operative grazie, in primo luogo, ai vantaggi derivanti dalla focalizzazione sul core business aziendale. In particolare, miglioramenti sul focus aziendale comportano

aumenti nella valutazione del valore dell'impresa poiché le competenze manageriali possono essere sfruttate in misura maggiore in presenza di business correlati tra loro piuttosto che quando la classe manageriale si trova a gestire asset non attinenti al core business (Comment and Jarrel, 1995). Da tali considerazioni discende che non solo la parent, ma anche la target, subirà un aumento di valore conseguente all'incremento del focus aziendale. La sola "parziale" separazione del business oggetto di Carve Out dal resto della parent ed il mantenimento di rapporti tra loro consente, inoltre, ad entrambe le imprese di continuare a godere dei vantaggi derivanti dall'esistenza di sinergie positive quali, ad esempio, l'esistenza di economie di scala e/o scopo che, originando importanti sinergie di costo e ricavo, migliorano le performance operative aziendali.

La riduzione della complessità aziendale e la creazione di strumenti azionari negoziati separatamente dal resto dei business aziendali consentono l'implementazione di piani d'incentivazione per i manager della sussidiaria, non attuabili in assenza di strumenti indicanti le performance di una singola unità di business. Dopo un'operazione di Carve Out, in sostanza, è possibile creare una struttura d'incentivazione maggiormente compatibile con gli interessi dei soci rispetto alla situazione ante Equity Carve Out¹³. Tale possibilità, allineando gli incentivi tra il management e gli azionisti aziendali, riduce il conflitto di agenzia nell'azienda aumentandone l'efficienza.

Grande importanza rivestono, inoltre, le ragioni basate sulla destinazione dei ricavi derivanti dall'operazione di Equity Carve Out. Tra le diverse *exit strategies*, l'Equity Carve Out è quella che consente all'azienda di soddisfare le proprie necessità bilanciando due esigenze contrapposte: da un lato il reperimento di fonti di finanziamento, dall'altro, il mantenimento del controllo societario. Questa particolarità consente alla parent di ricorrere all'Equity Carve

¹³ Tale ragionamento può essere esteso, al caso dell'emissione di particolari categorie di azioni ordinarie: le Target Stock (Cap.2 Par.3)

Out ed utilizzare i ricavi derivanti da tale operazione per: a) migliorare la struttura di capitale; b) finanziare la crescita della target. In merito al primo punto, la cassa realizzata può essere utilizzata per riequilibrare la leva finanziaria aziendale. Nei casi in cui la leva finanziaria sia eccessivamente elevata, anche se positiva, questo induce un aumento degli oneri finanziari e induce la parent a cercare di reperire cassa per ripagare parte dei propri debiti e ridurre gli tali oneri. Altrettanto spesso, inoltre, la cassa ottenuta può essere utilizzata per finanziare la crescita della stessa sussidiaria quando questo non può avvenire in modo vantaggioso attraverso il ricorso all'indebitamento e le risorse interne sono allocate in altri investimenti. In particolare, quando gli investitori individuano nell'operazione la possibilità di cogliere opportunità di crescita e svilupparle indipendentemente dal resto dell'impresa l'Equity Carve Out, l'operazione in oggetto è accolta in modo estremamente favorevolmente.

Un'altra ragione per spiegare l'adozione di tale metodo di disinvestimento è legata alla teoria delle asimmetrie informative; l'Equity Carve Out può essere visto come un'emissione indiretta di azioni da parte della parent (Nanda, 1991) motivata dalla constatazione che quando le azioni della casa madre sono sottovalutate e quelle della target sono sopravvalutate è molto più conveniente procedere con un'emissione di azioni da parte di quest'ultimo soggetto in modo da ottenere maggiori risorse dalla vendita delle partecipazioni.

In ultimo, come anticipato, tale modalità di disinvestimento consente alla parent di realizzare un'operazione senza carattere di definitività, lasciando la possibilità di scegliere nel futuro, secondo il dispiegarsi degli eventi successivi, se cedere completamente il business a terzi, ovvero riacquisirlo.

I driver della creazione del valore nell'Equity Carve Out				
Aumento del focus aziendale	Finanziamento della crescita della sussidiaria	Asimmetrie informative	Probabili eventi successivi	Problemi d'agenzia

Figura 21. I driver della creazione di valore nelle operazioni di Carve Out. Fonte: Elab. personale.

Da quanto affermato sinora circa le motivazioni ed i driver della creazione di valore delle diverse modalità di disinvestimento è emersa una sostanziale omogeneità degli stessi; tale omogeneità può creare confusione e introdurre incertezza nell'ambito della scelta della modalità da utilizzare per la realizzazione di ciascun obiettivo; per una maggiore chiarezza sull'argomento si rimanda al capitolo 3 che accoglie un'analisi più approfondita delle singole motivazione e delle ulteriori variabili che vengono considerate dal management nella scelta della modalità di disinvestimento più idonea.

5. La normativa civilistica Italiana in tema di disinvestimento

La descrizione delle operazioni di disinvestimento sovraesposta è basata, per la maggiore, su contributi anglosassoni in ragione della più fiorente letteratura sul tema e del primitivo sviluppo di tali strumenti nei relativi mercati. Nonostante, comunque, tali operazioni siano state primariamente teorizzate e regolate dall'ordinamento in questione, anche il nostro legislatore ha provveduto ad emanare tempestive disposizioni a riguardo, consentendo anche alle imprese italiane di servirsi delle operazioni di disinvestimento aziendale.

Tali disposizioni sono contenute nel Titolo V del libro V del Codice Civile, dedicato alle operazioni di Finanza Straordinaria, delle quali si sottolinea il carattere di eccezionalità, sia rispetto alla frequenza, che all'impatto che esse producono sull'impresa. Nel dettaglio, gli strumenti che il Codice Civile individua per realizzare in Italia l'obiettivo di disinvestimento di unità aziendali e che possono essere considerate assimilabili agli strumenti di Corporate Sell Off, Corporate Spin Off ed Equity Carve Out sono, rispettivamente:

- Cessioni;
- Scissioni;
- Conferimenti di rami d'azienda.

Tali operazioni verranno approfondite nel seguito, nel quale verrà evidenziato in particolare l'aspetto procedimentale piuttosto che l'aspetto strategico già approfondito precedentemente e ripreso nel successivo capitolo 3.

5.1. *La cessione*

5.1.1. Elementi economico-aziendali

La cessione d'azienda consiste nel trasferimento di un complesso aziendale avente come corrispettivo, in genere, denaro, e più raramente beni, come ad esempio altre aziende, immobili o quote/azioni (Moro Visconti).

Tale fattispecie, quindi, non contempla la cessione di singoli beni ma unicamente la cessione di un *complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa* (defi. di azienda contenuta nell'art. 2555 C.C.).

L'azienda, quindi, non viene identificata per mezzo di particolari criteri ma unicamente sulla base dell'esistenza di una *organizzazione* dei beni che la compongono, quali:

- Le cose materiali;
- Le cose immateriali;
- I contratti;
- I crediti ed i debiti;
- L'avviamento.

Sulla base di questa definizione si può includere nel nostro ragionamento il ramo d'azienda, il quale, così come l'azienda, è costituito da un complesso di beni organizzati per l'esercizio dell'attività d'impresa. Effettivamente i beni che compongono un ramo d'azienda sono solo una parte dei beni aziendali ma essi

stessi sono idonei a svolgere un'attività commerciale. Una cessione d'azienda, quindi, può anche consistere in una cessione di un ramo aziendale, purché esso abbia le caratteristiche sopra elencate.

Nella cessione d'azienda il cedente, attraverso la cessione dell'azienda e l'ottenimento del relativo corrispettivo, conclude qualsiasi tipo di rapporto con la società ceduta mentre il cessionario viene ad assumerne il controllo e la proprietà.

Tale caratteristica distingue la cessione d'azienda dagli altri due strumenti che il legislatore individua essere idonei a configurare la strategia di disinvestimento aziendale: scissione d'azienda e conferimento. In particolare, nel conferimento, il conferente ottiene, in cambio dell'azienda ceduta, azioni o quote della società ceduta e resta socio della conferitaria; nella scissione, invece, colui che cede l'azienda ottiene quote o azioni della società beneficiaria, mantenendo, quindi, un rapporto con la stessa.

Attraverso lo strumento della cessione il cedente ed il cessionario perseguono interessi propri e differenti: l'acquirente può acquisire tecnologie, know-how o altre risorse altrimenti non reperibili o reperibili in lunghi tempi, eliminare un concorrente, qualora il cessionario e il cedente operino all'interno della stessa area di business, impiegare risorse finanziarie in eccesso, ridurre il rischio complessivo dei propri investimenti e realizzare concentrazioni di tipo orizzontale o verticale. Parimenti, il cedente realizza la monetizzazione del business e ottiene risorse con le quali fronteggiare situazioni di crisi o realizzare nuovi investimenti.

5.1.2. Disposizioni civilistiche

La disciplina della cessione d'azienda è contenuta negli art. 2556 e ss. del Titolo VIII del Libro V del codice civile.

L'art. 2556 dispone che la cessione della proprietà dell'azienda debba avvenire

con contratto scritto, ovvero con scrittura privata autenticata o in forma pubblica da trasmettere al Registro delle imprese entro 90 giorni a cura del notaio. La redazione dell'atto di cessione in forma scritta costituisce un adempimento richiesto *ad probationem* e non *ad substantiam* e quindi unicamente ai fini di opponibilità ai terzi e non anche ai fini della validità del contratto di cessione stesso. Nell'applicare tale principio, in realtà, è fatta salva l'ipotesi in cui parte dei beni che compongono l'azienda richiedano forme determinate per il loro trasferimento; questo accade perché l'azienda non ha una propria legge di circolazione, ma segue le forme di circolazione proprie dei beni che la compongono.

Gli articoli successivi disciplinano ulteriori aspetti relativi alla cessione d'azienda: l'art. 2557 esprime il divieto di concorrenza per l'alienante per un periodo di 5 anni, impedendogli di iniziare una nuova impresa che sia idonea a sviare la clientela ceduta; l'art. 2558 prevede che l'acquirente di un'impresa succeda l'alienante nei contratti stipulati coi terzi, a meno che essi non decidano di recedervi per una giusta causa; l'art. 2559 prevede la sostituzione dell'acquirente all'alienante come controparte in un rapporto creditizio dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro dell'impresa e l'art. 2560 prevede che l'alienante non venga liberato dai debiti contratti anteriormente alla cessione se i creditori non acconsentono.

Il codice civile si occupa anche di tutelare i rapporti di lavoro esistenti in capo alla società ceduta; l'art.2112, nella fattispecie, prevede che tutti questi rapporti continuino con la società acquirente.

Nell'ambito delle operazioni di cessione è sempre più frequente che le controparti redigano, prima dell'atto di cessione, un contratto preliminare con il quale viene individuato il contenuto dell'atto vero e proprio che le parti si impegnano a stipulare. Tale contratto, che deve venire obbligatoriamente trascritto nei pubblici registri dei contratti preliminari, deve essere redatto per atto pubblico o scrittura autenticata e perde di efficacia se entro 3 anni dalla stessa non venga trascritto l'atto di cessione.

Frequentemente, le aziende che partecipano a questo genere di operazioni, soprattutto quando queste hanno medie o ridotte dimensioni, sono coadiuvate da consulenti professionisti e periti sia nella fase di definizione degli obiettivi, di ricerca della controparte, di determinazione del valore aziendale e di definizione degli accordi contrattuali.

5.1.3. I rilevamenti contabili e gli aspetti fiscali

A seguito dell'atto di cessione, sia il cedente che il cessionario sono chiamati a registrare a livello contabile le modifiche che l'operazione conclusa ha comportato nei propri valori patrimoniali.

Nella fattispecie, il cedente dovrà escludere dalla propria contabilità le attività e le passività cedute e registrare come contropartita il valore numerario derivante dalla prezzo di vendita ed il valore economico derivante dalle eventuali plusvalenze o minusvalenze calcolate sui beni trasferiti ed il cessionario dovrà far figurare nella propria contabilità il valore delle attività e passività acquisite registrando allo stesso tempo la contropartita relativa al prezzo di cessione. L'acquisizione dei beni avviene a *saldi chiusi*, per cui al cessionario non è permesso rilevare alcun fondo rettificativo dei valori dei beni poiché eventuali ammortamenti o svalutazioni sono già stati contabilizzati nei prezzi pattuiti.

Da un punto di vista fiscale, l'operazione di cessione è considerata degna di interesse dall'ordinamento poiché idonea a realizzare un reddito tassabile.

Tale reddito consiste nella *plusvalenza da cessione* e deriva dalla differenza, se positiva, tra il corrispettivo ricevuto dal cedente in fase di cessione, al netto degli oneri accessori di diretta imputazione e il costo non ammortizzato dei beni, e il valore fiscale dell'azienda. Ai sensi dell'art. 109 comma 2 del TIUR la plusvalenza da cessione si considera realizzata alla data di stipulazione dell'atto oppure alla data, se diversa e successiva, in cui si verifica l'effetto traslativo o costitutivo della proprietà o di altro diritto reale e va quantificata in relazione

all'intera azienda secondo il principio della unitarietà della plusvalenza.

La misura della tassazione applicabile a tale plusvalenza è identificata in relazione al soggetto cedente; nella fattispecie il legislatore prevede differenti regimi di tassazione a seconda che il cedente sia:

- *Un imprenditore individuale.* In tale caso la tassazione della plusvalenza può avvenire secondo il regime di tassazione ordinaria (ai sensi dell'artt 58 e 86 del TUIR) o secondo il regime di tassazione separata (ai sensi dell'art 17 del TUIR) qualora si tratti di un'azienda commerciale posseduta da più di cinque anni;
- *Una società di capitali o una società di persone.* La tassazione delle plusvalenze è soggetta a tassazione ordinaria ai sensi dell'articolo 86 del TUIR.

Qualora, invece, il corrispettivo ricevuto dal cedente si riveli inferiore rispetto al valore fiscale dell'azienda, si è in presenza di una minusvalenza da cessione, deducibile da parte dello stesso cedente.

Ai fini dell'IVA la cessione d'azienda o di ramo d'azienda non è considerata.

5.2. *I conferimenti*

5.2.1. Elementi economico-aziendali

Il conferimento consiste in un'operazione mediante la quale un soggetto, definito *conferente*, trasferisce la titolarità di beni o servizi ad un'altra società, già esistente o di nuova costituzione, definita *conferitaria*, ed ottiene in cambio azioni o quote emesse dalla conferitaria in virtù dello stesso apporto patrimoniale (Vanetti e Salerno, 2012). Il conferimento può avvenire:

- In sede di costituzione di una nuova società, dando vita alla fattispecie del *conferimento per scorporo*;
- In sede di aumento del capitale sociale di una società preesistente, dando vita alla fattispecie del *conferimento per apporto o concentrazione*.

Giuridicamente, il conferimento d'azienda, o di ramo aziendale, non è espressamente previsto in quanto il codice disciplina direttamente solo la fattispecie del conferimento di beni; appare ragionevole, tuttavia, estendere quanto detto in tema di scissioni, intendendo che si realizza il conferimento d'azienda o di rami aziendali laddove i beni conferiti siano organizzati in un complesso aziendale volto alla creazione di valore. Per tale ragione il conferimento d'azienda è soggetto alla duplice disciplina dei conferimenti di beni e delle cessioni d'azienda o di rami aziendali.

La caratteristica essenziale di tale operazione è ravvisabile nel compenso che il soggetto conferente riceve, aspetto che lo differenzia dalle cessioni e dalle scissioni:

- Le operazioni di cessione si caratterizzano per un compenso che generalmente è in denaro, mentre il corrispettivo dei conferimenti si sostanzia in quote o azioni dell'azienda conferitaria;
- Nell'operazione di scissione le quote o azioni vengono trasferite direttamente ai soci della società scissa, mentre nel conferimento tali quote o azioni sono trasferite alla società conferente in cambio dell'apporto.

L'operazione in esame, grazie anche alla flessibilità che la mancanza di norme specifiche gli assicura, offre numerosi vantaggi sia per il soggetto conferente che per quello conferitario.

Nell'ottica del conferente è necessario distinguere l'ipotesi del conferimento dell'intera azienda da quella del conferimento di un solo ramo:

- Se il conferimento riguarda l'intera azienda le motivazioni del conferimento sono sostanzialmente (Potito, 2011):

- Volontà di superare crisi aziendali “cedendo” la società con l’intento di assicurargli una migliore gestione grazie alla quale sia possibile ristabilirne il valore del quale i soci si assicurano i vantaggi mantenendo la partecipazione nell’azienda conferita;
 - Volontà di trasformare la conferente in holding limitandosi alla gestione delle partecipazioni.
- Quando, invece, il conferimento riguarda solo uno o più rami aziendali le motivazioni principali sono:
- Modificazione della struttura organizzativa aziendale;
 - Liberarsi di rami che iniziano a manifestare segnali di debolezza o perdita, che sono il frutto di errate operazioni d’acquisizione o che non sono più gestibili adeguatamente dall’azienda che li possiede.

Nell’ottica del conferitario, invece è necessario operare una distinzione in base alla preesistenza o meno della società:

- Se l’azienda conferitaria è già esistente l’obiettivo principale sembra essere quello di conseguire una crescita aziendale per vie esterne;
- Se l’azienda conferitaria è di nuova creazione, solitamente, essa è il frutto di apporti di varie conferenti le quali decidono di collaborare per iniziare ad operare in aree nuove dove si rivela essenziale l’aggregazione di più competenze.

5.2.2. Disposizioni civilistiche

Come precedentemente accennato il legislatore nazionale non prevede l’ipotesi di conferimento d’azienda o di un ramo di essa ma solamente l’eventualità del conferimento di beni. Tuttavia, tale fattispecie non deve ritenersi vietata potendosi estendere a tale eventualità una serie di disposizioni emesse per disciplinare il conferimento di beni negli artt. 2342, 2343, 2343 ter e quater; alle

quali si aggiungono l'art. 2440 qualora vi partecipino società per azioni e gli artt. 2464, 2465, 2466 ove vi partecipino società a responsabilità limitata.

Nella società conferente, la procedura di conferimento ha avvio con una delibera dell'organo amministrativo nella quale esso illustri l'operazione, ne spieghi le motivazioni e gli obiettivi, individui l'oggetto del conferimento e attribuisca a uno o più membri del consiglio i compiti da svolgere ai fini dell'implementazione dell'operazione.

A tale delibera deve seguire, ai sensi dell'art. 2343, la valutazione degli elementi che si intende conferire, la quale deve essere prodotta seguendo due diversi procedimenti a seconda che il destinatario del conferimento sia una società di persone ovvero di capitali:

- Qualora l'apporto abbia come destinatari società di persone, tale valutazione può essere effettuata utilizzando i criteri e le modalità definite liberamente tra le parti e non è previsto alcun obbligo atto a verificare la congruità della valutazione effettuata;
- Quando invece il destinatario è costituito da una società di capitale tale valutazione deve essere affidata ad un esperto scelto dal tribunale del circondario in cui la società ha sede, ovvero dalle parti, tra gli iscritti all'albo dei revisori contabili o di una società di revisione iscritta nell'albo qualora la forma della società sia quella a responsabilità limitata.

Tale valutazione, definita *perizia di stima*, rappresenta il documento più importante da produrre nel corso dell'operazione in quanto rappresenta una tutela sia per i soci che per i terzi che entrano in contatto con l'impresa; essa, infatti, consente di tutelare l'integrità del capitale sociale ed evitare che i beni conferiti siano sopravvalutati, con evidente danno per i creditori sociali, i quali possono contare unicamente sul patrimonio per vedere onorati i propri crediti.

Il contenuto minimo della valutazione è il seguente:

- La società oggetto del conferimento, con specificazione dell'indicazione della compagine sociale e dell'attività svolta;
- La situazione produttiva ed organizzativa della società
- La verifica dell'attendibilità delle scritture contabili;
- L'indicazione dei criteri di valutazione;
- La descrizione dei beni oggetto del trasferimento;
- La data a cui la valutazione si riferisce;
- La valorizzazione dei beni aziendali e la valutazione del "capitale netto di conferimento".

Il Codice Civile prevede, inoltre, in capo all'organo amministrativo della società conferitaria l'obbligo di un controllo delle valutazioni contenute nella relazione di stima da eseguirsi entro 180 giorni dalla data di costituzione della società, ove essa venga costituita ad hoc, ovvero dalla data del conferimento. Laddove sussistano fondati motivi si può procedere ad una revisione della stima fino al termine della quale le azioni corrispondenti ai conferimenti devono rimanere inalienabili e depositate all'interno della società. Qualora dalla revisione della relazione emerga che il valore dell'apporto è inferiore di oltre 1/5 a quello per cui avviene il conferimento e il conferente non abbia intenzione di versare tale differenza in denaro, la società conferitaria deve provvedere a ridurre il capitale sociale e distruggere le azioni scoperte. L'ordinamento, ai sensi dell'art. 2343 ter, prevede due possibilità di deroga alla procedura di valutazione in caso di conferimento di beni in natura per semplificare il procedimento; vi è esenzione dall'obbligo della relazione di stima laddove il valore assegnato al conferimento corrisponda:

- Al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente a condizione che il bilancio sia stato sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento;
- Al valore risultante da una valutazione precedente di non oltre sei mesi il

conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente e dotato di adeguata e comprovata professionalità.

In seguito alla redazione della relazione di stima e al suo controllo si provvede alla stipulazione dell'atto di conferimento, con contestuale costituzione di società conferitaria, laddove essa sia di nuova creazione, ovvero aumento del capitale sociale, laddove la società sia già esistente.

Tale atto, che richiede la forma scritta, deve essere depositato da parte del notaio per l'iscrizione nel Registro delle Imprese insieme alle relazioni di stima.

Gli effetti del conferimento hanno luogo dal giorno della stipula dell'atto ad eccezione per le società di capitali per le quali il conferimento ha effetto dalla data di iscrizione dell'atto nel Registro delle Imprese.

Per quanto riguarda la disciplina sull'alienazione dell'azienda, al conferimento si applicano gli artt. 2557, 2558, 2559, 2560 e 2112, già menzionati nell'ambito delle cessioni d'azienda.

5.2.3. I rilevamenti contabili e gli aspetti fiscali

Nel conferimento d'azienda la società conferente deve procedere a contabilizzare le attività e le passività conferite, iscrivere a bilancio la partecipazione che essa viene ad assumere nella società conferitaria e, in ultimo, a rilevare l'eventuale plusvalenza o minusvalenza derivante dalla differenza, se esistente, tra la somma dei valori contabili delle attività e passività e il valore del complesso aziendale conferito.

La conferitaria, d'altro canto, deve contabilizzare a valori correnti le attività e le passività ricevute e provvedere all'aumento del capitale sociale, laddove la società non venga costituita contestualmente al conferimento.

In sintesi notiamo una somiglianza tra le scritture della società conferente con quelle di chi realizza la cessione d'azienda o di un ramo della stessa e tra quelle del conferitario e quelle di una società di nuova costituzione o che deliberi un aumento di capitale sociale.

La contabilizzazione dell'operazione può avvenire tramite due modalità:

- A valore di perizia;
- A valori contabili.

In ogni caso, la contabilizzazione si realizza, solitamente, a "saldi aperti", con la iscrizione degli elementi patrimoniali al valore lordo e la contestuale iscrizione dei fondi rettificativi.

Dal punto di vista fiscale l'operazione di conferimento d'azienda è regolata dall'art 176 del TUIR dalla cui lettura emergono due punti chiave:

- L'esistenza di un *regime di neutralità* fiscale secondo il quale l'attuazione di tale operazione non causa la realizzazione di una plusvalenza rilevante ai fini fiscali. La neutralità coinvolge sia il conferente che il conferitario: il conferente sopporta come costo fiscale della partecipazione ricevuta l'ultimo costo fiscale rilevato dell'azienda conferita e il conferitario subentra nella posizione fiscale del conferente. Evidentemente, qualora a fini contabili si proceda ad una iscrizione a valori correnti emergerebbe un disallineamento tra i valori civilistici e i valori fiscali. Della eventuale discrepanza deve essere portata nota nel "prospetto di riconciliazione", da allegare nella dichiarazione dei redditi. L'esistenza di tale gap si traduce nello stanziamento di un fondo, chiamato fondo imposte differite, che consente di far apparire in bilancio le imposte determinate sulla base del valore civilistico dei beni;

- La concessione di una possibilità di riallineamento tra il valore contabile e quello fiscale, tramite il pagamento di *un'imposta sostitutiva* e dell'IRAP; tale possibilità è prevista dal comma 2 dell'art. 176 ter che prevede la possibilità di un pagamento dell'imposta sostitutiva *a scaglioni*¹⁴ nella dichiarazione dei redditi dell'anno nel quale l'operazione si svolge o, al massimo, nella successiva considerando i maggior valori assoggettati a tale imposta ai fini dell'ammortamento; cogliere questa opzione consente di eliminare il fondo imposte differite.

In tema di imposte indirette l'operazione non è soggetta ad IVA, ma solo al pagamento di una imposta di registro definita in misura fissa.

Lo stesso art. 176, al comma 3, si preoccupa di sottrarre l'operazione di conferimento d'azienda al campo di applicazione dell'art. 37-bis del Presidente della Repubblica n. 600 del 1973, relativo alla cosiddetta "norma antielusiva", prevedendo che il conferimento d'azienda realizzato secondo le modalità previste dal medesimo articolo e la successiva cessione della partecipazione ricevuta dal conferente che consente di beneficiare della PEX¹⁵, non è da ritenere di carattere elusivo.

5.3. *La scissione.*

Tale strumento, introdotto nel nostro ordinamento con l'emanazione del decreto legislativo 16 gennaio 1991 che recepiva la III e la VI Direttiva Europea, offre alle imprese la possibilità di operare riorganizzazioni e ristrutturazione dei

¹⁴ Lo scaglionamento si riferisce all'aliquota utilizzata per il calcolo dell'imposta; nella fattispecie, l'art.176 comma 2-ter preve: aliquota del 12% sulla parte dei maggiori valori ricompresi nel limite di 5 mln di euro; aliquota del 14% sulla parte dei maggiori valori che eccede 5 mln di euro e fino a 10 mln di euro; ed aliquota del 16% sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10 mln di euro.

¹⁵ L'articolo 87 del Tuir stabilisce un regime di esenzione al 95% per le plusvalenze conseguite da società di capitali successivamente alla cessione di partecipazioni, purché siano rispettate 4 condizioni: a) possesso delle partecipazioni da almeno 12 mesi; b) classificazione delle immobilizzazioni finanziarie; c) residenza fiscale della società partecipata in uno Stato previsto dal Ministero dell'economia e delle Finanze; d) esercizio di un'attività commerciale da parte della partecipata.

sistemi aziendali, attraverso l'assegnazione dell'intero suo patrimonio a più società preesistenti ovvero costituite ad hoc ottenendo in cambio di azioni, che vengono assegnate ai soci.

Tale operazione, in realtà, va oltre il semplice disinvestimento e consente una riconfigurazione del sistema aziendale, attraverso, in particolare, una ridefinizione dei rapporti tra i soci.

Le scissioni presentano evidenti analogie con almeno tre degli strumenti diffusi sui mercati anglosassoni; parliamo delle operazioni di *spin-off*, *split-up* e *split-off* (Potito, 2011): Lo *spin-off*, che si configura come lo scorporo di un ramo aziendale seguito dalla creazione di una nuova società, è un'operazione che possiamo assimilare alla scissione parziale; lo *split-up*, che si verifica quando un'azienda multibusiness cede tutte le sue unità a altrettante nuove società, può assimilarsi alla scissione totale; lo *split-off*, che si ha quando una società cede un ramo aziendale ad alcuni soci della società scissa, ricorda la scissione parziale non proporzionale.

5.3.1. Elementi economico-aziendali

Dal punto di vista delle finalità perseguite tramite le operazioni di scissione, esse ricalcano fortemente quelle proprie dei conferimenti d'azienda, sostanziandosi in input di tipo strategico e finanziario. Dal punto di vista strategico, tramite la separazione di aree non più compatibili, è possibile, ad esempio, adeguare la propria organizzazione all'ambiente circostante adottando la strategia più consona; al contempo, talvolta gli scorpori consentono di agevolare il reperimento di fondi, accedere a contributi e godere di agevolazioni finanziarie. Nonostante le evidenti analogie tra conferimenti e scissione in merito alle motivazioni che inducono ad intraprendere tali metodologie di disinvestimento, i due strumenti divergono fortemente per almeno due aspetti (Potito, 2011):

- 1) *Separazione delle entità*. La scissione provoca un distacco reale tra la parent e la target ceduta; nel conferimento, al contrario, vi è il mantenimento di un legame rappresentato dalla quota di partecipazione al capitale che la parent riceve in cambio del trasferimento che consente, quindi, l'ingerenza della parent nella gestione dell'attività ceduta.
- 2) *Posizione dei soci*. Entrambe le operazioni consentono ai soci di realizzare i propri interessi, specie nelle situazioni in cui i rapporti tra gli azionisti diventano complessi, le visioni strategiche differenti e le inclinazioni in contrasto tra loro, tali operazioni consentono di frazionare i business e allocarli in modo da realizzare una nuova struttura proprietaria. La scissione, tuttavia, in virtù della totale assenza di legami con la parent, necessita di una reale autonomia della target per aumentare le probabilità di successo. Nell'operazione di conferimento, al contrario, l'oggetto della cessione può essere un complesso di beni non coordinati tra loro, senza che ciò comporti disequilibri o inefficienze.

5.3.2. Le disposizioni Civilistiche

La scissione è attualmente disciplinata dagli art. 2506 e seguenti del C.C. il quale recita che “[1] *Con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci*[2] *E' consentito un conguaglio in danaro, purché non superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote attribuite.*[3] *E' consentito inoltre che, per consenso unanime, ad alcuni soci non vengano distribuite azioni o quote di una delle società beneficiarie della scissione, ma azioni o quote della società scissa.*[4] *La società scissa può, con la scissione, attuare il proprio scioglimento senza liquidazione, ovvero continuare la propria attività.*[5] *La partecipazione*

alla scissione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo.

Dalla lettura di tale articolo emerge la numerosità delle forme che tale operazione può assumere sia in merito all'oggetto del disinvestimento che all'ente che lo rileva.

Nello specifico, riguardo il primo aspetto la norma distingue il caso della *scissione totale* (...una società assegna l'intero suo patrimonio...) dal caso della *scissione parziale* (...o parte del suo patrimonio...):

- Mediante la *scissione totale*, la società che effettua l'operazione trasferisce l'intero suo patrimonio a più società preesistenti o costituite ad hoc. In tal caso dovranno esistere due o più società beneficiarie della scissione altrimenti si realizzerebbe la fattispecie della fusione per incorporazione (qualora la società beneficiaria sia già esistente) o della trasformazione della società scissa (qualora la società beneficiaria sia di nuova costituzione). I soci della società scissa ricevono in cambio delle quote della società scissa nuove quote delle società beneficiarie della scissione;
- Mediante la *scissione parziale*, la società che effettua l'operazione trasferisce parte del proprio patrimonio ad una o più società e continua ad operare autonomamente, seppur con una minore dotazione patrimoniale. In questa eventualità ai soci della società scissa vengono assegnate quote delle società beneficiarie proporzionalmente al valore del patrimonio che hanno ceduto.

Riguardo il secondo aspetto si evidenzia la possibilità della scissione per incorporazione (...a più società preesistenti) o con costituzione di nuove società.

Relativamente alla modalità di assegnazione delle azioni o quote della società beneficiaria della scissione ai soci della scissa si distingue la scissione *proporzionale* da quella *non proporzionale*. Intuitivamente, nella prima ipotesi le

quote o azioni sono distribuite ai soci “in proporzione” alla loro partecipazione al capitale della scissa, nella seconda non si mantiene tale proporzionalità e si verifica una evidente modificazione degli assetti proprietari.

In sostanza, dalla schematizzazione dell’art. 2506 emergono quattro possibilità principali (Cremona, Monarca e Tarantino, 2010):

1. *Scissione totale con beneficiarie già esistenti.* Tale ipotesi contempla il trasferimento a società già esistenti dell’intero patrimonio dell’azienda scissa la quale verosimilmente cessa di operare;
2. *Scissione totale con beneficiarie di nuova costituzione.* Tale ipotesi prevede il conferimento dell’intero patrimonio aziendale a società costituite ad hoc al momento del trasferimento del patrimonio sociale ed anche in questo caso si verifica la cessazione dell’operatività da parte dell’azienda scissa.
3. *Scissione parziale con beneficiarie preesistenti.* In tal caso il trasferimento riguarda solo parte del patrimonio societario a realtà aziendali già esistenti. La scissa non cessa di operare autonomamente nonostante subisca la riduzione della sua dotazione patrimoniale.
4. *Scissione parziale con beneficiarie di nuova costituzione.* Tale ultima ipotesi contempla quelle operazioni di scissione in cui nella fase di trasferimento di parte del patrimonio aziendale avviene la creazione di nuove società che diverranno le beneficiarie della scissione. Anche in questo caso, la scissa continua la propria attività.

La procedura di scissione

La scissione è subordinata alla redazione della delibera di scissione, la quale viene emanata dai soci riuniti in assemblea straordinaria. Ai fini di tale delibera è necessario che siano stati precedentemente elaborati dei documenti con la funzione di consentire una valutazione della bontà dell’operazione. Tali

documenti, che rappresentano il contenuto minimo espressamente richiesto dal legislatore, sono:

1. Il progetto di scissione
2. La situazione patrimoniale
3. La relazione dell'organo amministrativo
4. La relazione degli esperti

Il progetto

L'iter attuativo dell'operazione di scissione ricalca fortemente quello proprio delle operazioni di fusione; lo stesso articolo 2506 bis, infatti, trattando il tema del progetto di scissione rimanda all'art. 2501 ter (dedicato alle operazioni di fusione) sulla base del quale si individua il contenuto richiesto dal progetto di scissione. Tale progetto, redatto dall'organo amministrativo, deve contenere:

- 1) l'indicazione del tipo, della denominazione o ragione sociale e della sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo delle nuove società risultanti dalla scissione, qualora esse siano di nuova costituzione o l'atto costitutivo modificato della scissa in caso di scissione parziale e delle beneficiarie, qualora esse siano già esistenti;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro¹⁶.
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla scissione. Come precedentemente affermato, infatti, non è obbligatorio corrispondere le azioni ai soci in modo proporzionale, tanto più alla luce della considerazione che, talvolta, le operazioni di scissione sono intraprese proprio

¹⁶ Con *rapporto di cambio* si intende la quantità di azioni o quote delle società beneficiarie che spettano ai soci della scissa "in cambio" delle loro azioni o quote originarie nella società scissa. Benché tale valore debba essere specificato nel progetto di scissione i criteri adottati per la sua decisione e le procedure seguite per la sua elaborazione sono contenute solo nella relazione dell'organo amministrativo. Gli stessi criteri e procedure sono sottoposte ad un giudizio di congruità da parte di esperti esterni all'impresa contenuto, per l'appunto, nella relazione degli esperti. Il conguaglio in denaro a cui si fa riferimento è previsto nell'ipotesi in cui non sia possibile assegnare ad uno o più soci un numero intero di quote o azioni.

per modificare l'attribuzione della titolarità di un complesso aziendale tra i soci. La necessità di specificare tale aspetto deriva anche dalla possibilità prevista per il socio dissenziente di vendere le proprie quote o azioni per un corrispettivo calcolato alla stregua dell'esercizio del diritto di recesso;

5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili e dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla scissione sono imputate al bilancio delle società beneficiarie (poiché il legislatore ha previsto la possibilità di ritardare o anticipare gli effetti della scissione);

7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni, come ad esempio ai detentori di obbligazioni convertibili;

8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla scissione.

La norma, in ultimo, prevede che tale progetto sia corredato da un ulteriore documento nel quale siano specificate sia l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare alle varie società beneficiarie, sia l'eventuale conguaglio in denaro .

Qualora dal progetto non sia possibile individuare la destinazione di uno o più elementi dell'attivo il codice all'art. 2506 bis comma 2 prevede che, in caso di scissione totale, questi vengano ripartite tra tutte le società beneficiarie in proporzione della quota del patrimonio netto assegnato a ciascuna di esse ed, in caso di scissione parziale, essi restino in capo alla società scissa. Al contrario, qualora non sia identificabile la destinazione di uno o più elementi del passivo, le beneficiarie ne rispondono solidalmente in caso di scissione totale mentre in caso di scissione parziale la responsabilità è intesa solidale tra la scissa e le beneficiarie.

Il progetto di scissione deve essere depositato sia presso la sede delle società partecipanti affinché esso sia consultabile dai soci, sia per l'iscrizione nel Registro delle imprese del luogo dove hanno sede le partecipanti e deve passare un periodo non inferiore ai trenta giorni tra la data di iscrizione del progetto e la

data dell'assemblea straordinaria nella quale la delibera di scissione dovrebbe avere luogo.

La situazione patrimoniale

La situazione patrimoniale, il cui contenuto è disciplinato all'art. 2506-ter c.c. con rimando all'articolo 2501-quarter c.c. in tema di fusione, deve essere redatto da parte dell'organo amministrativo secondo le norme sul bilancio ordinario, ed è rivolto ai soci, ai creditori ed ai terzi in genere con finalità informative rispetto alla struttura e ai valori contabili dei patrimoni aziendali. Le informazioni riportate in tale documento devono riferirsi ad una data non precedente a 120 giorni dal giorno in cui avviene il deposito del progetto di scissione nella sede della società e, a differenza di quanto avviene per le altre operazioni in cui è richiesto tale documento, può essere omessa col consenso unanime dei soci e di tutti gli altri soggetti che possiedono strumenti finanziari dotati di diritto di voto.

La relazione dell'organo amministrativo

La relazione dell'organo amministrativo è richiesta dal legislatore nell'art. 2506-ter, con rimando all'art. 2501-quinquies in tema di fusioni. Tale documento riveste una particolare importanza poiché esso è deputato a giustificare da un punto di vista economico e giuridico la convenienza dell'operazione ed a determinare il rapporto di concambio, indicandone i criteri di determinazione. La relazione dell'organo amministrativo integra e approfondisce il progetto di scissione introducendo i criteri adottati e le modalità con cui questi sono stati scelti nell'ambito della definizione del rapporto di concambio e del processo valutativo dell'azienda e dei rami aziendali interessati. Da tale documento dovranno, inoltre, emergere inequivocabilmente tutte le conseguenze di natura strategica, produttiva, finanziaria, commerciale, organizzativa ed occupazionale dell'operazione (Cremona, Monarca e Tarantino, 2010).

Tale documento rivela tutta la sua utilità se valutato nell'ottica dei soci, in particolare di quelli di minoranza, i quali attraverso la lettura di tale prospetto

ottengono una rappresentazione chiara e semplificata della valenza economica dell'operazione; anche in questo caso il legislatore, che considera tale documento redatto in particolare nell'interesse dei soci, prevede che tale relazione possa essere omessa nelle medesime ipotesi suesposte. Tale eventualità, tuttavia, appare priva di una giustificata fondatezza (Potito, 2011) poiché la relazione in oggetto, oltre a rivolgersi ai soci dell'azienda può interessare tutta una serie di altri soggetti, anche esterni all'impresa, ed appare estremamente importante fornire alla collettività informazioni precise e dettagliate sugli eventi straordinari che segnano la vita delle imprese.

Nelle società quotate tale relazione, che non può essere omessa, deve essere inviata alla Consob almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione di scissione.

La relazione degli esperti¹⁷

È prevista dall'articolo 2506 ter e costituisce un'ulteriore garanzia a tutela dell'attendibilità e della correttezza delle informazioni contenute nei documenti precedenti. Gli esperti, che nell'ambito del proprio incarico hanno la possibilità di chiedere ed ottenere qualsiasi informazione rilevante, hanno il compito di esprimere una valutazione sul rapporto di cambio e sulle informazioni risultanti sia dalla situazione patrimoniale che dalla relazione dell'organo amministrativo. Di fatto tale rapporto valuta "praticamente" l'operato degli amministratori ripercorrendo tutto l'iter da loro seguito nell'ambito della stesura della loro relazione: si include in tale valutazione la validità degli strumenti e del procedimento seguito e la correttezza dei calcoli effettuati.

Tale relazione non è obbligatoria nei casi in cui le beneficiarie siano aziende create appositamente, quando non siano previsti criteri di attribuzione delle azioni o delle quote diverse da quello proporzionale e quando la scissione avviene in società che detengono almeno il 90% della scissa a condizione di

¹⁷ Gli esperti in questione sono individuati tra gli iscritti all'albo dei revisori contabili o tra le società di revisione da parte delle società stesse o dai tribunali di competenza ove il capitale sia rappresentato da azioni.

concedere ai soci possessori del restante capitale di far acquistare le proprie azioni o quote ad un prezzo determinato facendo uso degli stessi criteri previsti per il recesso.

La delibera e l'atto di scissione

Ai sensi dell'art. 2502, dedicato alle operazioni di fusione ed applicabile alle scissioni a causa del richiamo da parte dell'articolo 2506 ter, la scissione deve essere deliberata da ciascuna società che vi partecipa tramite l'approvazione del relativo progetto di scissione. Tale approvazione richiede maggioranze differenti a seconda che le aziende coinvolte siano società di persone o società di capitali:

- nel primo caso, salvo diversa disposizione statutaria, è necessaria l'approvazione della maggioranza dei soci secondo la relativa partecipazione degli stessi all'utile;
- nel secondo caso si richiede il quorum previsto per la modifica dello statuto poiché in ogni caso esso comporta la modificazione dell'atto costitutivo¹⁸.

In ogni caso, qualora la scissione comporti modificazione dell'oggetto sociale o modificazione della forma societaria, il legislatore prevede per i soci la possibilità di recedere ai sensi dell'art 2437 c.c. Nel caso specifico delle società di persone, il socio dissenziente può esercitare la possibilità di recesso ai sensi dell'art. 2502 c.c.

Lo stesso articolo 2502 prevede la possibilità di modificare in sede dell'assemblea straordinaria il contenuto del progetto di scissione, qualora tali modifiche non incidano sui diritti dei soci o dei terzi.

La delibera di scissione deve essere depositata entro 30 giorni presso l'Ufficio del Registro delle Imprese territorialmente competente dal notaio che verbalizza

¹⁸ Nella fattispecie si necessita delle maggioranze previste dagli artt. 2368 e ss. per le s.p.a., 2460 per le s.a.p.a., 2480 e ss. per le s.r.l.

l'atto, qualora vi partecipino società quotate, unitamente ad una serie di ulteriori documenti:

- il progetto di scissione, la relazione dell'organo amministrativo e quella degli esperti, ove presente;
- i bilanci degli ultimi 3 esercizi della società corredati delle relazioni di amministratori, collegio sindacale e revisore contabile;
- le situazioni patrimoniale delle singole società partecipanti.

L'iter di scissione si conclude con la redazione dell'atto di scissione che deve avvenire dopo che siano trascorsi almeno 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle imprese e siano decorsi i termini utili alle opposizioni da parte dei creditori. La scissione si esegue per atto pubblico che deve essere depositato per l'iscrizione entro trenta giorni dalla stipula nell'Ufficio del registro delle imprese competente territorialmente.

L'opposizione dei creditori e la tutela degli obbligazionisti

Tale istituto consiste in una garanzia a tutela dei creditori della società che potrebbero vedere depauperato il patrimonio sul quale fare affidamento per il soddisfacimento dei propri crediti. Per tutelare tale categoria di soggetti il legislatore assicura loro la possibilità di opporsi a tale operazione nel termine di 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni effettuata presso il Registro delle imprese¹⁹. Ragionamento analogo vale per gli obbligazionisti; ai sensi dell'art. 2415 è consentita loro l'opposizione all'operazione a condizione che la stessa non sia stata precedentemente appoggiata dall'assemblea dello stesso organo.

¹⁹ In realtà qualora si verifici almeno una delle seguenti condizioni la scissione può avvenire anche prima che i 60 giorni necessari siano trascorsi:

1. qualora vi sia il consenso di tutti i creditori sociali;
2. qualora si sia provveduto a pagare i creditori che avevano negato il consenso;
3. qualora avvenga il deposito delle somme sufficienti a ripagare i creditori dissenzienti presso un Istituto di credito;
4. qualora una società di revisione attesti, sotto la propria responsabilità, che la solidità patrimoniale e finanziaria delle imprese partecipanti è tale da non richiedere garanzie particolari.

Inoltre, qualora una delle società partecipanti alla scissione abbia in circolazione obbligazioni convertibili essa è obbligata a pubblicare, almeno 90 giorni prima dell'iscrizione del progetto di scissione, un avviso sulla Gazzetta Ufficiale col quale si informano gli obbligazionisti della possibilità di convertire i propri titoli nel termine di 30 giorni dalla pubblicazione dell'avviso. Le obbligazioni che rimangono non convertite subiranno, chiaramente, una modificazione del rapporto di conversione cosicché esse continuino ad incorporare i medesimi diritti.

5.3.3. I rilevamenti contabili e gli aspetti fiscali

Da un punto di vista contabile l'art. 2506 quater si rifà all'art. 2504 *bis* in tema di fusioni, il quale prevede anche per le scissioni che l'obbligo della rappresentazione contabile dell'operazione avvenga nel primo bilancio successivo alla stessa.

Per meglio esporre gli effetti sui bilanci delle partecipanti è necessario affrontare separatamente gli aspetti contabili relativi alla società scissa e quelli relativi alle società beneficiarie.

La chiusura della società scissa nell'ipotesi di scissione totale

Nell'ambito della scissione totale si prevedono due possibilità: la retrodatazione degli effetti contabili della scissione all'inizio dell'esercizio della scissa e la sua assenza.

Nel caso in cui sia prevista la retrodatazione la società madre è chiamata a redigere un bilancio che sia rappresentativo dei propri conti; tutte le operazioni di gestione della scissa devono quindi figurare nella contabilità della stessa fino alla data di efficacia della scissione e poi confluire nella contabilità delle beneficiarie. Qualora invece il progetto preveda la scissione totale senza retrodatazione la rappresentazione della situazione contabile deve consentire la definizione del risultato di competenza che verrà apportato a rettifica del patrimonio netto

trasferito. Il legislatore prevede la possibilità di aggiungere a tali rettifiche altre variazioni che possono derivare dalle modifiche che le varie poste subiscono tra la data della delibera di scissione e la data del trasferimento dei patrimoni.

Le scritture contabili della società scissa nell'ipotesi di scissione parziale

Nell'ipotesi di scissione parziale le rilevazioni contabili sono molto simili a quelle disposte per i conferimenti. Nella fattispecie, poiché la società che si scinde continuerà ad operare essa continuerà a redigere autonomamente il proprio bilancio e sarà evidentemente chiamata a chiudere i conti accesi alle componenti patrimoniali trasferite alle beneficiarie.

Le scritture contabili delle beneficiarie

Le beneficiarie delle operazioni di scissione sono chiamate all'iscrizione del capitale sociale come contropartita delle attività e passività apportate dalla società scissa.

La fiscalità dell'operazione di scissione è regolata dall'art. 173 del T.U.I.R. e comprende essenzialmente le imposte dirette dal momento che:

- tale operazione non è rilevante ai fini dell'IVA;
- sconta le imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa.

L'art. 173 articolo si presta ad una lettura su due livelli: il primo, che rimanda alle disposizioni che regolano l'operazione di fusione seppur con i necessari adattamenti ed il secondo, che introduce nuovi aspetti, più "specifici", per disciplinare determinate particolarità dell'operazione di scissione.

Il primo aspetto di analogia tra la fusione e la scissione introdotto dall'articolo 173 è quello relativo alla *neutralità fiscale* dell'operazione che coinvolge sia le società partecipanti, che i soci che ricevono le azioni della target in cambio delle azioni della scissa. L'articolo prevede al comma 1 che l'operazione di scissione, totale o parziale, non dia luogo al realizzo né alla distribuzione di plusvalenze o minusvalenze derivante dalla vendita dei beni della società scissa; al comma 2 estende tale irrilevanza alle "differenze di scissione" e al comma 3 prevede l'assenza di effetti reddituali in capo ai soci, fatta esclusione per gli eventuali

conguagli in denaro ricevuti. La specificità della struttura dell'operazione di scissione introduce una problematica relativa alla suddivisione del costo fiscale della partecipazione detenuta nella società ante scissione qualora dall'operazione di scissione al singolo socio spettino due o più partecipazioni nelle società coinvolte. Benché l'art. 173 non suggerisca quale criterio utilizzare tra quello basato sul valore economico e quello basato sul valore contabile del patrimonio trasferito, la circolare n. 98/E del 17 maggio 2000 prevede che il criterio da utilizzare sia quello del valore contabile.

Il secondo aspetto di analogia consiste nella *ricostituzione delle riserve in sospensione* d'imposta. L'art. 173 prevede che tali riserve vengano ricostituite dalla beneficiarie, e rimanda all'art. 172 che obbliga la distinzione tra riserve in sospensione di imposta tassabili qualunque sia il loro utilizzo e riserve, invece, tassabili solo in caso di distribuzione ed elenca gli effetti derivanti dalla mancanza nella loro ricostituzione. La specificità introdotta dall'art. 173 attiene a due aspetti:

- le riserve, che devono corrispondere a quelle iscritte nell'ultimo bilancio della società scissa, debbono essere ricostituite dalle beneficiarie sulla base del valore del patrimonio netto che gli è stato attribuito a seguito della scissione; qualora la scissione sia solo parziale, parte delle riserve deve essere ricostituita dalla scissa;
- qualora la sospensione d'imposta sia motivata dall'esistenza di specifici elementi patrimoniali, le riserve devono essere ricostituite dalla o dalle beneficiarie a cui tali elementi sono stati attribuiti.

L'ultimo aspetto di analogia è quello relativo al *riporto delle perdite fiscali* trattato nel comma 10 art.173 che rinvia al comma 7 dell'art. 172 che prevede che le perdite siano portate in diminuzione del reddito della società risultante dalla scissione entro la quota del patrimonio netto risultate dall'ultimo bilancio. Nella fattispecie, la ripartizione della perdita deve avvenire in proporzione al patrimonio netto contabile assegnato alle beneficiarie; a ciò segue che:

- in caso di scissione totale, la ripartizione delle perdite seguirà il criterio

- della percentuale di patrimonio netto contabile attribuita a ciascuna beneficiaria;
- in caso di scissione parziale, tale ripartizione avverrà proporzionalmente alla percentuale di patrimonio netto contabile di ciascuna beneficiaria e della scissa.

6. Il processo di quotazione in Italia

Il processo di quotazione di un'azienda consiste nell'ammissione delle sue azioni allo scambio su uno o più mercati regolamentati.

Tale processo, definito IPO (Initial Public Offering), viene promosso dai soggetti che possiedono le azioni che si intendono quotare. Tali soggetti, e più in generale l'impresa, possono scegliere diverse modalità con le quali accedere al mondo della quotazione:

- *OPV: Offerta Pubblica di Vendita.* Questa modalità consiste nella quotazione attraverso la vendita di azioni già esistenti della società. L'offerta pubblica di acquisto non prevede l'emissione di nuove azioni e quindi l'aumento del capitale sociale ed, evidentemente, il corrispettivo della vendita è destinato agli azionisti venditori;
- *OPS: Offerta Pubblica di Sottoscrizione.* Con questa modalità, che prevede l'aumento del capitale sociale, l'organo amministrativo vende azioni di nuova emissione. Il corrispettivo derivante da tali vendite è destinato ad aumentare la quota di capitale proprio col quale soddisfare esigenze patrimoniali o realizzare nuovi investimenti;
- *OPVS: Offerta pubblica di Vendita e Sottoscrizione.* Tale modalità prevede la vendita di azioni già emesse ovvero di nuova emissione; necessita di un aumento di capitale sociale e consente una riorganizzazione della struttura finanziaria attraverso la raccolta di nuovo

capitale di rischio e il cambiamento della compagine azionaria attraverso l'uscita dei vecchi e l'ingresso dei nuovi soci.

Il nostro interesse a tale strumento in questa sede, è legato al fatto che la quotazione può rappresentare per un'azienda una vera e propria modalità di uscita da uno dei suoi business; l'azienda multi business, nella fattispecie può decidere di "quotare" non solo l'intera azienda, ma anche solo una parte corrispondente, verosimilmente, ad un ramo di essa. La quotazione, può altresì essere utilizzata dall'impresa conferente-controllante per liberarsi delle azioni dell'impresa conferitaria che detiene in bilancio .

Nella fattispecie, tali ipotesi permettono alle imprese di realizzare quello che nel contesto anglosassone abbiamo visto essere definito *equity carve out*.

L'IPO è regolato in Italia da un punto di vista normativo, da tre fonti principali:

- a. *Testo Unico della Finanza* (TUF) che definisce gli obblighi delle società quotate, gli adempimenti collegati alla procedura di quotazione e i poteri di controllo e vigilanza della Consob sulle società quotate;
- b. Il *Regolamento Emittenti* di Consob (l'organo che esercita la vigilanza ed il controllo sulle società e sui mercati);
- c. Il *Regolamento di borsa* di Borsa Italiana (l'organo che gestisce il mercato mobiliare) che concorre a regolare il processo di quotazione.

Il processo di quotazione, che incide notevolmente sugli assetti proprietari e su quelli gestionali di un'azienda, consente all'impresa e ai suoi proprietari di conseguire numerosi vantaggi, quali:

- Ampliamento e diversificazione delle fonti di finanziamento. Il sistema economico italiano è costituito prevalentemente da PMI le quali presentano nei propri bilanci un elevato squilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi, con una netta prevalenza di quest'ultimo; la quotazione consente alle imprese di reperire capitale proprio accedendo a nuove fonti di finanziamento a basso costo;

- Miglioramento dell'immagine aziendale. Il processo di quotazione conferisce all'impresa notorietà e prestigio, anche a livello internazionale, grazie all'attenzione riservatagli da parte dei media;
- Incentivazione dei lavoratori e del management. Spesso le aziende innestano dei meccanismi di incentivazione distribuendo ai lavoratori azioni aziendali; creando una correlazione tra il successo dell'azienda e i loro guadagni l'azienda riesce a ottenere degli incrementi di produttività;
- Aumento della redditività dell'impresa. Tale elemento è possibile poiché, generalmente, a tale procedura, segue l'adozione di sistemi e procedure più efficienti;
- Attrazione di management e forza lavoro più qualificati,
- Trasformazione della proprietà dell'impresa. Tale processo consente agli azionisti di risolvere alcuni problemi legati agli assetti proprietari che l'impresa può fronteggiare nel corso della sua attività; nella fattispecie la quotazione può rappresentare un'alternativa quando, a seguito della morte del fondatore di un'azienda, non è possibile attivare un ricambio generazionale; un mezzo per liberare gli azionisti delle proprie partecipazioni e una modalità d'uscita dall'investimento per gli investitori istituzionali.

Il processo di quotazione, che è un procedimento lungo e complesso nel quale l'emittente viene affiancato da una serie di soggetti, istituzionali e non, richiede un periodo minimo di almeno 4 mesi a partire dalla delibera di quotazione e comprende necessariamente 4 fasi:

<i>Fase preliminare</i>	<i>Fase iniziale</i>	<i>Fase Intermedia</i>	<i>Fase esecutiva</i>
<ul style="list-style-type: none"> •Valutazione •Scelta dei consulenti •Studio di fattibilità 	<ul style="list-style-type: none"> •Due diligence •Redazione del prospetto informativo •Delibera del CdA e Convocazione dell'assemblea •Delibere Assembleari •Proposta a Borsa Italiana e alla Consob (in merito alla pubblicazione del prospetto) 	<ul style="list-style-type: none"> •Istruttoria di Borsa Italiana •Pre Marketing •Ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana •Rilascio nulla osta dalla consob per la pubblicazione del Prospetto •Pubblicazione del Prospetto 	<ul style="list-style-type: none"> •Marketing •Raccolta degli ordini istituzionali •Fissazione del prezzo •OPS/OPV •Inizio negoziazioni

Figura 22. Il Processo quotazione secondo la Normativa Italiana. Fonte: Elaborazione personale.

Nella *Fase preliminare, o di preparazione*, l'impresa valuta la convenienza economica, strategica e finanziaria dell'operazione, si dota di una struttura organizzativa, informativa e di governance idonea a gestire i rapporti con la comunità finanziaria e si adegua alle disposizioni di legge che l'ordinamento ha disposto per le società quotate. In tale fase l'emittente è chiamata a rispettare i requisiti richiesti e realizzare gli adempimenti necessari alla quotazione a seconda del segmento che abbia scelto per il collocamento sulla base delle proprie caratteristiche ed obiettivi.

Nella fattispecie, la scelta riguarda tre segmenti:

- *Il segmento Standard e Blue Chip*
- *Il segmento Borsa Star*
- *Il mercato Expandi*

Il Regolamento di Borsa Italiana stabilisce una serie di condizioni che le emittenti che si rivolgono a tutti e tre i segmenti devono rispettare e che sono contenute nell'art. 2.1.3.

1. Le società e gli enti emittenti devono essere regolarmente costituiti ed i loro statuti devono essere conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti.

2. Gli strumenti finanziari devono essere:

a) emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile;

b) conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti;

c) liberamente negoziabili. Gli strumenti finanziari il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni sono considerati liberamente negoziabili qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato;

d) idonei ad essere oggetto di liquidazione mediante il servizio di liquidazione di cui all'articolo 69 del Testo Unico della Finanza ovvero, ove stabilito dalle disposizioni applicabili ai singoli comparti, attraverso omologhi servizi esteri sottoposti a vigilanza dalle autorità competenti dello Stato di appartenenza;

e) idonei ad essere negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente.

Altresì il Regolamento di Borsa, al Titolo 2.2. richiede ulteriori requisiti specifici sia all'emittente che agli strumenti (azioni) per l'ammissione ai diversi segmenti agli articoli 2.2.1. e 2.2.2. per il segmento Standard e Blue Chips e 2.2.3. per il segmento Star .

In tale fase l'emittente deve, inoltre, provvedere a designare una società di revisione incaricata di verificare la correttezza e la veridicità dei propri bilanci. Tale fase, generalmente, si conclude con la redazione di un documento che contenga le modalità e i termini di realizzazione del processo di quotazione.

Nella *Fase Iniziale*. viene condotta la cosiddetta attività di due diligence sulla società quotanda o sul gruppo di cui fa parte che consiste in un'approfondita analisi sotto i profili legale ed economico-finanziario. Tale analisi è molto complessa e viene realizzata da parte dei consulenti legali e fiscali e da parte

della società di revisione col supporto dell'organo amministrativo e del management della società quotanda.

Nella stessa fase avviene la redazione di un Prospetto Informativo, prescritto dall'art. 113 del TUF, che viene redatto dallo sponsor, dai consulenti e dal management aziendale e che raccoglie, oltre alle informazioni ottenute nel corso dell'attività di due diligence, anche ulteriori elementi relativi alla forza lavoro, ai clienti, ai fornitori ai creditori e debitori e alle operazioni poste in essere dall'azienda ed ha lo scopo di fornire tutte le informazioni necessarie in merito alla società quotanda e alla struttura dell'offerta globale. Segue la convocazione del consiglio d'amministrazione e dell'assemblea dei soci per deliberare sul progetto di quotazione, su eventuali modifiche statutarie necessarie e sull'eventuale aumento di capitale sociale a servizio della quotazione. La fase si conclude con la presentazione alla Consob e a Borsa Italiana della domanda di quotazione.

Fase Intermedia. Entro i due mesi successivi alla presentazione della domanda, Borsa Italiana comunica alla quotanda la propria decisione in merito alla quotazione, dandone contestuale comunicazione alla Consob e stabilisce il comparto all'interno del quale lo strumento verrà negoziato. Nella stessa fase l'impresa quotanda inizia l'attività di pre-marketing volta alla raccolta di manifestazioni di interesse da parte del pubblico. L'ammissione si perfeziona quando Borsa Italiana, non avendo ricevuto opposizione alcuna dalla Consob entro i venti giorni successivi alla pubblicazione della sua decisione in merito alla quotazione, e dopo aver accertato la messa a disposizione del pubblico il prospetto informativo, attuata dopo il rilascio del nulla osta da parte della Consob, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne pubblica un Avviso col quale informa il pubblico.

Fase esecutiva. La fase inizia con l'assegnazione delle azioni ai consorzi di collocamento che sono incaricati dell'offerta al pubblico indistinto in Italia. Il prezzo al quale avviene lo scambio viene normalmente fissato in due fasi: 1)

l'assemblea che approva l'aumento di capitale fissa un intervallo di prezzi che lo strumento può assumere in considerazione di elementi derivanti dalle condizioni del mercato; 2) in base ai primi risultati che derivano dalle proposte di acquisto ricevute da parte degli investitori istituzionali, si fissa il prezzo di collocamento per il lancio dell'operazione pubblica di vendita o/e di sottoscrizione. Si organizzano, altresì incontri e roadshow con l'obiettivo di incrementare l'interessi degli investitori verso la società. Al termine del periodo di sottoscrizione dei contratti si arriva alla definizione dell'effettivo prezzo di mercato del titolo e avviene la consegna degli strumenti al pubblico sulla base degli ordini ricevuti contro il pagamento del prezzo.

Tale processo comporta per l'azienda che lo pone in essere una serie di costi connessi alla procedura di quotazione e al collocamento dei titoli che ammontano a circa il 7-8% del valore complessivo dell'offerta. Tali costi consistono in:

- Costi dovuti alla sponsor / coordinatore dell'operazione ed ai membri del consorzio di collocamento;
- Spese per i consulenti legali e per le società di revisione, costi di marketing e d'organizzazione delle attività promozionali dell'operazione, di stampa, pubblicazione e distribuzione del prospetto informativo e corrispettivi dovuti alla Consob;
- Contributi spot dovuti a Borsa Italiana in relazione alla prima quotazione (pari a 75 euro per ogni 500000 euro di capitalizzazione) e un corrispettivo istruttorio di 10000 euro. Contributi semestrali (di 10,70 euro per ogni 500000 euro di capitalizzazione) per la permanenza sul mercato.

I costi da sostenere per la quotazione insieme alla diluizione della proprietà, alla necessità di ristrutturazione organizzativa, operativa e manageriale, e alla full disclosure obbligatoria di informazioni precedentemente strettamente private, rappresentano i principali svantaggi legati ad una operazione di quotazione sul mercato azionario.

7. Italia ed USA

Benché con relative specificità nazionali le modalità di disinvestimento previste dal Codice Civile Italiano rispecchiano abbastanza fedelmente le modalità previste nel contesto normativo Statunitense.

Nella fattispecie le operazioni di Cessione, Scissione e Conferimento d'azienda o di ramo d'azienda, ricalcano i modelli rispettivamente di Sell Off, Spin Off e Carve Out (IPO) come emerge senza dubbio dalle Fig. 23,24 e 25.

Cessione d'azienda	Corporate Sell Off
<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento di un complesso aziendale; - Corrispettivo in denaro 	<ul style="list-style-type: none"> - Vendita di una porzione d'impresa ad una terza parte mediante transazione privata; - Corrispettivo in denaro

Figura 23. Elementi caratterizzanti di Corporate Sell Off e Cessione d'azienda. Fonte: Elaborazione personale.

Scissione d'azienda	Corporate Spin Off
<ul style="list-style-type: none"> - Scorporo di un ramo aziendale; - Creazione di una nuova società beneficiaria o individuazione di una già esistente; - Corrispettivo in azioni dell'unità oggetto di Spin Off assegnate proporzionalmente o non proporzionalmente; - Assenza di Flussi di Cassa; - Neutralità fiscale dell'operazione; 	<ul style="list-style-type: none"> - Apporto da parte di un soggetto del complesso o di un singolo ramo aziendale ad un altro soggetto; - "Conferitario" di nuova costituzione ovvero già esistente; - Corrispettivo in azioni dell'unità oggetto di Spin Off assegnate pro rata ai vecchi soci; - Assenza di Cash Flow - Neutralità fiscale "parziale": solo per l'operazione, non anche per la cessione successiva delle azioni.

Figura 24. Elementi caratterizzanti di Corporate Spin Off e Scissione d'Azienda. Fonte: Elaborazione personale.

Conferimento ramo d'azienda	Equity Carve Out
<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento di una parte del patrimonio netto a favore di una o più beneficiarie preesistente o di nuova costituzione; - Possibilità di procedere ad IPO della conferitaria; - Possibilità di beneficiare della neutralità fiscale; - Neutralità fiscale della cessione delle partecipazioni (PEX) 	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento parziale consistente nell'IPO di una parte delle azioni ordinarie di una determinata società interamente controllata da una parent - L'IPO della conferitaria avviene automaticamente; - Neutralità fiscale dell'operazione di conferimento; - Rilevanza fiscale dell'operazione

Figura 25. Elementi caratterizzanti di Equity Carve Out e Conferimento di rami d'Azienda. Fonte: Elaborazione personale.

Considerate le ben note differenze dei sistemi italiano ed anglosassone, tale evidenza ci induce ad estendere la somiglianza riscontrata agli altri paesi, europei e non. Alla luce di ciò, è possibile ritenere che le implicazioni relative ai razionali strategici e alla scelta della modalità di exit presentate nel successivo capitolo siano da ritenere valide a livello generale, sia in considerazioni di operazioni nazionali, che cross-boarder, seppur in presenza di lievi differenze in relazioni alle specificità nazionali.

Terzo Capitolo.

I driver nella scelta delle differenti Exit Strategies

La figura 26, che contiene una schematizzazione delle caratteristiche delle strategie di disinvestimento discusse nel precedente capitolo, conferma la problematica sovraesposta, ovvero la difficoltà del management nella scelta della modalità di disinvestimento più idonea nel perseguimento dei differenti obiettivi aziendali evidenziando come tutte le Exit Strategies abbiano numerose caratteristiche in comune, elemento che rende ancor più complesso capire sulla base di cosa preferire una modalità ad un'altra.

	Sell-Off	Corporate Spin Off	Equity Carve Out	Split Up	Split Off	Tracking Stocks
Infusione cash	SI	NO	SI	NO	NO	SI
Modifiche proprietà	SI	NO	SI	POSSIBILE	SI	POSSIBILE
Modifiche al controllo	SI	SI	POSSIBILE	SI	SI	NO
Nuova entità	POSSIBILE	SI	SI	SI	NO	NO
Cessazione parent	NO	NO	NO	SI	NO	NO
Tassabilità azionisti	SI	NO	SI	NO	NO	NO
Emissione azionaria	POSSIBILE	SI	SI	SI	NO	SI
Acquirenti esterni	SI	NO	SI	SI	SI	SI

Figura 26. Caratteristiche delle modalità di disinvestimento. Fonte: Peruffo (2013) e De Pamphilis (2007)

Nel dettaglio, i Corporate Sell Off e gli Equity Carve Out comportano un' *infusione di cassa nella parent*, al contrario delle operazioni di Corporate Sell Off, e quindi di Split Up e Split Off. Il *cambiamento di proprietà*, che interessa le operazioni di Sell Off ed Equity Carve Out e non quelle di Corporate Spin Off potrebbe realizzarsi anche nel caso di operazioni di Split Up, se gli azionisti dell'impresa parent scambiassero le loro azioni con quelle emesse contestualmente alle operazioni di Spin Off. In tutte le operazioni analizzate *la parent continua ad esistere*, eccetto nel caso degli Split Up nelle quali, realizzandosi il completo smembramento della parent essa cessa la sua esistenza, e tutte le operazioni analizzate possono realizzarsi tramite la *creazione di una nuova entità legale*. Con eccezione dell'operazione di Equity Carve Out e dell'emissione di Tracking Stock la parent perde generalmente il *controllo del business* coinvolto nella ristrutturazione e solo gli Spin Off e gli Split Up sono generalmente *non tassabili* per gli azionisti.

1. I razionali strategici

Da quanto detto finora, possiamo dedurre che i razionali strategici che inducono le imprese a disinvestire tramite le tre modalità sovresposte sono i medesimi, ed abbiamo effettuato la seguente classificazione, rappresentata graficamente in Fig. 27, per semplificarne l'esposizione:

- Ragioni operative ed organizzative;
- Ragioni finanziarie.

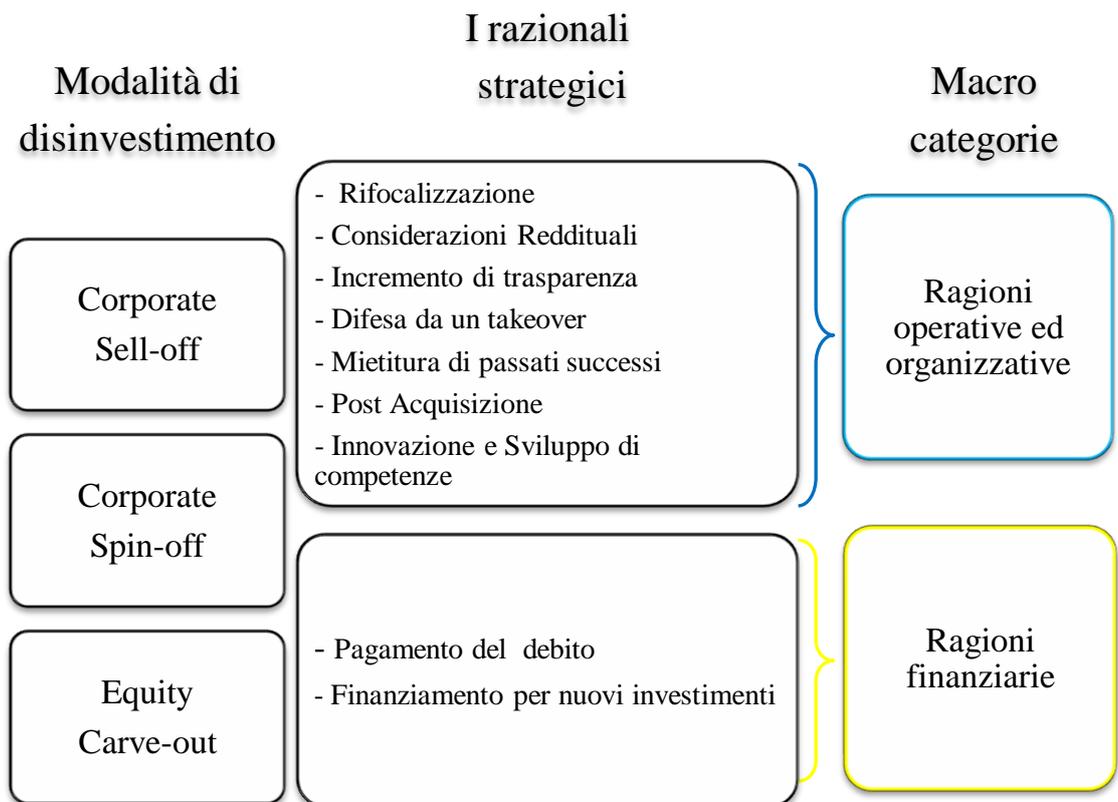


Figura 27. Categorizzazione dei razionali strategici individuati per ciascuna modalità di disinvestimento.
Fonte: Elaborazione personale.

Le considerazioni fin qui esposte, tuttavia, pur spiegando la motivazione del ricorso alle operazioni di Corporate Restructuring, non offrono alcuna valida indicazione a supporto del management che intenda realizzare il proprio progetto strategico tramite l'utilizzo del disinvestimento aziendale. Nella fattispecie, non emerge con chiarezza quali sono le variabili sulle quali il management dovrebbe riflettere per compiere una scelta consapevole tra le differenti modalità di Exit.

Immaginando, per un attimo, di trovarci nei panni di un soggetto appartenente all'organo amministrativo di una società che avverte la necessità di semplificare la propria struttura organizzativa rifocalizzando su business più coerenti con l'attività core, ci si trova davanti a tre diverse alternative egualmente percorribili:

- Intraprendere un'operazione di *Corporate Sell Off* con la quale cedere completamente quei business troppo distanti dall'attività core ottenendo in cambio risorse cash con le quali finanziare nuovi investimenti o migliorare la struttura di capitale;
- Intraprendere un'operazione di *Corporate Spin Off* con la quale separare i business in termini gestionali; anche questa modalità, infatti, consente all'azienda che la realizza di compiere una rifocalizzazione sul core business, mantenendo comunque la possibilità per i soci di beneficiare dei risultati del business ceduto;
- Intraprendere un'operazione di *Equity Carve Out* con la quale cedere ad una diversa entità il business in questione; tale modalità consente alla società di beneficiare sia della riduzione di complessità organizzativa che della monetizzazione del business, mantenendo comunque un legame con lo stesso e tutelando la possibilità di una successiva riacquisizione in funzione di eventuali sviluppi futuri.

Evidentemente, il razionale strategico “*Rifocalizzazione sul core business*” verrebbe raggiunto utilizzando ciascuna delle modalità sovraesposte, seppur utilizzando processi e procedure totalmente differenti; il management, tuttavia, che è chiamato a scegliere solamente una tra le diverse alternative disponibili non agisce affidandosi al caso, e non può che fondare la propria scelta su considerazioni di tipo logico.

A nostro avviso, la soluzione per una scelta valida e fondata da un punto di vista economico, consiste nell'incrociare le diverse variabili relative a ciascuna realtà aziendale.

In sostanza, chi scrive ritiene che effettuare considerazioni in merito alla motivazione principale che induce l'impresa a disinvestire è solo il primo passo nella definizione della strategia da utilizzare; il processo di disinvestimento, infatti, si sostanzia di due momenti (De Pamphilis):

- Nel primo step l'impresa avverte la necessità di disinvestire uno o più business aziendali sulla base delle motivazioni riportate nel Cap. 1 par. 4.1. in tema di “disinvestimenti volontari”;
- Nel secondo step l'impresa valuta le strategie che ha a disposizione e sulla base di ulteriori considerazioni compie la scelta relativamente all'exit strategy più appropriata. Le “ulteriori considerazioni” su cui tale scelta viene realizzata consistono (Powers, 2001):
 - Nel *bisogno di cash della parent*. La considerazione in merito alle esigenze di cassa dovrebbe riguardare non solo le attuali necessità ma anche l'esistenza di particolari condizioni che si realizzano in difficoltà d'accesso a fonti di finanziamento;
 - Nella previsione del *prezzo di vendita della unità target* e nel *grado di sinergie presenti* tra la parent e la target. Nel dettaglio si dovrebbe confrontare l'intrinsic value con: il prezzo di cessione nel caso di Equity Carve Out e Corporate Sell Off per verificare la convenienza della vendita e, nel caso di uno Spin Off, con l'eventuale prezzo di vendita che si sarebbe ottenuto se fossero state scelte le altre due modalità di exit.

La struttura scelta per realizzare delle considerazioni in merito all'individuazione della strategia di exit più idonea consiste anch'essa in due passaggi: nel primo si considerano tutte le motivazioni individuate nel Cap. 1 par. 4.1 e si escludono, laddove possibile, una o più modalità per ridurre il campo; nel secondo, si aggiungono alle considerazioni derivanti da tale motivazione principale le considerazioni derivanti dagli altri due driver della scelta individuati da Powers, unicamente quando ciò si dimostra fondato logicamente.

2. Ragioni Organizzative ed Operative

2.1. Rifocalizzazione

Come anticipato, l'obiettivo di rifocalizzazione sul core business aziendale può essere perseguito dalle imprese multi business tramite tutte le modalità di disinvestimento analizzate finora.

Tanto il Corporate Sell Off che il Corporate Spin Off e l'Equity Carve Out, infatti, possono comportare un incremento della performance aziendale grazie all'eliminazione delle sinergie negative tra la parent e la target e la riduzione della complessità organizzativa aziendale.

Il miglioramento delle performance successivo alle operazioni di Corporate Sell Off sembra essere motivato da numerose ragioni, tra le quali, in particolare, l'eliminazione delle sinergie negative tra la parent e la target e l'incremento dell'efficienza derivante da una migliore allocazione del tempo e delle risorse manageriali in un'impresa più "focalizzata" (John e Ofek, 1995). In sostanza, pare che le imprese che intendono rifocalizzare le proprie attività, dovrebbero intraprendere un'operazione di Corporate Sell Off ogni qual volta che l'operatività della target interferisce con le ulteriori operazioni dell'impresa parent, dal momento che il guadagno deriverebbe dalla migliore gestione degli asset rimanenti. Effettivamente, l'evidenza empirica, mostra l'esistenza di una correlazione positiva tra la vendita della target tramite Sell Off e la performance dell'impresa parent nei successivi tre anni all'operazione, dimostrando come parte del rendimento dell'operazione sia dovuto proprio all'aumento dei cash flow degli asset rimanenti conseguente all'eliminazione delle sinergie negative tra i business.

Parte del rendimento associato a operazioni di tal genere è, comunque, contenuto nel prezzo di vendita della target che talvolta, supera l'effettivo valore economico degli asset ceduti. Ciò accade, in particolare, quando vi è da parte degli

acquirenti la possibilità di “strapagare” il business in questione per concludere un affare rapidamente e senza rischi in virtù ad esempio, di cash flow particolarmente elevati (Jensen, 1986). Nel dettaglio, la parent riesce a ottenere il trasferimento di tale vantaggio tramite un “premio” nel prezzo di vendita quando la cessione che realizza comporta un incremento di efficienza non solo nella parent, ma anche nell’organizzazione della target (Palepu, 1990); ciò accade quando il buyer è dotato di una migliore struttura organizzativa ed ha un vantaggio comparato nella gestione del business e quando il business in questione veniva gestito in maniera poco valida da parte del venditore (John e Ofek, 1995).

Tale maggior vantaggio getta le basi e fornisce una giustificazione per una ulteriore motivazione che muove il management a scegliere l’operazione di Corporate Sell Off nell’ottica di rifocalizzazione aziendale. Un importante studio in merito all’argomento dimostra l’esistenza di una correlazione positiva tra la decisione di Sell Off ed il livello di debito (Steiner , 1997); in sostanza, l’evidenza empirica suggerisce ciò che già veniva descritto in letteratura, ovvero, che quando le imprese hanno una leva finanziaria particolarmente elevata risultano più propense ad effettuare Sell Off ed utilizzare le risorse ottenute per ripagare i debiti e ridurre l’indice debito su equity. Altri autori contestavano già precedentemente tale conclusione (Linn e Rozeff, 1989), evidenziando l’eccessività di tale soluzione al problema della elevata leva finanziaria, dal momento che il reperimento di fonti potrebbe essere conseguito anche attraverso una semplice emissione azionaria, alternativa che non prevede la perdita del controllo del business. Con ciò non si vuole negare che dopo aver monetizzato il business tali risorse non vengano utilizzate per fare fronte ad esigenze di finanziamento, ma ciò che non convince è che questa sia una motivazione. A maggior ragione se pensiamo che tale importante decisione deriverebbe unicamente da considerazioni meramente finanziarie, sacrificando totalmente le implicazioni strategiche che essa comporta.

Alla luce di quanto sovraesposto, comunque, è possibile trovare un punto di mediazione tra tali posizioni contrastanti che vedono da una parte i risultati dell'evidenza empirica e dall'altro un ragionamento basato su considerazioni di tipo strategico. Nella fattispecie, la cessione del business motivata dal desiderio di generare cassa per ripagare i propri debiti appare dotata di fondamento unicamente quando il seller si trovi nella condizione di poter ottenere un prezzo che sia superiore al valore intrinseco degli asset ceduti e quando esso si trovi in una situazione di impellente necessità di cassa.

In definitiva, il Corporate Sell Off ha ragion d'essere utilizzato quando:

- Si nota la *necessità di cassa* da parte della parent;
- Si nota l'esistenza di *sinergie negative* tra la parent e la target tale che, la target in questione interferisce con le altre attività della parent;
- Esiste la possibilità di veder strapagato il business che si intende cedere in virtù di un "*better fit with the buyer's organization*".

Le considerazioni relative all'utilizzo dei Corporate Spin Off nell'ottica di una rifocalizzazione aziendale sono prive delle considerazioni di ordine finanziario fatte poc'anzi, poiché, al contrario delle operazioni di Corporate Sell Off, gli Spin Off non prevedono alcun afflusso di cash nella parent.

Da diversi studi realizzati in materia di Corporate Spin Off è emersa la realizzazione di rendimenti in media superiori per gli Spin Off intrapresi con l'obiettivo di concretizzare una rifocalizzazione piuttosto che per quelli che non sono orientati a tale obiettivo²⁰ (Delai, Mehrotra e Sivakumar, 1997) (Desai e Jain, 1999) alla luce, a nostro avviso, del fatto che se implementati

²⁰ L'obiettivo incremento di corporate focus si intende perseguito quando il business che è oggetto di Spin Off opera in una diversa industria rispetto alla parent (parliamo in questo caso di *Cross Industry Spin Off*); quando invece la target opera nella medesima industria dell'unità pre spin off l'operazione è intesa come non rivolta all'aumento del livello di focalizzazione aziendale (parliamo in questo caso di *Own-Industry Spin Off*) (Delai, Mehrotra e Sivakumar, 1997).

opportunamente gli Spin Off hanno la capacità di ridurre la diversità del patrimonio aziendale e quindi aumentare l'efficienza della gestione (Desai e Jain, 1999). Talvolta, infatti, le aziende mantengono e sostengono anche business unit estremamente lontane dal core business e che realizzano rendimenti bassi o al di sotto della media tramite il ricorso a sovvenzioni incrociate, le quali comportando il mantenimento di tale relazione inducono perdite di valore nelle imprese multi business (Berger e Ofek, 1995); gli Spin Off recidono questa relazione di sovvenzione separando le linee di business in questione dal resto dell'organizzazione.

L'aumento di valore derivante da aumenti delle performance è giustificato da due ipotesi (Delai, Mehrotra e Sivakumar, 1997):

- *Ipotesi del Corporate Focus* . Tale considerazione si lega alla logica dell'eliminazione delle sinergie negative: le competenze manageriali potrebbero essere sacrificate dalla condivisione delle stesse in più business unit non correlate tra loro. In tale situazione, liberare il management dalla gestione di tali business può risolversi in una migliore gestione dei business core e quindi i migliori risultati;
- *Ipotesi dell'allineamento degli incentivi*. In seguito ad un'operazione di Spin Off la target e la parent divengono due entità tra loro indipendenti le cui performance divengono oggetto di analisi separate. Tale caratteristica introduce la possibilità di orientare il comportamento del management della sussidiaria attraverso la creazione di una serie di piani d'incentivazione, impossibili da realizzare prima della separazione, dal momento che i risultati (negativi) della target venivano mitigati da quelli (positivi) del resto dei business.

La conferma della validità di tali due ipotesi deriva dai documentati incrementi di redditività del capitale investito nel caso di analisi di aziende aventi portafogli di business cross-industry. In realtà tale incremento di redditività coinvolge in

misura massima la parent e solo debolmente la parent; ciò, quindi, suggerisce che del miglioramento della performance che segue l'operazione beneficia, per la maggiore, la parent.

Il restante valore creato tramite operazioni volte ad aumentare il livello di focalizzazione discende dalla rescissione delle sovvenzioni incrociate che caratterizzano i rapporti tra casa madre ed impresa target (in un senso, e nell'altro) e dalla creazione di un legame tra le due entità, il cui vantaggio associato emerge particolarmente quando vi è il ricorso al mercato, "soggetto" capace di riconoscere e attribuire valore all'esistenza di tale legame.

In ultimo, l'operazione di Corporate Spin Off, traducendosi semplicemente nel cambio del management e non anche nel cambiamento della proprietà, non prevede alcuna infusione di cassa nella parent; l'analisi empirica conferma l'assenza di particolari cambiamenti nel grado di leva finanziaria e nella struttura del capitale realizzate tramite tale operazione; con ciò non si vuole escludere, tuttavia, una revisione della struttura dopo il Corporate Spin Off. È possibile, infatti, che qualora vi siano dei debiti nel bilancio della casa madre, tali debiti vengano ripartiti tra la casa madre e la sussidiaria secondo un piano di ripartizione stilato dal management col supporto di consulenti finanziari, ma anche questo è da considerarsi una conseguenza anziché una motivazione.

In definitiva, lo Spin Off assicura i maggiori vantaggi alle entità coinvolte in un processo di incremento del livello di focalizzazione aziendale, quando:

- Il business target opera in settori *non correlati o scarsamente correlati* rispetto agli altri business aziendali, il che sacrifica le competenze gestionali del management;
- Il business possiede *proprie caratteristiche finanziarie ed operative* distinte da quelle della casa madre, che consentono la separazione del business;

- La target sembra presentare segnali di *basse performance* che vengono a) in parte mitigati dall'esigenza di presentare i risultati aziendali in un solo documento che non approfondisca i rendimenti di ciascun business; b) in parte sopperiti tramite il ricorso a sovvenzioni di tipo incrociato tra le diverse entità;
- Sia la casa madre che la sussidiaria *non presentano esigenze di cassa*.

Sebbene gli Equity Carve Out non si traducano nella totale separazione della target dalla società parent, essi sono comunque considerati modalità attraverso le quali le imprese raggiungono l'obiettivo di incremento del focus aziendale attraverso la ridefinizione dei confini aziendali sia della parent che dell'unità target, consentendo al management di concentrare i propri sforzi su un'impresa più ridotta da un punto di vista dimensionale e di linee di business e realizzare così, un aumento della produttività (Chemmanur e Paeglis, 2001). Inoltre, il frequente cambiamento del management nella gestione della business unit separata induce un miglioramento delle performance operative grazie all'aumento di flessibilità nel processo decisionale. L'Equity Carve Out, infatti, comportando l'indipendenza legale ed economica dell'unità può essere interpretato come uno strumento di decentramento che consente alla target di evitare le attese derivanti da un processo decisionale che interessa numerosi passaggi nella struttura di una grande azienda diversificata, consentendo una risposta più rapida ed efficace ai cambiamenti ambientali.

Tale ricerca di flessibilità viene confermata anche da ulteriori studi che evidenziano come, attraverso tale modalità, generalmente, non si persegue una rifocalizzazione con la quale si escludono linee di business totalmente estranee al core business aziendale, ma unità collegate alla parent da evidenti sinergie di carattere tangibile ed intangibile (Frank e Harden, 2001); evidentemente, questo giustifica il mantenimento di un legame tra la parent e la target consistente nella maggioranza delle azioni della target che entrano nel portafoglio della parent e

che consentono, grazie alla maggioranza dei voti in assemblea, di influenzare le operazioni della target e di fare sì che le sinergie esistenti vengano sfruttate.

Benché la strutturazione delle operazioni di Corporate Spin Off e di Equity Carve Out possa apparire simile, dal momento che in entrambe le soluzioni vi è la creazione di una nuova entità che accoglie il business separato dalla casa madre, l' idoneità dell' Equity Carve Out di realizzare un' infusione di cash nelle casse della parent rappresenta un elemento che orienta la decisione della parent nella selezione della modalità più opportuna per realizzare il disinvestimento nell' ottica della rifocalizzazione aziendale: le imprese che necessitano di cassa per fare fronte alle proprie esigenze propenderanno per la scelta dell' Equity Carve Out strategy. In ogni caso, però, affinché gli Equity Carve Out non si risolvano in operazioni senza successo, è indispensabile che il management sia mosso da una visione strategica di lungo periodo, piuttosto che semplicemente da obiettivi di ingegneria finanziaria di breve termine.

In definitiva, le aziende che intendono conseguire un obiettivo di incremento del livello di focalizzazione ottengono vantaggi dall' utilizzo dell' Equity Carve Out come modalità di exit quando:

- Le imprese manifestano *necessità di cassa*;
- L' impresa parent presenta *notevoli sinergie* con la target, elemento che scoraggia la separazione totale dal business.

Come precedentemente affermato, dalle considerazioni finora riportate appare evidente che non esista una modalità di disinvestimento che sia efficace in tutte le situazioni che un' azienda si trova ad affrontare e neanche l' individuazione del razionale strategico sottostante alla scelta di disinvestimento suggerisce la preferenza per una modalità che sia in assoluto migliore delle altre. Nella fattispecie, l' obiettivo primario "Riduzione del livello di focalizzazione" può essere conseguito attraverso le diverse modalità esposte, ma affinché

l'operazione assuma una validità economicamente rilevante, è necessario fare delle considerazioni.

Sulla base di quanto sovraesposto in merito a ciascuna modalità di exit abbiamo realizzato uno schema, riportato in Fig. 28, che riassume tutto quello finora riportato: nel dettaglio, dopo aver inquadrato la motivazione che spinge al disinvestimento, si considera la necessità di cassa dell'azienda parent che abbiamo diviso in Necessità Elevata e Necessità ridotta o assente.

- A. Nel caso di necessità elevata di cassa, la scelta dell'azienda parent è limitata a solo due delle alternative possibili, ovvero Corporate Sell Off e Equity Carve Out, poiché, essendo lo Spin Off un'operazione che non prevede alcun flusso di cassa, non soddisfa la necessità di cassa dell'azienda e deve pertanto essere esclusa. Lo scriminante tra le due alternative, a questo punto, diventa il grado di sinergie esistenti tra la target e la parent. In caso di elevate sinergie, infatti, l'impresa target è orientata a mantenere un legame, seppur ridimensionandolo, con la target poiché la completa cessione del business potrebbe comportare per la parent problemi operativi derivanti dal rischio di eliminare con essa anche beni, tangibili o intangibili, di cui essa stessa era beneficiaria; perciò la scelta del management dovrebbe teoricamente ricadere sull'operazione di Equity Carve Out. In caso di ridotte sinergie, invece, la parent dovrebbe propendere per una cessione completa del business, Corporate Sell Off, con la quale soddisfare la necessità di cassa e concentrare tutte le risorse, materiali, immateriali e manageriali, sulla impresa parent, senza spreco di risorse in una realtà aziendale totalmente estranea a quella principale.
- B. Nel caso di necessità di cassa ridotta o assente l'impresa parent esclude la cessione totale del business, concentrandosi nella scelta tra Corporate Spin Off o Equity Carve Out. Ancora una volta, scriminante è il livello di sinergia. Nel caso in cui le due imprese presentino un elevato grado di sinergie, la scelta dovrebbe ricadere, ancora una volta sulla modalità

Equity Carve Out, che consente all'impresa di continuare a sfruttare le sinergie esistenti attraverso il legame rappresentato dalla partecipazione azionaria; nel caso, invece, in cui le imprese non presentino sinergie rilevanti la soluzione preferibile è quella del Corporate Spin Off. Tale modalità, infatti, che prevede la sostituzione nella target dell'organo manageriale della parent con uno di nuova costituzione, consente al management di recidere i legami con l'unità disinvestita, permettendogli di concentrare tutta l'attenzione, il tempo e le risorse aziendali su una sola delle entità, apportando evidenti vantaggi in entrambe le organizzazioni.

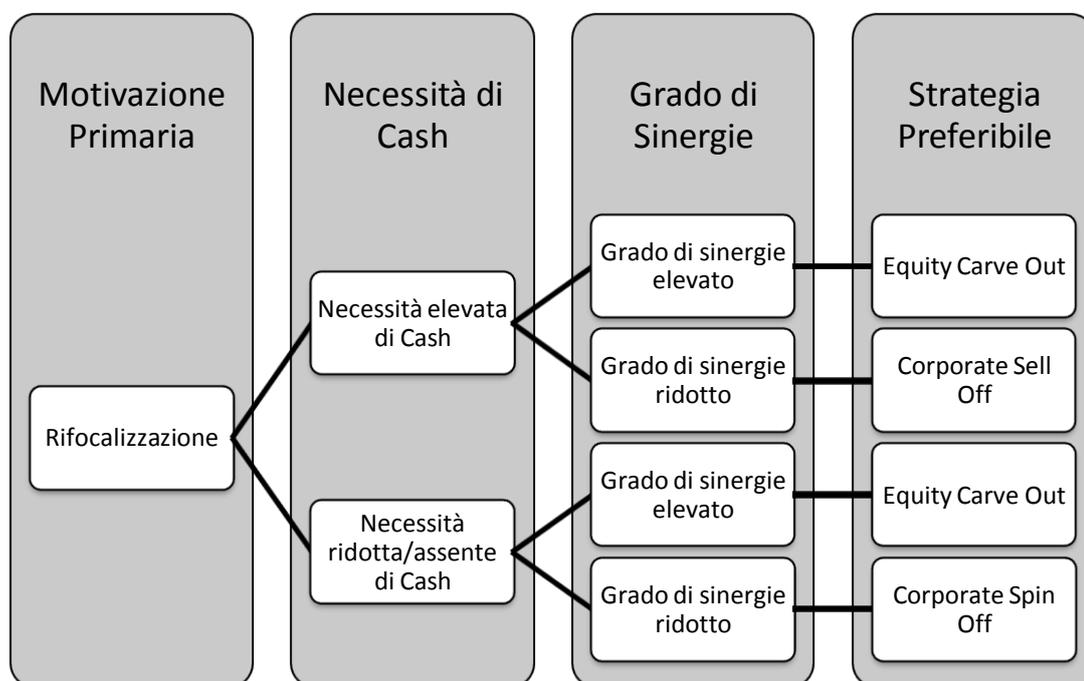


Figura 28. Determinazione della strategia di Exit preferibile in caso di obiettivo di Rifocalizzazione. Fonte: Elaborazione personale

Evidentemente, quando si ricorre alla dismissione di unità di business aziendali, è necessario tenere in considerazione l'esistenza di sinergie e asset condivisi, e capire a fondo le implicazioni per i business rimanenti derivanti dal disinvestimento.

2.2. *Difesa da un takeover*

Talvolta le imprese cedono business per prevenire o scoraggiare acquisizioni ostili non desiderate (Kaiser e Stouraitis, 1995) (Daines e Klausner) (Baroncelli, 1996) (Loh, Bezjak e Toms, 1995). Spesso, infatti, l'interesse del corporate raider nell'acquisizione di una intera azienda deriva dalla presenza nella stessa di un determinato business, una porzione d'impresa, una sussidiaria o una linea di prodotti esclusi i quali l'operazione di acquisizione ostile perde la sua motivazione. A fronte di ciò, qualora l'azienda individui l'obiettivo d'interesse, può realizzare un disinvestimento dello stesso, allontanando in tal modo da sé la minaccia di divenire oggetto di un *takeover ostile*.

Anche in questa circostanza, le imprese parent conseguono tale risultato attraverso tutt'e tre le modalità di exit.

Tramite il Corporate Sell Off la casa madre cede totalmente il business target a terzi e stempera le mire espansionistiche dell'azienda offerente. Evidentemente tale operazione prescinde da qualsiasi considerazione in merito alle esigenze di cassa della parent e trova giustificazione unicamente nella salvaguardia del resto dell'entità aziendale.

La cessione degli asset più attrattivi può avvenire anche attraverso l'operazione di Corporate Spin Off, la quale, non necessitando, il più delle volte, del consenso degli azionisti consente al management di realizzare un duplice interesse: evitare che la minaccia di acquisizione ostile si tramuti in una condizione reale e fortificare il proprio radicamento nella gestione aziendale (Daines e Klausner). La separazione derivante dal Corporate Spin Off, quindi, consente di distinguere le sorti della business unit da quelle dell'azienda parent, liberando quest'ultima dal rischio di venire acquisita. In ultimo, anche attraverso l'operazione di Equity Carve Out la casa madre riesce a realizzare il proprio obiettivo di autotutela nei

confronti di una operazione di takeover, grazie alla creazione di un nuovo vincolo sottoposto a quotazione che agisce indipendentemente dalla parent.

A causa della scarsità dei contributi relativamente a tale argomento, risulta molto complesso fornire indicazioni utili nella scelta della strategia più adeguata a fronte delle diverse circostanze. Nonostante ciò, è possibile ragionare utilizzando le medesime variabili considerate finora arrivando alle seguenti conclusioni, rappresentate in Fig. 29.

- A) Qualora l'impresa parent subisca una minaccia di takeover e laddove essa manifesti esigenze di cassa, la scelta della modalità si concentra su Corporate Sell Off ed Equity Carve Out, ed, ancora una volta, scriminante della scelta diviene l'esistenza di sinergie positive tra la casa madre e la business unit candidata al disinvestimento;
- B) Qualora, invece, l'impresa che subisce la minaccia non manifesti esigenze di cassa, è probabile che la strategia scelta sia il Corporate Spin Off, operazione che conferisce all'organo manageriale l'indubbio vantaggio di realizzare l'operazione indipendentemente dalle considerazioni degli azionisti, dal momento che tale operazione non richiede, come già anticipato, il voto positivo degli stessi.

In questa situazione, più che in tutte le altre, emergono dubbi relativamente alla adeguatezza strategica dell'operazione di disinvestimento. In particolare, in seguito al disinvestimento del business unit oggetto di interesse, qualsiasi sia la modalità, possono configurarsi due scenari diametralmente opposti:

- In primo luogo il disinvestimento può comportare un aumento del valore della parent quando sotto la pressione della minaccia di takeover, l'impresa cede un business causa di inefficienze e/o sinergie negative per tutta l'impresa;

- Il disinvestimento distrugge valore poiché esso viene realizzato in un'ottica non strategica e anche qualora esso si riveli dannoso nell'unico intento di respingere la minaccia di takeover.

Tale considerazione contraddice quanto sostenuto finora in tema di disinvestimento poiché, in tal caso, l'operazione di disinvestimento non si rivela intrapresa nell'interesse degli azionisti ed orientata alla creazione del valore ma consiste in una strategia puramente antitakeover (Loh, Bezjak e Toms, 1995) che promuove gli interessi dell'organo manageriale (Tehrani, Hassan, Travlos e Waegel, 1987) e si oppone alla diffusa considerazione per cui "*the firm should not undertake a divestiture unless the transaction is expected to benefit its stockholders*" (Rosenfeld, 1984)". Se consideriamo, infatti, quanto anticipato nel Capitolo 1, relativamente alla cessione dei cosidetti "Gioielli della corona" emerge chiaramente come l'organo manageriale ottenga da tale operazione il beneficio di allontanare la minaccia di takeover da sé e dal proprio lavoro, mentre gli azionisti vengano danneggiati da una strategia che di fatto li priva del business più redditizio e impedisce loro di beneficiare del cosidetto "premio di takeover" che solitamente accompagna tali operazioni (Loh e Rathinasamy, 1997).

Importanti contributi (Loh, Bezjak e Toms, 1995) (Dann e Deangelo, 1983) (MacKinnon, 2002) studiano l'effetto di tale strategia attraverso l'analisi della reazione del mercato ad annunci di Corporate Sell Off e evidenziano come l'annuncio di Corporate Sell Off da parte di imprese che non hanno adottato misure antitakeover sia associato a rendimenti positivi mentre quando tale annuncio viene fatto da imprese che hanno adottato tale misura in risposta a una minaccia di acquisizione ostile i rendimenti siano sorprendentemente inferiori o negativi poiché a tale progetto non viene attribuito un valore attuale positivo. In sostanza, la variabile "minaccia di acquisizione ostile" viene utilizzata dal mercato come indicatore della bontà dell'operazione. La discrepanza dei risultati

sembra derivare dall'alterazione della percezione degli investitori in merito alle intenzioni dell'organo manageriale rispetto alle operazioni future.

Tali risultati, che possono essere concettualmente estesi anche alle altre modalità di disinvestimento, suggeriscono la non convenienza del ricorso ad operazioni di disinvestimento quando esse siano prive di un supporto di tipo strategico.

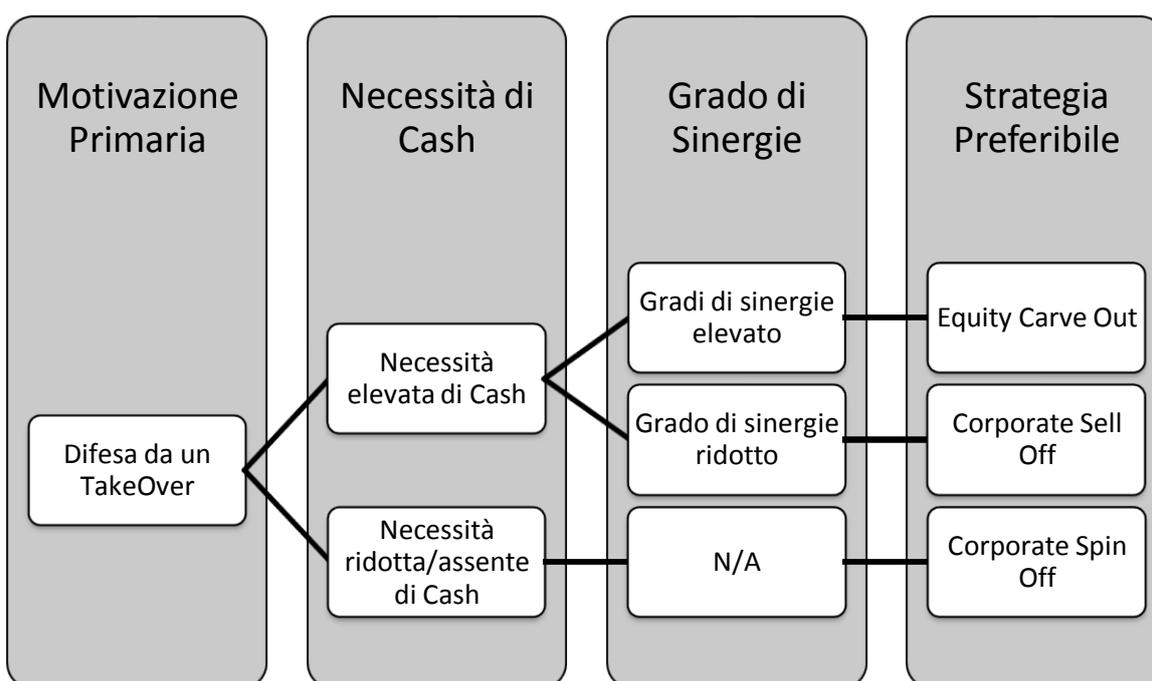


Figura 29. Determinazione della strategia di Exit preferibile in caso di Difesa da Takeover. Fonte: Elaborazione personale.

2.3. *La cessione di business indesiderati: La mietitura passati successi, la cessione post-Acquisizione e i Problemi Organizzativi*

La Cessione di Business post-Acquisizione

Talvolta l'operazione di disinvestimento, l'acquisizione di business e la redistribuzione delle risorse, sono parte del medesimo processo organizzativo,

con il quale le imprese modificano la propria configurazione e si adattano all'ambiente esterno (Capron, Mitchell e Swaminatham, 1999). A seguito di un processo di acquisizione, infatti, gli elementi propri dell'azienda acquisita, vengono trasferiti all'interno della organizzazione acquirente e, talvolta, costituiscono elementi in eccesso i quali vengono ceduti dall'impresa parent con lo scopo di salvaguardare l'efficienza, la quale, come è noto, viene profondamente ridotta superata una determinata dimensione aziendale. Il verificarsi di tale situazione è tanto più frequente quanto più l'azienda acquirente e l'acquisita operano nello stesso settore e manifestano le medesime caratteristiche strategiche (Capron, Mitchell e Swaminathan, 2001); in tale circostanza, infatti, vi è una elevata probabilità che vi sia un eccesso di capacità "produttiva" che porti la casa madre a disinvestire uno o più business dell'azienda acquisita ed a riorganizzare le risorse e i business rimanenti per ottenere una configurazione della nuova azienda emergente. Il disinvestimento, quindi, si configura come lo strumento attraverso il quale la parent riorganizza le risorse aziendali interne e quelle acquisite tramite l'operazione di M&A e non come uno strumento che l'azienda utilizza per porre rimedio a precedenti operazioni fallimentari.

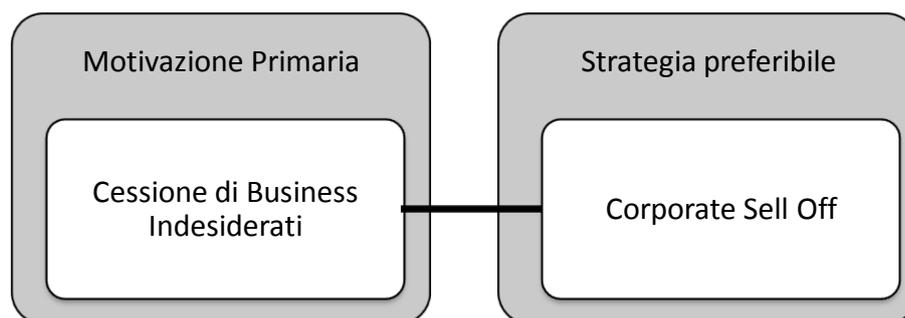


Figura 30. Determinazione della strategia di Exit preferibile in caso di Cessione di Business indesiderati.

Fonte: Elaborazione personale.

La modalità più idonea a realizzare tale riconfigurazione è l'operazione di Corporate Sell Off la quale consente all'impresa di conseguire contestualmente due importanti risultati: da una parte, permette alla parent di liberarsi di risorse in eccesso idonee a ridurre l'efficienza aziendale, dall'altro conferiscono alla parent risorse finanziarie con le quali contribuire, almeno in parte, al finanziamento dell'operazione di M&A. Le restanti due alternative non appaiono adeguate in tale circostanza, poiché interesse fondamentale dell'azienda parent è liberarsi dei business che non ha più ragione di detenere all'interno della sua organizzazione.

La mietitura di passati successi

Lo stesso ragionamento può essere esteso all'ipotesi in cui un'azienda voglia attuare una strategia di mietitura di uno o più determinati business aziendali frutto di una precedente operazione di acquisizione. In questo caso parliamo di "passati successi imprenditoriali" poiché si vuole porre l'accento sul fondamento strategico della loro acquisizione; raggiunto l'obiettivo perseguito la presenza del business nella realtà aziendale perde il proprio fondamento e avviene il suo disinvestimento con uno scopo di "mietitura".

2.4. Maggiore Trasparenza

Molte volte il valore di un'azienda multi business non viene valutato correttamente a causa della mancanza di informazioni che il mercato possiede rispetto al management; la presenza di tali asimmetrie informative, solitamente, causa la sottovalutazione del valore del business e l'applicazione del cosiddetto "sconto da diversificazione". In tali situazioni il management può decidere di disinvestire una o più business unit per eliminare tali asimmetrie e apportare agli azionisti il beneficio derivante dagli incrementi di valori seguenti all'aumentata trasparenza.

È evidente che in tale situazione almeno una delle tre exit strategies può essere esclusa a priori: il Corporate Sell Off. Tale operazione, infatti, che prevede la cessione immediata a terzi del business target, si risolve nella cessione di una unità che, per quanto affermato precedentemente, è sottovalutata dal mercato, ed è chiaro come tale operazione non sia idonea a trasferire alcun genere di beneficio agli azionisti.

Pertanto, il management di aziende che soffrono una sottovalutazione causata da una eccessiva diversificazione, propenderanno per le operazioni di Corporate Spin Off ed Equity Carve Out che, accrescendo la quantità e la qualità delle informazioni a disposizione degli investitori, migliorano la percezione e quindi la valutazione dell'azienda parent e del segmento target da parte del mercato (Parrino, 1997).

Riguardo il Corporate Spin Off diversi contributi offrono differenti modelli per spiegare la relazione esistente tra l'operazione – la riduzione delle asimmetrie informative – e l'aumento di valore, tra questi: Aaron (Aron, 1991) sostiene che l'asimmetria informativa subisca una riduzione poiché la vendita delle azioni della sussidiaria ne faccia emergere il prezzo che è indice inequivocabile della sua capacità produttiva rispetto all'idea che se ne ha quando la sussidiaria è parte della casa madre, tale evento aumenta la trasparenza dei risultati aziendali e la fiducia degli investitori; Habib *et al.* (Habib, Johnsen e Naik, 1997) sostengono che la quantità di informazioni necessarie per realizzare l'operazione di Corporate Spin Off migliori le decisioni di disinvestimento e renda il sistema dei prezzi più efficiente, aumentando il valore delle aziende coinvolte; entrambe le impostazioni vengono confermate dal contributo di Krishnaswami e Subramaniam (Krishnaswami e Subramaniam, 1991) il quale, essendo basato sulla elevata probabilità che il valore di un'impresa multi business sia percepito in modo scorretto (inferiore) da parte del mercato dei capitali, dimostrano come l'operazione di Spin Off, facendo emergere il reale valore dell'azienda, incrementi gli effetti sulla ricchezza.

Tali considerazioni valgono ancor di più nel caso delle operazioni di Equity Carve Out al punto che è stato dimostrato come all'aumentare delle informazioni relative ad un determinato titolo gli investitori appaiano più propensi ad acquistarlo (Schipper e Smith, 1986) (Vijh, 2002), producendo un aumento di domanda e quindi un incremento del suo prezzo.

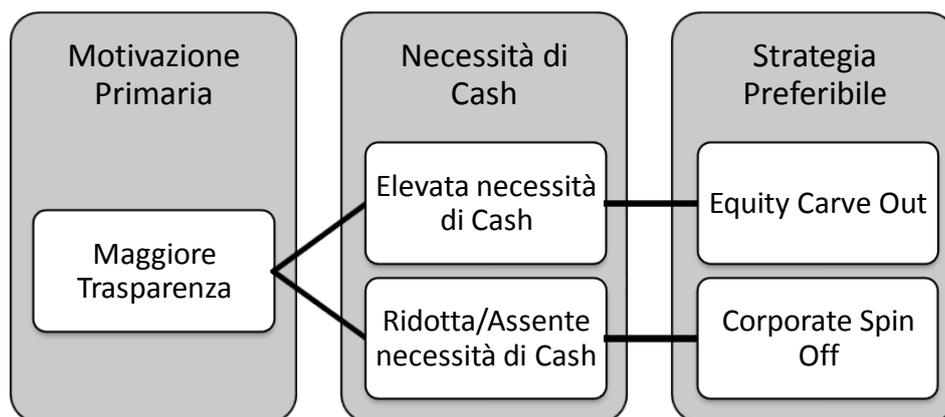


Figura 31. Determinazione della strategia di Exit preferibile in caso di Ricerca di Maggiore Trasparenza.

Fonte: Elaborazione personale.

In definitiva, la scelta della modalità di exit delle imprese che vogliono disinvestire per aumentare la trasparenza relativamente alle proprie unità di business comprende l'Equity Carve Out ed il Corporate Spin Off, rimando categoricamente escluso il Corporate Sell Off in ragione dell'impossibilità, nel tal caso, di far beneficiare gli azionisti dei vantaggi derivanti dall'operazione.

Lo scriminante della decisione risulta essere, ancora una volta, la variabile "Necessità di Cash"; nella fattispecie la probabilità che le aziende disinvestano tramite Equity Carve Out, aumenta con le difficoltà economiche (Allen e McConnell, 1998). A tal proposito, benché non abbia trovato un totale supporto nella letteratura, vale la pena citare il contributo di Nanda (Nanda, 1991) nel quale si suggerisce che le imprese raccolgano capitale attraverso le operazioni di Equity Carve Out quando l'azienda parent sia sottovalutata e la target sia invece sopravvalutata.

2.5. *Lo sviluppo dell'innovazione*

Lo studio delle recenti dinamiche aziendali, soprattutto nei settori ad alta tecnologia, dimostra l'usanza di sviluppare innovazione attraverso la riconfigurazione delle risorse aziendali per identificare e cogliere nuove opportunità di sviluppo. Fra tutte le possibili modalità per realizzare tale processo la strategia di disinvestimento sta assumendo un ruolo decisamente importante nella misura in cui permette di sviluppare nuove attività autonome ed esplorare nuove opportunità di business senza che ciò comporti un rischio in capo all'intera organizzazione. Evidentemente, l'interesse dell'impresa parent è di sviluppare nuovi tecnologie o procedure all'interno della business unit "disinvestita" e poi trasferire l'innovazione sviluppata all'interno della propria organizzazione; è per tale ragione che gran parte degli studi hanno notato nelle operazioni di disinvestimento motivate dalla volontà di innovare e sviluppare nuove competenze due tendenze: in primo luogo è stato notato il mantenimento di un legame tra la parent e la target che permette all'impresa di non perdere l'investimento fatto per lo sviluppo della sussidiaria e le risorse trasferite all'interno della stessa e di mantenere e sviluppare il portafoglio di business e applicare le innovazioni sviluppate dalla target nell'intera organizzazione (Moschieri e Mair, 2011); in secondo luogo è stato osservato che quando le imprese parent mantengono tale legame con le target disinvestite vi è una elevata probabilità che successivamente avvenga una loro riacquisizione (Gilbert, 2006) (Moschieri e Mair, 2011).

L'effettiva possibilità di realizzare lo sviluppo dell'innovazione e di nuove competenze dipende da due elementi:

- *Le caratteristiche dell'unità disinvestita.* Le imprese semplici, caratterizzate da pochi livelli gerarchici, elevata autonomia manageriale, ridotto livello di burocrazia e diversificazione quasi nulla conferiscono elevata flessibilità all'impresa che può rispondere adeguatamente e

rapidamente ai cambiamenti ambientali modificando gli elementi della propria organizzazione per cogliere le opportunità possibili.

- *La destinazione delle risorse aziendali.* Essendo l'unità disinvestita di piccole dimensioni vi è la focalizzazione delle risorse su un unico obiettivo: l'innovazione. Le risorse in questione sono soprattutto quelle di carattere manageriale; in una grande impresa, infatti, impegnata in molti business e molte attività l'attività di innovazione può essere trascurata mentre, in presenza di un'impresa Spin Off realizzata in tale ottica, l'impegno del management è orientato a tale obiettivo. Tali operazioni di disinvestimento, quindi, assicurano all'azienda parent un duplice vantaggio: da un lato assicurano di cogliere nuove opportunità anche qualora esse incorporino un consistente livello di rischio poiché questo non viene trasferito nell'intera organizzazione e, dall'altro, vi è la possibilità per la parent di continuare senza che il management subisca la pressione di dover sviluppare il processo d'innovazione.

In merito alla modalità di disinvestimento da adottare in tale situazione è, chiaramente escluso il ricorso all'operazione di Corporate Sell Off che impedisce all'azienda di appropriarsi del valore generato dallo sviluppo delle innovazioni ed, anzi, trasferisce all'acquirente tale vantaggio, incrementa la concorrenza, se l'acquirente è un competitor a cui viene trasferita una importante leva di creazione di valore, e decreta l'obsolescenza della parent che cede "lo strumento" capace di produrre innovazione in termini di esplorazione di nuove opportunità di business o di mercato (Moschieri e Mair, 2011).

Il Corporate Spin Off e l'Equity Carve Out, al contrario, sono le modalità che, in virtù del legame che viene mantenuto tra la parent e la target, meglio si adattano ad essere utilizzate quando il disinvestimento viene realizzato in funzione di sviluppare nuove conoscenze; il legame, infatti, che in un primo momento consente alla parent di trasferire conoscenze e competenze alla target, successivamente, permette un processo inverso (Peruffo, Pirolo e Nenni, 2014)

ovvero quello del trasferimento da parte dell'impresa Spin Off di innovazione e nuove competenze alla casa madre.

Nel dettaglio, il Corporate Spin Off rappresenta per l'impresa la modalità più idonea per perseguire l'obiettivo dell'innovazione senza accollarsi il rischio che deriva dall'incertezza di effettuare elevati investimenti in tale attività: le due entità, infatti, costituiscono realtà totalmente separate le cui azioni possono circolare in modo disgiunto, elemento che slega definitivamente le performance della parent dalle sorti della target. Inoltre, il nuovo management dedicato, può apportare vantaggi alla causa dell'innovazione per almeno due ragioni: in primo luogo può essere maggiormente competente in tema di sviluppo di innovazione e competenze ed, in secondo luogo, può disporre di maggior tempo e risorse da destinare al processo di sviluppo. Ovviamente, affinché l'impresa Spin Off possa cogliere le opportunità di innovazione disponibili deve essere dotata di risorse e competenze di base sulle quali sviluppare un processo d'innovazione; è, infatti, stato dimostrato che (Peruffo, Pirolo e Nenni, 2014):

- Le imprese ricorrono alle operazioni di Spin Off quando possiedono *risorse e competenze estremamente valide* ma la gestione del management unico ne sacrifica il valore;
- Le imprese disinvestono *unità estremamente redditizie* che, dopo il processo di disinvestimento, crescono a ritmi più rapidi delle altre.

A tale proposito, le aziende Spin Off consistono in realtà aziendali dotate di una cultura radicata consistente in routine, pratiche, procedure che si presenta estremamente simile a quella dell'impresa parent; tale aspetto, se da un lato costituisce un evidente iniziale vantaggio rispetto ad una Start Up, dall'altro può rappresentare anche un limite per la target, nella misura in cui questo si traduca in una resistenza al cambiamento e all'innovazione prospettata (Ferriani, Garnsey e Lorenzoni, 2012). Cambiare "rotta", in tali circostanze può diventare complesso perché costoso e fonte di incertezza, ma tale possibilità è confermata

dall'esistenza di numerose aziende spin off che presentano una organizzazione ed un percorso strategico differente da quello della parent e dalla cui "diversità" deriva il successo della strategia di disinvestimento.

In definitiva, le aziende che intendono ricorrere ad un'operazione di Corporate Spin Off nell'ottica dello sviluppo di capacità innovativa, hanno convenienza a farlo se:

- Le imprese Spin Off vengono dotate di *risorse* sulle quali fondare lo sviluppo;
- Il management dell'impresa Spin Off possiede *capacità adeguate e tempo disponibile* allo sviluppo delle opportunità disponibili;
- Venga mantenuto un *legame* idoneo al trasferimento degli elementi sviluppati dall'unità.

Benché per taluni aspetti le operazioni di Corporate Spin Off siano simili a quelle di Equity Carve Out non vi sono risultati evidenti sulla convenienza a servirsi di tale modalità per incrementare il livello d'innovazione in un'azienda multi business. A nostro avviso, tale lacuna deriva dalle caratteristiche distintive dell'Equity Carve Out ed, in particolare, dal possesso di una elevata partecipazione azionaria della parent nel capitale della target.

Tale partecipazione comporta almeno due svantaggi:

- *In primo luogo trasferisce, di pari passo, la "partecipazione al rischio".* La partecipazione al capitale della target, se da un lato consente di beneficiare delle performance positive della stessa comporta anche il trasferimento del rischio associato agli investimenti in R&S.
- *In secondo luogo, proprio la maggioranza della partecipazione detenuta dalla parent permette alla stessa una interferenza significativa nell'organizzazione della target che si risolve in una riduzione di flessibilità ed autonomia manageriale.* Anche quando avvenga la

sostituzione del management, infatti, la nomina dello stesso spetta principalmente alla parent, in virtù della partecipazione di maggioranza, e ciò può comportare una “replica” dell’organo manageriale della parent nella target anche quando questo non sia idoneo a realizzare l’innovazione ricercata.

In definitiva la natura del “legame” che per gli altri razionali strategici poteva rappresentare un vantaggio nell’utilizzo di tale strumento, in questo caso ne rappresenta un limite e, a nostro avviso, è proprio la diversità nella natura del legame che caratterizza Spin Off e Carve Out che la prima modalità di disinvestimento si rivela più idonea a realizzare l’obiettivo di sviluppo dell’innovazione e di nuove competenze.

3. Ragioni finanziarie

3.1. Considerazioni Redditali

Talvolta, un’operazione di disinvestimento è motivata dalla riduzione della performance dei business aziendali (Hamilton e Kong Chow, 1993). In linea teorica, il disinvestimento di un’unità le cui performance non sono in linea con quelle del mercato dovrebbe avvenire il più rapidamente possibile, in modo da poter sfruttare il vantaggio derivante dall’esistenza delle asimmetrie informative e fare sì che il prezzo della target non risenta della notizia delle sue basse performance.

In realtà il disinvestimento motivato da riduzioni delle performance non interviene quasi mai tempestivamente, per almeno tre ragioni (Buchholtz, Lubatkin e O’Neil, 1999):

1. L'organo manageriale presta poca attenzione ai segnali strategici di tipo qualitativo e molta agli indicatori quantitativi di carattere finanziario che, essendo redatti ex-post, presentano una situazione ormai verificatasi;
2. Anche quando le informazioni emergono tempestivamente la decisione di disinvestire un business under performance può incontrare delle resistenze all'interno dell'organizzazione dovute a inerzie o rigidità strutturali;
3. Infine, il ritardo nel disinvestimento può essere dovuto a barriere di tipo manageriale collegate al timore dell'organo di controllo di perdere i benefici derivanti dalla gestione di una grande impresa multi business, e cioè la sicurezza del posto di lavoro, i legami politici e le opportunità di crescita reputazionale.

Tutte queste motivazioni ci suggeriscono che nella maggioranza dei casi in cui la decisione di disinvestimento dipenda da motivazioni legate alle performance aziendali l'implementazione dell'operazione venga posticipata fin dopo il momento in cui le imperfezioni del mercato rendono ancora vantaggioso disinvestire.

Una prima breve riflessione sull'argomento sembrerebbe suggerire che le modalità preferibili per disinvestire di unità di business under performanti siano quelle che consentono la monetizzazione del business e quindi la possibilità di "fare cassa" per la parent. In realtà i vantaggi derivanti dal disinvestimento di questo genere di disinvestimento dipendono solo in minima parte dalla cassa che deriva dalla cessione del business e in misura maggiore dai vantaggi derivanti dalla estromissione di un business che, pur distraendo risorse dalle allocazioni alternative, non assicurava performance adeguate. Alla luce di ciò, quindi, anche il Corporate Spin Off può essere considerato uno strumento valido per perseguire l'obiettivo "Cessione di un business under performante" comportando vantaggi per entrambe le organizzazioni.

Un importante studio (Steiner , 1997) in tema di Corporate Sell Off ha dimostrato l'esistenza di una correlazione negativa tra una ridotta performance della target prima dell'operazione e la decisione di ricorrere alle operazioni di Corporate Sell Off; tale considerazione è stata confermata da un ulteriore contributo (Lang, Poulsen e Stulz, 1997) che dimostra come la ridotta performance costituisca la ragione del disinvestimento in almeno il 26% del totale delle operazioni di disinvestimento. Ciò, torna a suggerire che in presenza di ridotte performance le imprese propendano per la cessione totale del business ad una terza parte in cambio di liquidità, operazione che consente di perseguire contestualmente due finalità: da un lato, di monetizzare il, seppur scadente, business aziendale e, dall'altro, di eliminare totalmente dall'organizzazione aziendale una fonte di distrazione delle risorse aziendali e di distruzione di valore.

In realtà, uno studio antecedente a Steiner (Rvenscraft e Schrer, 1984) aveva collegato la scelta di disinvestimento, non solo alle ridotte performance del business target, bensì dell'intera impresa, ponendo l'accento su quello che a nostro avviso è assimilabile con la nostra ipotesi di "Necessità di Cash". In sostanza, tale contributo, ci suggerisce che, come anticipato, ridotte performance di un business non "obbligano" la parent a disinvestire tramite Corporate Sell Off, perché questo accade solo quando alle ridotte performance del business si affiancano quelle della intera azienda che non ha nessun'altra possibilità se non quella di cedere il business in oggetto e utilizzare le risorse liberate per risanare la situazione dell'intera azienda. In tale situazione, la cessione del business è la soluzione più indicata per reperire fondi al costo più ridotto possibile in quanto è verosimile che in una condizione di performance ridotte il ricorso al mercato rappresenti per l'impresa una soluzione eccessivamente costosa e non si prospetti percorribile la strada della "ristrutturazione" del business target; in tal modo l'impresa riesce a trasformare un "asset illiquido" in cash, evitando gli obblighi di disclosure propri del ricorso al mercato e di una trattativa non privata (Slovin,

Sushka e Ferraro, 1995). In sostanza, risultati reddituali negativi spingeranno l'impresa a cedere tutti quei business che aggravano la situazione (Praet, 2011).

Alla luce di quanto detto finora, per un'impresa che voglia disinvestire un business under performante, il Corporate Sell Off costituisce la soluzione migliore quando:

- Sia la target che la parent fronteggiano un momento in cui entrambe realizzano *basse performances*;
- La parent manifesta *esigenze di cassa*, con la quale risanare la situazione dei business rimanenti.

Quando i problemi di redditività interessano solo una specifica business unit, e non anche tutto il resto dell'impresa, la parent assiste ad un aumento dello spettro delle soluzioni percorribili, poiché rientra tra le modalità di exit adottabili anche quella del Corporate Spin Off. Nella fattispecie, a parere di chi scrive, la ragione di scarse performance può essere individuata non solo nelle caratteristiche intrinseche del business, ma anche nella gestione dello stesso. I comportamenti organizzativi assunti dall'organo manageriali possono comportare inefficienze di vario tipo che interessano i vari aspetti relativi alla gestione del business, in particolare (Ferrini, 2005):

- Inefficienze nella gestione delle strutture organizzative;
- Inefficienze nella gestione delle norme e delle procedure;
- Inefficienze causate dalla scarsa conoscenza del business o da una eccessiva diversificazione;
- Inefficienze nella gestione delle deleghe e delle responsabilità;
- Inefficienze nell'assegnazione dei compiti e delle mansioni;
- Inefficienze causate dalla cattiva gestione del processo di cambiamento;
- Inefficienze nell'attività di acquisizione ed avviamento di nuove tecnologie.

Benché, in realtà, studi sul tema abbiano evidenziato come generalmente le operazioni di Corporate Spin Off seguano a periodi di elevate performance, non pare escludibile la soluzione per cui un'impresa tenti di risollevare uno o più business che presentano ridotte performance scorporandolo dall'impresa e organizzandolo in una nuova entità indipendente legalmente e finanziariamente dalla parent. In tal senso, il Corporate Spin Off, grazie alla sua propria strutturazione, appare l'alternativa più adatta a percorrere tale strada. Attraverso la sostituzione della governance aziendale di un business potrebbe concretizzarsi il miglioramento della situazione competitiva sia della sussidiaria scorporata, che della parent (Slovin, Sushka e Ferraro, 1995) attraverso una migliore gestione delle due entità. In tali circostanze, inoltre, quando la ragione della scarsa performance viene identificata come momentanea e derivante nella carenza manageriale la scelta del management di effettuare un'operazione di Corporate Spin Off tutela gli interessi degli azionisti lasciando loro la possibilità di beneficiare del futuro miglioramento previsto, anziché trasferire la proprietà a nuovi azionisti attraverso il cambiamento della proprietà. Evidentemente, il valore che la parent attribuisce al business alla luce dei miglioramenti attesi dal cambiamento di strategia risulta essere maggiore al valore attribuitogli dal mercato: alla luce di ciò, quindi, quando il business risulta essere sottovalutato l'impresa parent avrebbe convenienza ad intraprendere un Corporate Spin Off (Michaely e Shaw, 1995).

In definitiva, la convenienza ad usare un Corporate Spin Off in presenza di problemi di redditività della Business Unit emerge quando:

- I problemi di redditività interessano unicamente l'unità target e non tutta l'impresa la quale, quindi, *non manifesta particolari esigenze di cassa*;
- La scarsa profittabilità deriva da *inefficienze nella gestione*, le quali appaiono superabili attraverso una sostituzione dell'organo manageriale;

- L'impresa parent possiede *informazioni riservate* le quali suggeriscono che risulta maggiormente conveniente per gli azionisti rimanere tali, piuttosto che cedere la proprietà a terzi.

La scelta che appare meno conveniente in presenza di un business che presenta scarse performance è quella dell'Equity Carve Out. In effetti, le caratteristiche strutturali dell'operazione, non presentano alcun vantaggio, né per l'impresa parent, né per gli azionisti. Nella fattispecie, le evidenze empiriche hanno dimostrato che nella scelta del ricorso a tale modalità di exit *l'abilità dell'impresa di accedere al mercato dei capitali* riveste una variabile di grande importanza (Michaely e Shaw, 1995), tant'è che lo stesso, ed altri contributi, evidenziano come le imprese che più spesso ricorrono all'Equity Carve Out siano quelle più grandi, meno indebitate, più redditizie e con una situazione contabile estremamente positiva (Frank e Harden, 2001). Evidentemente, ciò chiarisce quanto affermato da noi in precedenza in merito alla convenienza del ricorso a tale modalità di disinvestimento nella situazione analizzata; un'impresa che voglia cedere sul mercato parte di un business con una scarsa profittabilità dimostra una ridotta capacità di accedere convenientemente al mercato dei capitali, essendo il prezzo dell'azione determinato da quanto gli investitori sono disposti a pagare una partecipazione in un'impresa che, di fatto, non sembra assicurare agli azionisti dividendi considerevoli. A tali considerazioni si aggiungano gli oneri che l'impresa dovrebbe sostenere per soddisfare gli obblighi di disclosure e la conseguente cessione delle azioni del business a prezzi estremamente contenuti, che non possono, chiaramente, neanche contenere un "premio" relativo a considerazioni in merito a futuri miglioramenti della posizione competitiva del business ceduto. Benché, infatti, il prezzo delle azioni debba, in linea teorica, essere equivalente al valore attuale della rendita data da tutti i futuri dividendi che l'azione pagherà all'investitore, e quindi debba poter incorporare eventuali previsioni di miglioramenti della redditività qualora informazioni in merito venissero rese note, esiste comunque una componente di

asimmetria informativa che rende estremamente complesso tale processo. In ultimo luogo, in accordo con la teoria del segnale e con la teoria dell'ordine di scelta, l'allargamento della base degli azionisti in un business poco redditizio appare come un segno negativo in quanto fa sorgere negli investitori dubbi sulla convenienza dell'operazione, sulla base della considerazione che, qualora fossero ravvisabili possibilità di miglioramento concrete, difficilmente l'impresa consentirebbe ad altri di beneficiarne.

In definitiva, l'Equity Carve Out viene escluso dallo spettro delle modalità di scelta per un'impresa che voglia disinvestire un segmento/ business unit anche qualora essa manifesti esigenze di cassa.

A parere di chi scrive di fondamentale importanza è capire la ragione della performance negative del business; nel dettaglio, per scegliere la strategia di Exit migliore nell'ottica della creazione di valore, è indispensabile capire se la scarsa profittabilità del business deriva da caratteristiche intrinseche al business o al settore nel quale opera, ovvero se il problema deriva da una gestione non adeguata.

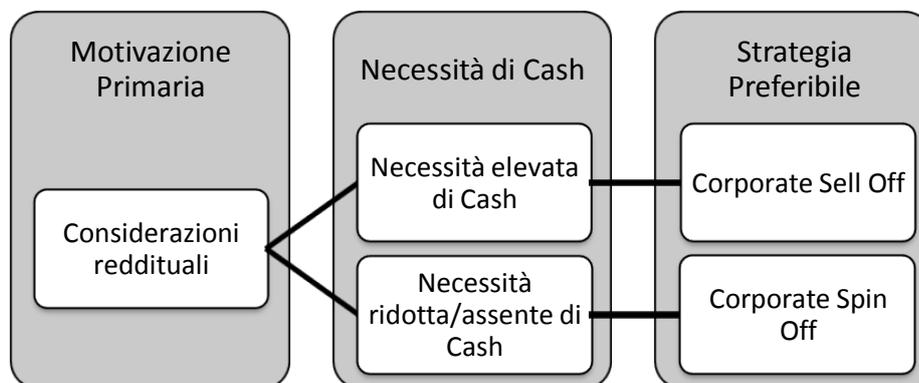


Figura 32. Determinazione della strategia di Exit preferibile a seguito di Considerazioni Redditali.

Fonte: Elaborazione personale

- A) Qualora il problema derivi da inefficienze nella gestione è probabile che il resto dell'impresa abbia performance positive e quindi non vi sia la necessità di monetizzare il business per fare fronte ad esigenze di cassa. Di fronte a tale situazione il management dovrebbe escludere la cessione

totale del business a terzi, dal momento che non vi sono esigenze di cassa; difficilmente il prezzo di vendita riuscirebbe ad incorporare i verosimili incrementi di valore conseguenti ad un miglioramento nella gestione, e quindi l'impresa otterrebbe un prezzo inferiore rispetto a quello che si avrebbe qualora tali miglioramenti venissero incorporati ed, infine, l'impresa ha le possibilità di gestire ella stessa il cambiamento necessario. L'opzione migliore è rappresentata, in questa situazione, dal Corporate Spin Off che consente all'impresa di sostituire il management, ridurre le inefficienze e di beneficiare dei risultati di tale cambiamento;

B) Situazione diametralmente opposta si verifica quando l'impresa individua la responsabilità della scarsità della profittabilità in caratteristiche intrinseche al business od al settore nel quale opera e la situazione di difficoltà si estende anche al resto dell'impresa la quale, a causa di ciò, manifesta elevate esigenze di cassa. In tali circostanze la strategia preferibile è quella di realizzare un'operazione di Corporate Sell Off con la quale monetizzare il business grazie alla cessione a terzi e utilizzare le risorse liberate per risanare la situazione dell'intera impresa. In una tale situazione, infatti, l'impresa non possiede gli strumenti necessari migliorare i risultati di business e l'unica soluzione possibile consiste nella sua cessione, anche se questo significa ottenere per esso un prezzo poco conveniente.

3.2. *Ragioni Finanziarie: Indebitamento e reperimento di risorse finanziarie.*

Come anticipato, le ragioni di carattere finanziario che inducono un'impresa a disinvestire una determinata business unit sono raggruppabili in due macrocategorie: da un lato vi è l'esigenza di generare cash per pagare i debiti contratti precedentemente e quindi ridurre la leva finanziaria (Steiner, 1997) e,

dall'altro vi è la necessità di ottenere risorse per sostenere gli investimenti futuri programmati dalla gestione (Baroncelli, 1996).

La definizione stessa di Corporate Sell Off²¹ evidenzia l'idoneità dello strumento a consentire all'impresa di perseguire il proprio scopo di reperimento di risorse finanziarie da poter utilizzare tanto per ripagare i propri debiti, quanto per realizzare nuovi investimenti. Tale considerazione trova sostegno in molti contributi della letteratura (Steiner , 1997), i quali suggeriscono che imprese caratterizzate da condizioni finanziarie estremamente complesse ricorrono con maggiore frequenza al Corporate Sell Off e dimostrano come tale strategia comporti una reazione positiva da parte del mercato.

- *Ottenere risorse finanziarie per ridurre la leva finanziaria.* In merito a tale aspetto l'importante contributo di Steiner, in particolare, evidenzia l'esistenza di una correlazione positiva tra il livello d'indebitamento di un'azienda e la probabilità che essa ricorra ad un'operazione di Sell Off alla luce della considerazione che una strada per affrontare i problemi finanziari sia quella di cedere parte degli asset aziendali per ottenere le risorse con le quali fare fronte alle proprie obbligazioni (John, 1993) ed evitare il sostenimento dei costi diretti ed indiretti connessi alla situazione dell'azienda in caso di un avanzamento della situazione di difficoltà finanziaria (Lasfer, Sudarsanam e Taffler, 1996). La positività dell'impatto del disinvestimento su un'azienda in una situazione di difficoltà finanziaria viene confermata dal confronto realizzato da Lasfer *et al.* (Lasfer, Sudarsanam e Taffler, 1996) su un campione di imprese tra i risultati dei disinvestimenti effettuati da imprese sane e quelli realizzati da imprese in condizioni di difficoltà. Da tale confronto emerge come nel primo caso l'incremento di valore sia pari al NPV del disinvestimento mentre, nel secondo caso tale valore sia maggiore in quanto esso è

²¹ Cessione parziale o totale di un business, una divisione o una sussidiaria ad un terzo in cambio, generalmente, di cash e, più raramente, di partecipazioni azionarie.

umentato del vantaggio derivante dalla riduzione dei costi associati ad un perdurare della difficoltà finanziaria; tale rendimento, quindi, risulta correlato positivamente al livello d'indebitamento dell'impresa che realizza il disinvestimento (Lasfer, Sudarsanam e Taffler, 1996) (Afshar, Taffler e Sudarsanam, 1992). Affinché tali vantaggi siano realizzati, è indispensabile che la condizione di difficoltà finanziaria che spinge l'impresa a disinvestire per ridurre la leva finanziaria, non sia tale da impedire una efficace negoziazione per giungere al prezzo di vendita ottimale poiché se tale prezzo di vendita, stabilito sotto una elevata pressione per la cessione, risultasse inferiore al valore attuale dei flussi di cassa attesi del business allora il valore associato all'operazione diventerebbe negativo.

- *Ottenere risorse finanziarie per realizzare nuovi investimenti.* Tale secondo obiettivo consentirebbe all'impresa che realizza il disinvestimento di riallocare le risorse aziendali per conseguire un loro migliore utilizzo (Hite, Owers e Rogers, 1987) in termini di efficienza e flessibilità (Lee e Lin, 2008). Il principale vantaggio di tale strumento consiste nella negoziazione privata e nei ridotti obblighi di disclosure che consentono all'azienda di trasformare asset liquidi in cash e evitare le conseguenze di una offerta azionaria. Questa stessa riservatezza incrementa le possibilità che tale operazione sia fatta nell'interesse del management anziché degli azionisti e comporta un incremento dei costi di agenzia. In sostanza, la convenienza di tale operazione dipende dalla prevalenza dei vantaggi di efficienza e flessibilità sui costi di agenzia.

In accordo a tali considerazioni, la letteratura esistente collega i rendimenti associati all'annuncio del Corporate Sell Off con la destinazione d'uso dei proventi derivanti dall'operazione. Nel dettaglio, le aziende che utilizzano tali risorse per la riduzione del debito ottengono dall'operazione maggiori rendimenti

rispetto a quelle imprese che utilizzano le risorse ottenute per effettuare nuovi investimenti; tale differenza, oltre a discendere dalla riduzione dei costi connessi ad una situazione di difficoltà finanziaria, risente dello “sconto” che il mercato applica alla strategia di disinvestimento a causa dell’esistenza del conflitto di agenzia. Nella fattispecie, quando il management realizza un disinvestimento finalizzato al reperimento di risorse da destinare a nuovi investimenti il mercato non possiede gli strumenti necessari a valutare la bontà degli investimenti ed, in generale della strategia ed, inoltre, l’organo manageriale non è obbligato ad indurre motivazioni per tale reperimento né spiegare il razionale degli investimenti previsti; *in extremis*, il management potrebbe realizzare investimenti sub-ottimali con il solo scopo di ampliare il proprio prestigio e potere personale, a scapito degli azionisti. Conseguentemente, il mercato reagisce limitando il rendimento associato soprattutto in quelle aziende caratterizzate da una elevata leva finanziaria, basse opportunità di crescita e investimenti in eccesso (Bates, 2005). L’importanza di tale considerazione è sottolineata dal contributo di Tehranian *et Al.* (Tehranian, Travlos e Waegelein , 1987) che dimostra come rendimenti superiori siano associati a imprese che compensano il proprio management con piani di retribuzione collegati alle performance di lungo periodo; tale strumento assicura un allineamento negli interessi di management e azionisti, e riduce lo sconto derivante dall’esistenza del conflitto di agenzia. Anche il contributo di Datta *et al.* (Datta, Pinches e Narayanan, 1992) contempla la possibilità che una inesatta collocazione delle risorse , definita nell’interesse del management, possa comportare la distruzione di valore e attribuisce all’attività di monitoraggio realizzata dai creditori la capacità di impedire tale distrazione e determinare rendimenti più elevati per tali operazioni.

In sostanza, i maggiori vantaggi in condizioni di difficoltà finanziaria, si ottengono tramite il Sell Off quando:

- L’impresa si trovi in una condizione di *elevato livello d’indebitamento*;

- L'impresa destini le risorse ottenute tramite l'operazione di disinvestimento alla *riduzione dei debiti* precedentemente contratti;
- L'impresa destini le risorse ottenute dal disinvestimento alla realizzazione di nuovi investimenti purché predisponga misure in grado di limitare l'impatto negativo del sospetto di disallineamento di interessi tra management e azionisti.

In ogni caso la necessità di reperire cash, sia per ridurre la leva finanziaria, che per effettuare nuovi investimenti, ci induce ad escludere che la seconda delle modalità di exit considerate possa essere utilizzata in tale circostanza; il riferimento è evidentemente all'operazione di Corporate Spin Off che, non generando alcun flusso di cassa a beneficio dell'azienda che lo realizza, non è idoneo a soddisfare nessuno dei due obiettivi di ordine finanziario suesposti.

Idoneo a realizzare flussi di cassa confluenti nelle casse dell'azienda parent è anche l'Equity Carve Out, in virtù della vendita sul mercato di parte delle partecipazioni azionarie da parte della casa madre. La letteratura esistente suggerisce che talvolta la parent realizza un Equity Carve Out per ridurre il proprio indebitamento, finanziare progetti di crescita della sussidiaria ovvero soddisfare esigenze di cassa (Schipper e Smith, 1986) (Desai, Klock e Mansi, 2011). Il motivo del ricorso a tale modalità di disinvestimento per ottenere risorse finanziarie, è da ricercare nella valutazione da parte del mercato dell'azienda parent (Nanda, 1991) (Slovin, Sushka e Ferraro, 1995). In particolare, l'Equity Carve Out può essere assimilato ad un'operazione di emissione azionaria della parent indiretta alla quale si ricorre quando la casa madre viene sottovalutata e la sussidiaria sopravvalutata, il che, evidentemente, induce una maggiore convenienza nell'esecuzione di un'emissione obbligazionaria del business sopravvalutato piuttosto che da parte della parent.

Numerosi contributi dimostrano la positività della reazione del mercato di fronte all'annuncio di una tale operazione (Schipper e Smith, 1986) (Allen e

McConnell, 1998) e sottolineano la maggiore significatività di tali rendimenti per quelle operazioni che prevedono la destinazione delle risorse ottenute al pagamento delle obbligazioni aziendali. Ciò che induce una reazione positiva da parte del mercato è anche la strutturazione dell'operazione che consente una maggiore trasparenza relativamente ai risultati tanto della business unit scorporata, quanto della parent. Durante l'operazione di Equity Carve Out, infatti, le aziende protagoniste sono chiamate a produrre una serie di documentazioni (previste dalla Security and Exchange Commission per le operazioni realizzate sul mercato Americano) che trasmettono agli investitori informazioni, prima riservate, riguardo la sussidiaria oggetto di Equity Carve Out. Evidentemente, tale elemento, che riduce l'asimmetria informativa tra il management dell'azienda e gli investitori, si risolve in un elemento a favore dell'operazione quando il progetto di disinvestimento si rivela in linea con un progetto strategico valido; in linea di massima comunque, il ricorso a tale modalità di disinvestimento trova un'accoglienza positiva poiché si comprende che l'esigenza di risorse finanziaria è effettivamente forte e tale operazione risponde ad un progetto strategico nell'interesse degli azionisti dal momento che, comportando tale operazione una possibile perdita di controllo da parte del management, non può che essere intrapresa quando risulta la più valida alternativa possibile.

In sostanza, la convenienza nel intraprendere un Equity Carve Out per motivazioni finanziarie è maggiore quando:

- Il valore dell'azienda *parent* è *sottovalutato* dal mercato;
- Gli asset della *sussidiaria* sono *valutati positivamente o in eccesso dal mercato*;
- La disclosure richiesta dall'operazione di Equity Carve Out evidenzia *elementi apprezzabili dal mercato*.

Quarto Capitolo.

Case Study: Il caso Fiat

1. Il gruppo Fiat – La storia

La Fabbrica Italiana Automobili – Torino (F.I.A.T.) viene fondata nel 1899 a Torino come impresa produttrice di automobili e, qualche anno dopo, sotto la guida dell'amministratore delegato Giovanni Agnelli, viene quotata in borsa ed avvia la produzione di autocarri, bus, tram e motori marini. Negli stessi anni la FIAT intraprende le prime esportazioni il cui valore, attorno al 1906, raggiunge sei milioni di lire, su un totale di otto. Il trentennio successivo è caratterizzato da un elevato sviluppo produttivo, tecnologico e geografico che porta l'intervenuto presidente Agnelli ad inaugurare due nuovi stabilimenti produttivi: il "Lingotto" nel 1923 e "Mirafiori" nel 1939. Il decennio 1940-1950 è caratterizzato da una drastica riduzione nella produzione di automobili e dalla crescita della quota di camion di circa cinque volte; è solo negli anni del boom economico che la Fiat ricomincia il suo intenso sviluppo che dura fino agli anni duemila con l'alternanza di fasi più o meno positive. Gli anni 2000 rappresentano per la FIAT gli anni della rinascita. L'elevata competizione sui mercati internazionali e il cambio intervenuto nella guida del gruppo si traducono in una profonda trasformazione culturale dell'azienda: oltre al piano di contenimento dei costi e al rilancio industriale, realizzato anche tramite l'acquisizione del gruppo Chrysler, infatti, la FIAT avvia due profondi interventi di ristrutturazione aziendale, rispettivamente nel 2010 e nel 2014. Entrambe le operazioni consistono in interventi di disinvestimento aziendale e rispondono a esigenze strategiche ben definite che emergono dai piani industriali relativi ai quinquenni 2010-2014 e 2014-2018.

Nel seguito dell'elaborato verrà effettuata una presentazione delle operazioni e un'analisi dei razionali strategici e degli obiettivi del gruppo alla luce dei quali verrà verificata l'aderenza o meno alla realtà delle considerazioni presentate nel precedente capitolo.

2. L'operazione del 2010: la scissione – Corporate Spin Off

Il progetto di scissione parziale proporzionale di Fiat S.p.A a favore della Fiat Industrial S.p.A. viene reso pubblico dall'Amministratore Delegato del gruppo, Sergio Marchionne, nell'Aprile del 2010 ed approvato definitivamente dall'assemblea degli azionisti il 16 Settembre dello stesso anno. Il progetto in questione, i cui effetti giuridici decorrono dall'1 Gennaio 2011, prevedeva la separazione dei business del comparto automobilistico da quelli relativi all'area industriale ed agricola ed il trasferimento degli stessi, insieme ad una quota d'indebitamento finanziario, ad un'impresa di nuova costituzione denominata Fiat Industrial S.p.A (costituita in data 15/07/2010 per dare luogo all'operazione in questione).

Il progetto prevedeva inoltre la quotazione separata di entrambe le società presso la piazza azionaria MTA di Milano, avvenuta nei fatti il 3/01/2011, che sanciva a tutti gli effetti l'inizio della fasi di operatività autonoma ed indipendente delle stesse aziende, grazie alla creazione di rispettivi management e Consigli d'Amministrazione.

L'obiettivo finale perseguito tramite tale operazione appare evidentemente di ordine strategico, dal momento che l'articolazione del gruppo in due realtà distinte avrebbe garantito una maggiore focalizzazione sulle singole attività di ciascuna azienda ed un significativo aumento della flessibilità che avrebbero

permesso sia alla scissa che alla beneficiaria di dirigere e sviluppare le proprie attività di business in modo più compiuto.

Benché oggi entrambe i gruppi abbiano cessato di esistere tramite la configurazione adottata tramite tale progetto di scissione ed abbiano assunto una nuova forma, a parere di chi scrive tale operazione ha rappresentato un elevato esempio di disinvestimento strategico, ovvero di disinvestimento realizzato nell'ambito di una strategia ben precisa che ha consentito ad entrambe i gruppi di operare autonomamente e cogliere le opportunità di sviluppo presentategli grazie alla loro capacità di gestione proattiva del cambiamento. Nonostante i rischi affrontati dalla gestione nel corso dell'operazione, senza tale operazione di disinvestimento appare difficile pensare che entrambe i gruppi avrebbero potuto giungere ai risultati attuali.

Ciò che quindi appariva come una semplice operazione di riorganizzazione industriale rappresentava un ambizioso progetto di crescita, che da poco ha iniziato a dare i suoi frutti e che probabilmente riserva ancora numerose sorprese per il futuro.

2.1. Elementi tecnici

Tale operazione integra, chiaramente, gli elementi tipici dell'operazione di Scissione Parziale Proporzionale ex art. 2506 e ss. del Codice Civile prevedendo l'assegnazione da parte della parent Fiat S.p.A di parte del proprio patrimonio ad una società di nuova costituzione, la Fiat Industrial S.p.A. (costituita nel Luglio del 2010 e dotata di un C.S. pari a 120 mila Euro interamente sottoscritto e versato e consistente in 80 mila azioni ordinarie detenute in un primo momento totalmente da Fiat).

Per sua stessa natura l'operazione di scissione comporta una riduzione del valore del Patrimonio Netto della società scissa ammontante al valore degli asset ceduti

che, essendo stata imputata a diminuzione del Capitale Sociale e delle Riserve, ha generato una ovvia riduzione del valore nominale unitario delle azioni detenute dagli investitori nella Scissa. Per non arrecare alcuno svantaggio a tali soggetti, l'operazione ha rispettato le indicazioni statutarie sul tema ed ha previsto la totale proporzionalità degli effetti, mediante la quale i privilegi spettanti a ciascuna categoria di azioni sono stati proporzionalmente adeguati al nuovo valore unitario.

A seguito della scissione Fiat Industrial ha richiesto alle Autorità competenti, come da progetto, l'ammissione alla quotazione delle proprie azioni essendo la quotazione stessa elemento indispensabile per l'intrapresa dell'operazione; nella stessa *Relazione degli Amministratori di Fiat S.p.A. in merito alla Scissione Parziale Proporzionale di Fiat S.p.A in favore di Fiat Industrial S.p.A.* si legge, infatti, "*Borsa Italiana, successivamente alla stipula ed all'iscrizione dell'atto di scissione presso il competente Registro delle Imprese e prima della data di efficacia della Scissione stessa, fisserà con apposito provvedimento la data di inizio delle negoziazioni delle azioni della Società Beneficiaria sul MTA. Subordinatamente al verificarsi delle circostanze ora indicate, si prevede che la Scissione avrà effetto dal 1° gennaio 2011*" proprio ad indicare come la Scissione abbia come presupposto necessario l'ammissione alla quotazione.

In concomitanza all'ammissione alla quotazione agli azionisti Fiat è stato assegnato un numero di azioni della beneficiaria Fiat Industrial S.p.A, in rapporto 1 a 1 senza il versamento di alcun contributo, nello stesso numero e della stessa tipologia di quelle possedute nella scissa (ovvero ordinarie, di risparmio e privilegiate), secondo la tradizionale struttura azionaria Fiat. Completata l'operazione, quindi, a ciascun azionista Fiat è stata assegnata un'azione Fiat Industrial senza che sia stato versato alcun corrispettivo, cosicché ciascun azionista pre-scissione si ritrovava a possedere due azioni distinte e dotate di una propria indipendente circolazione: l'azione Fiat, che perdeva parte del suo valore nominale passando da 5 a 3,5 euro, e l'azione Fiat Industrial, del valore nominale

pari a 1,5 euro; tale situazione assegnava all'investitore la possibilità di scegliere se detenere entrambi i titoli, e quindi continuare l'investimento in entrambe le aziende, ovvero cedere uno dei due, e quindi focalizzare il proprio investimento su una singola area di business.

La figura 33 descrive la situazione Post-scissione nella quale gli azionisti Fiat si ritrovano a possedere due differenti azioni rappresentative delle due nuove realtà aziendali, Fiat S.p.A e Fiat Industrial S.p.A, che a loro volta incorporano:

- la prima: le attività FGA (Fiat Group Automobiles), Ferrari, Maserati, Magneti Marelli, Teksid, Comau, il business relativo alla componentistica, quello motori e trasmissioni denominato "Passenger & Commercial Vehicles" di FPT Powertrain Technologies e quello delle altre attività possedute dal gruppo;
- la seconda: le attività relative alle macchine per l'agricoltura e le costruzioni, ai veicoli industriali e alla parte "industriale" del business FPT Powertrain Technologies.

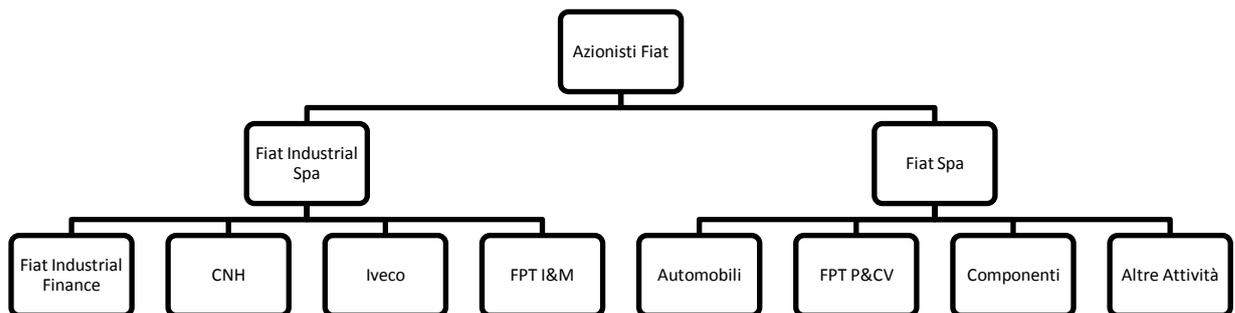


Figura 33. Situazione post-scissione degli azionisti Fiat. Fonte: Fiat Group (2010)

Dal punto di vista fiscale, ai sensi dell'art.173 del TUIR l'operazione è da considerare "neutra" dal momento che essa non determina la realizzazione di proventi o di perdite fiscalmente rilevanti in capo ai soggetti coinvolti.

2.2. Aspetti Organizzativi

La scissione realizzata dalla Fiat nel 2010, come più volte specificato, ha dato vita a due gruppi distinti, ognuno dotato di propri asset, focalizzato sui propri business e orientato alla realizzazione di propri obiettivi, chiaramente percepibili e valutabili dal mercato (Fiat Group, 2010), così come emerge dalla figura (.: Fiat, concentrato sul settore dell'*Automotive*, e Fiat Industrial, concentrato su quello Capital Goods).

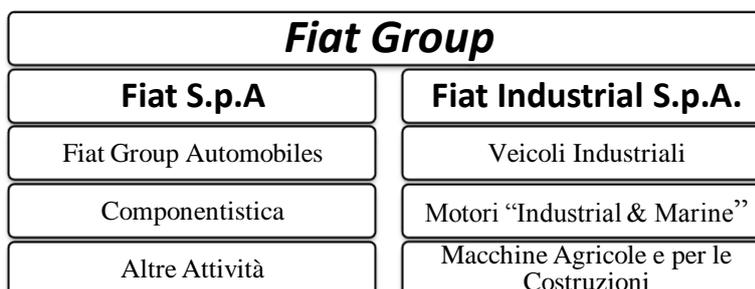


Figura 34. Articolazione del Gruppo Fiat post scissione. Fonte: Elaborazione personale

Gli elementi patrimoniali oggetto di scissione hanno delineato le caratteristiche proprie dei due gruppi e orientato le loro attività; tali elementi consistono in:

- 1) Partecipazioni in:
 - Fiat Netherlands NV che detiene circa il 90% di CNH Global NV e la quasi totalità delle società operanti nel settore dei veicoli industriali e delle attività powertrain relativamente alla settore "industrial e marine";
 - Iveco Spa operante nel business dei veicoli industriali;

- FPT Industrial S.p.A operante nel business dei motori e delle trasmissioni del settore “industrial e marine”;
- Fiat Industrial Finance Spa, deputata alla gestione accentrata della tesoreria del Gruppo Fiat Industrial.

2) Indebitamento Finanziario Netto pari a 1.227.000.000 Euro.

In sostanza, Fiat Industrial S.p.A., destinato a divenire leader globale nel business dei Capital Goods, era articolata in tre linee di business:

- Veicoli Industriali. Tale linea, rappresentata da Iveco, realizzava veicoli industriali pesanti, autobus, veicoli antincendio e veicoli per lavori speciali;
- Motori “Industrial & Marine”. Rappresentato da Fiat Powertrain Technologies, che si occupava della creazione di motopropulsori e motori marini e *power generation*;
- Macchine agricole e per le costruzioni. Tale attività, eseguita da CNH, operava nel campo dei trattori, dei macchinari agricoli e da costruzione.

Tale gruppo, la cui presidenza era stata assegnata a Sergio Marchionne, è rimasto attivo dal 2010 al 2013 ed è confluito nello stesso anno nel gruppo CNH Industrial a seguito di un rimpasto della holding.

Evidentemente, a seguito della scissione, la Fiat S.p.A. rimaneva proprietaria delle sole attività relative all’ *automotive* ed era strutturata in tre settori operativi:

- *Automobili*, a sua volta composto da:
 - *Fiat Group Automobiles* che si occupa di progettare, realizzare e commercializzare automobili destinate al consumo di massa e comprende i marchi Abarth, Alfa Romeo, FIAT, Fiat Professional, Lancia e include la partecipazione in Chrysler Group LLC;
 - *Automobilismo di eccellenza* che comprende i marchi Ferrari e Maserati;

- *Componentistica, Motori e Trasmissioni* che consiste nei marchi FPT-Passengers & Commercial Vehicles, Magneti Marelli, Teksid e Comau;
- *Altre attività* nell'editoria e nei servizi: Editrice La Stampa e Publikompass.

Il gruppo Fiat Spa, presieduto da Jhon Elkann, è stato attivo, attraverso tale struttura, fino al 12 Ottobre 2014 quando, a seguito dell'acquisizione della totalità delle azioni del gruppo americano Chrysler, esso è confluito assieme a tale gruppo in un unico soggetto globale denominato Fiat Chrysler Automobiles (FCA).

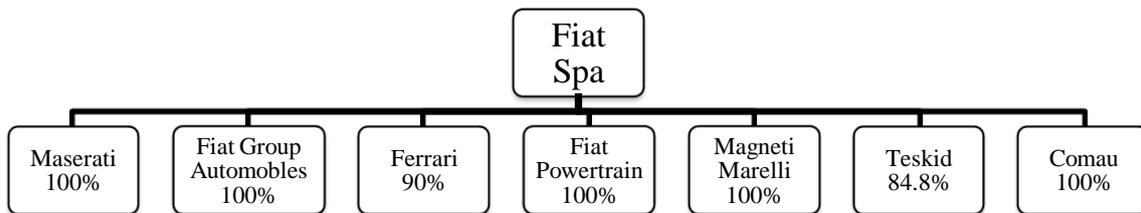


Figura 35. Articolazione di Fiat Spa. Fonte: Elaborazione personale

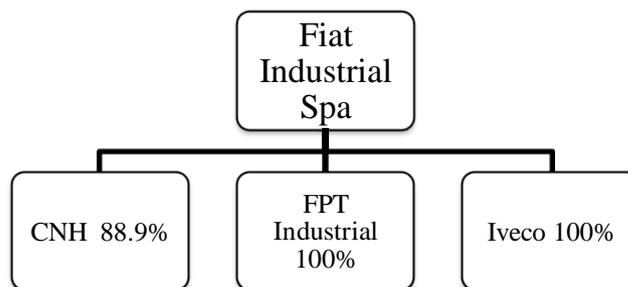


Figura 36. Articolazione di Fiat Industrial Spa. Fonte: Elaborazione personale

I piani d'incentivazione

Nel medesimo progetto rientrano anche Piani d'incentivazione manageriale basati su strumenti finanziari approvati dalla Società con deliberazione del Consiglio d'Amministrazione e autorizzazione dell'Assemblea degli Azionisti. L'obiettivo di tali piani è quello di promuovere l'allineamento degli interessi del management a quelli degli azionisti tramite il trasferimento al management di stock option e stock grant che conferiscono ai possessori il diritto di ricevere azioni ordinarie Fiat in determinati periodi temporali e a condizione che vengano raggiunti predeterminati obiettivi di performance.



Figura 37. Gli strumenti d'incentivazione. Fonte: Elaborazione personale

Tali strumenti, in realtà, erano stati approvati precedentemente al progetto di scissione ed il Consiglio di Amministrazione riunitosi nel Luglio del 2010, considerata l'approvata operazione di Corporate Spin Off ha semplicemente confermato l'efficacia di tali strumenti e l'ha estesa alla nuova società del Gruppo attribuendo al nuovo CdA la possibilità di apportare le modifiche necessarie ai Piani affinché essi mantenessero la capacità di perseguire gli stessi obiettivi previsti pre scissione. In tal modo, il Consiglio ha potuto deliberare la modificazione del sottostante consentendo ai dipendenti usciti da Fiat ed entrati in Fiat Industrial di mantenere i diritti acquisiti e alla società di non perdere l'allineamento degli obiettivi conservando il collegamento tra lo strumento

detenuto dal dipendente e la performance dell'azienda le cui azioni costituiscono il sottostante; in sostanza, ai possessori degli strumenti sopra individuati spetta, secondo le modalità previste dal singolo strumento, l'assegnazione di 1 azione Fiat ed 1 azione Fiat Industrial.

2.3. *Aspetti Strategici – La scelta della modalità di disinvestimento*

La principale motivazione che ha spinto il management Fiat a realizzare l'operazione di Corporate Spin Off è stata di carattere strategico, viste le profonde differenze tra le due aree d'affari individuate: *l'automotive* e il *Capital Goods*. Lo stesso Amministratore Delegato Marchionne, infatti, intervenuto nell'assemblea dei soci chiamata a deliberare sulla questione, ha sottolineato come operare nel business automobilistico richieda *“un'innovazione costante nei prodotti e nei servizi, che vanno sostenuti da forti investimenti in ricerca e sviluppo”* mentre, invece, nel secondo *“il livello di investimenti in ricerca e sviluppo per le imprese che operano nel settore è inferiore, perché il ciclo di vita del prodotto è più lungo e minore è la dipendenza dallo stile dei modelli offerti”*. Per di più, oltre al differente fabbisogno di investimenti in R&S, le differenze tra le due aree di business attengono ad altri elementi, quali:

- *Mercato*. Il mercato dell'automotive è estremamente più competitivo dell'industria dei Capital Goods;
- *Scelte del consumatore*. Nel settore dell'Automotive le scelte dei consumatori risentono della propensione al consumo, della possibilità di accesso al credito e dalla posizione competitiva delle varie aziende; nel settore dei Capital Goods, invece, le vendite risentono di ulteriori fattori, quali: l'andamento dell'economia, le condizioni climatiche e la domanda di prodotti;
- *Requisiti di prodotto*. I requisiti nell'industria automobilistica sono numerosi: prezzo, forza del brand, qualità, possibilità di

personalizzazione, stile, sicurezza, consumi e funzionalità; nel mercato dei Capital Goods, al contrario, i fattori su cui puntare per guadagnare quote di mercato sono: la gamma dei prodotti, il brand, la capillarità sul territorio e i servizi finanziari offerti;

- *Profilo dell'investitore "tipo"*.

In definitiva, la significatività delle differenze in questione ha costretto il management a modificare l'organizzazione aziendale per consentire ai due gruppi distinti di articolarsi in modo tale da incrementare la focalizzazione sul proprio business ed avere una maggiore libertà d'azione nella realizzazione dei propri progetti, anche e soprattutto in riferimento alla possibilità di stringere alleanze per il futuro.

La scissione della società, infatti, realizzando l'eliminazione delle ingerenze nella gestione, attribuisce alle aziende coinvolte un elevato livello di autonomia ed efficienza e permette la suddivisione tra le stesse dei rispettivi obiettivi, permettendo, così, alle due realtà di perseguire efficacemente i propri programmi strategici. L'articolazione in due gruppi distinti, consente, altresì, al mercato di individuare e valutare le performance aziendali effettive, incoraggiando la scoperta del valore effettivo e l'eventuale eliminazione dello sconto da diversificazione.

Il rischio derivante da un fallimento nella strategia in questione è evidentemente molto elevato ma sin dai primi annunci il management del Gruppo appariva certo delle potenzialità dei due gruppi, della loro capacità di muoversi in modo libero e di competere autonomamente a livello internazionale.

In merito alle preannunciate barriere al disinvestimento il management riconosceva le probabili reazioni emotive negative del mercato e degli investitori circa una separazione che di fatto recideva l'operatività di due aziende che da più di un secolo rappresentavano un organismo unico ma vi opponeva la considerazione di fondo che l'operazione in questione non distruggeva l'identità

del gruppo ma gli permetteva di cogliere una sfida grande e complessa che non poteva più essere affrontata utilizzando la struttura originaria; un'anticipazione dei vantaggi derivanti da tale operazione emergeva dal Piano Strategico 2010-2014 del Gruppo Fiat che individuava per ciascun gruppo gli obiettivi aziendali e ne dava una primordiale articolazione in termini pianificativi.

Fiat. Rispetto al settore automobilistico, l'operazione in questione offriva l'opportunità di rafforzare la posizione competitiva della Fiat su scala globale e aumentare il livello di efficienza aziendale grazie all'eliminazione della "distrazione" che il business Capital Goods rappresentava per la gestione. Alla luce dei recenti risvolti, inoltre, la maggiore visibilità della partecipazione in Chrysler che il management auspicava con la scissione si è trasformata in elevati vantaggi sia derivanti dal positivo impatto dei risultati di Chrysler Group LLC, sia dalla collaborazione internazionale tra i due costruttori. Il Piano Strategico 2010-2014 attribuiva all'operazione un'elevata efficacia, al punto che prevedeva per Fiat un trend di crescita progressiva secondo il quale il fatturato avrebbe quadruplicato il suo ammontare nell'arco dei quattro anni considerati, ad un ritmo di crescita del 19% annuo.

Le principali direttrici lungo le quali Fiat prevedeva di agire individuate dal piano del Gruppo Fiat Post Scissione erano le seguenti:

- Espansione del mercato in America Latina, piena integrazione tra FGA e Chrysler in termini di portafoglio prodotti e sviluppo di nuovi prodotti. La partnership con Chrysler assicurava alla Fiat miglioramenti nelle vendite e riduzioni nei costi di produzione grazie allo sviluppo delle sinergie e al miglior utilizzo della capacità produttiva;
- Nel comparto delle automobili di lusso si prevedeva l'espansione della gamma e l'incremento della possibilità di personalizzazione dei modelli e dei ricambi, oltre ad un miglioramento dell'efficienza ed una riduzione dei costi strutturali;

- Sviluppo tecnologico soprattutto in termini di riduzioni di emissione di CO2 e di miglioramenti nel processo produttivo;
- Accelerazione dello sviluppo internazionale volto, in particolare, alla conquista dei mercati dei paesi emergenti (BRIC, Brasile, Russia, India e Cina) grazie alle pregresse partnership sviluppate da Fiat nei relativi mercati.

In definitiva, l'implementazione dell'operazione di disinvestimento aziendale permetteva a Fiat di ampliare la propria gamma di prodotti offerti, entrare in nuovi segmenti e radicare ovvero rafforzare la propria presenza nei mercati maggiormente sviluppati attualmente ed in quelli emergenti.

Fiat Industrial. Alla neonata Fiat Industrial veniva riconosciuta l'opportunità di operare nel business dei Capital Goods come un competitor globale, grazie alla possibilità di sfruttare la stabile e diffusa presenza industriale sviluppata nel corso dell'attività precedente del gruppo e alla flessibilità raggiungibile con l'operazione grazie alla quale cogliere le nuove occasioni in maniera rapida e mirata. Il tasso medio di crescita dei ricavi previsto al momento della scissione era dell'11% annuo, individuando in 29 miliardi di euro il fatturato atteso per il 2014; la gran parte del fatturato si prevedeva di derivazione dalle macchine per l'agricoltura e dai veicoli industriali e solo una piccola parte dalle macchine per la costruzione e dalla componentistica.

Le principali leve di sviluppo individuate dal Piano post Scissione per la società beneficiaria erano le seguenti:

- Il rafforzamento del portafoglio prodotti tramite il lancio di nuovi prodotti;
- Lo sviluppo internazionale rivolto ai paesi emergenti caratterizzati da elevati tassi di crescita nei quali già Iveco e CNH avevano stabilito delle alleanze commerciali ed industriali con partner locali per garantirsi un accesso privilegiato; non è da trascurare, inoltre, il vantaggio in termini di

costi derivante dalla delocalizzazione negli stessi paesi degli impianti produttivi;

- Il raggiungimento di una leadership tecnologica.

Uno dei punti di forza del piano strategico di Fiat Industrial è rappresentato dalla messa in comune della base dei fornitori con il business Fiat post scissione e con Chrysler Group LLC e dalle sinergie permanenti tra i due gruppi.

2.4. *La scelta della modalità di disinvestimento: Il Corporate Spin Off*

Dopo aver analizzato l'operazione da un punto di vista tecnico ed organizzativo ed aver indagato i razionali strategici al disinvestimento, concentriamo la nostra analisi sullo strumento utilizzato dal management Fiat evidenziando gli elementi che hanno condotto a tale scelta e realizzando considerazioni in merito all'aderenza dello strumento utilizzato con quanto affermato in sede di analisi della scelta della modalità di disinvestimento.

Come più volte ribadito, il principale rationale strategico perseguito da Fiat attraverso tale operazione di Ristrutturazione era quello della “*Rifocalizzazione sui business aziendali*” dal momento che le attività del gruppo ante Scissione erano evidentemente estremamente differenti tra loro e presentavano caratteristiche diverse al punto che una gestione accentrata non era più efficiente e il vantaggio di tale accentramento veniva superato dalle inefficienze gestionali, dalle eccessive sinergie negative e dall'applicazione di uno sconto di diversificazione da parte del mercato.

Il documento pubblicato da EXOR Spa relativamente alla gestione del 2010, *Riorganizzazione GRUPPO FIAT: Scissione parziale proporzionale di Fiat Spa a favore di Fiat Industrial Spa*, mostra i risultati del gruppo dopo l'annuncio e evidenzia i guadagni nell'ottica post scissione.

In particolare, il gruppo chiude il 2010 (ante-scissione) con un fatturato pari a 56,3 mld di Euro, registrando un aumento del 12,3% del fatturato e un raddoppiamento dell'utile che passa da 1,1 mld di Euro (2009) a 2,2, mld di euro (2010).

Ragionando nell'ottica post-scissione Fiat Spa ha registrato un incremento dei ricavi pari al 9,8% mentre Fiat Industrial Spa al 18,8% rispetto all'anno precedente.

I risultati relativi all'anno 2011, che includono gli esiti della gestione separata mostrano incrementi significativi dei ricavi sia per Fiat Spa che sono passati dai 35,9 mld del 2010 a 59,6 mld di euro del 2011 decretando un incremento pari quasi al 40%, sia per Fiat Industrial Spa che sono passati da 21,342 mln del 2010 a 24,289 mln del 2011, segnando un aumento dei ricavi del 12% circa e addirittura del 35% dell'utile.

Tali risultati, considerati insieme agli incrementi di valore dei titoli azionari Fiat nel giorno successivo all'annuncio, dimostrano la riuscita dell'operazione e la positività dell'accoglienza della stessa da parte degli investitori. Effettivamente, tali risultati sono in linea con quanto anticipato nei precedenti capitoli in tema di Corporate Spin Off ed anche la scelta di tale modalità di disinvestimento, come vedremo, rispecchia quanto esposto precedentemente.

Incrociando le nostre considerazioni sull'operazione con quanto riportato dal rapporto Exor segue un'indagine relativa ai driver di valore individuati nel Capitolo 2 e si evidenzia in che modo essi abbiano influito sui risultati del "Gruppo Fiat".

Il primo elemento che possiamo individuare aver contribuito al miglioramento dei risultati del Gruppo è la riduzione delle asimmetrie informative tra il management ed il mercato; tali asimmetrie sono tanto più profonde quanto più l'azienda è poco trasparente e la sua organizzazione complessa; elementi che,

evidentemente, caratterizzano le imprese multi business e quindi anche il Gruppo Fiat pre-scissione e decretano una sottovalutazione dei business da parte del mercato il quale, trovandosi nell'impossibilità di una valutazione effettiva delle attività, attribuisce all'impresa un valore inferiore al valore SOTP (Sum Of The Parts). Lo stesso consiglio di Amministrazione ammette come per anni le azioni Fiat abbiano subito una valutazione "a sconto" da parte del mercato rispetto all'effettivo valore della somma delle attività realizzate col metodo dei multipli di mercato poiché esse erano emesse da una "holding" che riuniva al suo interno più business; ciò riduceva la trasparenza e penalizzava il valore delle singole aziende coinvolte. Tale sconto che, a detta del rapporto, si aggirava attorno al 5% nel 2004 ed era arrivato a quote estremamente elevate nell'anno 2010, raggiungendo circa il 30%, a seguito della cessione, non aveva più motivo di esistere, dal momento che tale operazione, riducendo la complessità aziendale, ne incrementava la trasparenza. La sottovalutazione che interessava il Gruppo poteva essere totalmente ribaltata in sede di Spin Off dal momento che grazie alla separazione del business il valore nascosto del settore Capital Goods si sarebbe sprigionato a favore degli azionisti.

Inoltre, la presenza di tale sconto da diversificazione ben si adatta a spiegare anche la preferenza del management per lo strumento di Corporate Spin Off anziché degli altri due; un così elevato sconto, infatti, avrebbe comportato la cessione delle partecipazioni ad un prezzo estremamente inferiore rispetto all'effettivo valore. Una tale cessione, che sarebbe stata giustificata solo in presenza di impellenti esigenze di cassa da parte della parent, non avrebbe apportato alle aziende coinvolte alcun vantaggio nel caso invece analizzato.

Oltre ai benefici immediati derivanti dall'incremento di valore azionario, parte dei media individuavano tra le motivazioni di fondo dell'operazione intrapresa dal Gruppo Fiat anche quella di aumentare il ricorso al mercato finanziario per realizzare maggiori investimenti, che non giudica positivamente i grandi gruppi conglomerati. Effettivamente, in presenza dello sconto sovraesposto l'emissione

di strumenti finanziari sul mercato avrebbe depresso notevolmente i ricavi dell'operazione, probabilmente, fino al punto che non avrebbe avuto senso il ricorso al mercato. Effettivamente, l'incremento di valore azionario registrato nel giorno dell'annuncio, ha rispecchiato le attese del gruppo ed ha suggerito il raggiungimento di almeno uno degli obiettivi previsti.

Tramite l'operazione di Corporate Spin Off entrambi i gruppi hanno aumentato la "focalizzazione" sui loro relativi business ed hanno potuto perseguire in maniera più indipendente i propri obiettivi di sviluppo strategico.

Soprattutto alla luce della totale acquisizione del gruppo Chrysler del 2014 da parte del gruppo italiano emerge il guadagno in termini di focalizzazione derivante dalla scissione. L'operare in modo autonomo ed indipendente ha offerto a Fiat Spa l'opportunità di dedicarsi completamente all'accelerazione dell'integrazione di Chrysler e di cogliere un'elevata possibilità di sviluppo grazie a tre importanti driver di sviluppo: 1) la complementarità delle operazioni tra Fiat e Chrysler e l'allargamento del portafoglio prodotti; 2) lo sfruttamento di un elevato livello di sinergie per l'abbattimento dei costi di produzione; 3) l'accesso di Fiat nel mercato statunitense e più in generale la penetrazione commerciale nel mondo.

Oltre a Fiat Spa, anche Fiat Industrial ha beneficiato di una maggiore autonomia approfittando della stessa per lo sviluppo di nuove alleanze fino alla fusione con CNH Global che ha dato luogo al gruppo CNH Industrial. Oggi il gruppo in cui Fiat Industrial è confluita rappresenta una realtà multinazionale di tipo globale e la scelta della fusione ha fornito a Fiat Industrial almeno due vantaggi: da una parte la possibilità di crescere a livello dimensionale e, dall'altra, la capacità di colmare le lacune in termini di presenza internazionale.

Entrambe le aziende, quindi, hanno risentito degli effetti positivi di una separazione e dell'assegnazione di un management dedicato e di un proprio Consiglio di Amministrazione poiché è proprio dal momento della separazione

che le due aziende hanno intrapreso un significativo percorso di sviluppo che ha consentito loro una crescita esponenziale a livello dimensionale e geografico. La gestione comune delle due realtà sacrificava le opportunità di sviluppo di entrambe considerando sia la difficoltà nell'allocazione delle risorse aziendali sia le difficoltà di sfruttamento delle competenze e delle risorse manageriali da parte di due realtà che di fatto necessitavano di due gestioni differenti. L'aumento di efficienza derivante dalla scissione, come dimostrato, ha interessato tanto la parent Fiat Spa, che la target Fiat Industrial Spa dal momento che per ciascuna unità diventava possibile, in tal modo, focalizzare chiaramente i propri piani strategici ed operativi senza interferenze né deviazioni derivanti dalla gestione di business troppo lontani tra loro.

In ultimo, l'aumento di redditività sia della parent che della target può essere spiegato anche con riferimento al concetto, già affrontato, di sinergia; in particolare, appare verosimile che a seguito della cessione, le due imprese non più legate l'una all'altra siano diventate più flessibili e meno burocratizzate ed abbiano, in sostanza, eliminato le “sinergie negative” che l'evidenza empirica ha dimostrato caratterizzare gran parte dei grandi gruppi. Un esempio significativo di eliminazione di sinergia negativa riguarda lo snellimento del sistema di controllo e reporting; in un'impresa di grandi dimensioni, caratterizzata da numerosi livelli gestionali, tale sistema è evidentemente molto complesso e risulta estremamente costosa la continua comunicazione degli addetti al reporting con i rappresentanti corporate di ultimo livello addetti all'elaborazione dell'indirizzo strategico. A fronte di tale evidenza, che può essere estesa ad altre aree della gestione aziendale, è evidente che la riduzione dei perimetri aziendali e la creazione di un management dedicato rendano la struttura più snella ed efficiente.

La separazione delle due aree di business ha, inoltre, reso identificabili le performance relative a ciascun gruppo e impedito la commistione tra i ricavi che avviene nella quasi totalità delle imprese multi business e la fornitura delle

sovvenzioni incrociate tra le partecipanti al gruppo. Tale “semplificazione” rende, di fatto, complicato per i soggetti aziendali dotati di responsabilità strategiche agire nel proprio interesse a scapito delle aziende e consente, altresì, la creazione di piani d’incentivazione che, collegando una retribuzione variabile al raggiungimento di determinati obiettivi di performance, realizzano due obiettivi:

- Rende il gruppo costantemente competitivo, attraverso la determinazione periodica di determinati livelli di performance;
- Riduce il conflitto di agenzia allineando costantemente gli interessi manageriali con quelli degli azionisti.

I piani previsti da entrambe i gruppi si basano sull’assegnazione di componenti fisse e variabili della remunerazione a soggetti dotati di responsabilità chiave nel contesto aziendali quali: membri del Consiglio d’Amministrazione, membri del Collegio Sindacale e Dirigenti con Responsabilità Strategiche.

L’operazione di Corporate Spin Off di Fiat Group ha anche conferito alle due società la possibilità di cogliere opportunità di sviluppo a livello tecnologico. La differenza delle caratteristiche strutturali dei prodotti e delle richieste dal mercato dall’una e dall’altra area di business impediva che i centri di ricerca potessero efficacemente essere utilizzati per l’una e per l’altra. Lo smembramento delle attività in due macrocategorie ha, invece, consentito la creazione di centri di ricerca che fossero pienamente focalizzati su propri obiettivi di sviluppo tecnologico decretando sia la crescita degli investimenti in tale area che il numero dei dipendenti impiegati.

L’obiettivo di sviluppo tecnologico di Fiat Industrial Spa si muoveva lungo due direttrici:

- Il miglioramento dell’efficienza energetica dei prodotti;
- La riduzione delle emissioni di CO2.

I risultati pubblicati nel Bilancio di sostenibilità di Fiat Industrial, che testimoniano la riduzione del 30% di emissioni di CO2 per ogni ora d'attività nel 2011 rispetto al 2010 e il riconoscimento dell'azienda come leader di sostenibilità dalle principali organizzazioni internazionali, esprimono l'impegno del gruppo su tale fronte, evidenziato anche dall'incremento nel 2011 del 14% negli investimenti e del 19% di dipendenti in Ricerca e Sviluppo rispetto al 2010 e nel 2012 rispettivamente del 21% e del 16% rispetto all'anno precedente e dal raggiungimento del traguardo di 40 Centri di Ricerca e Sviluppo aperti in tutto il mondo nel 2011.

Dopo la scissione, per mantenere Fiat Industrial in grado di competere autonomamente sul fronte della Ricerca e Sviluppo, parte delle attività del Gruppo Fiat operanti su specifici progetti relativi al settore "industrial" sono state trasferite a Fiat Industrial Spa in modo da dotarla, anche per il futuro, di risorse per lo sviluppo.

Lo stesso impegno nel campo dell'innovazione emerge nel Bilancio di Sostenibilità di Fiat Spa del 2011 i cui punti salienti sono rappresentati da:

- la conferma della Fiat come società leader per le più basse emissioni di CO2;
- lo stanziamento di 2,2 miliardi di Euro per Ricerca e Sviluppo;
- lo stanziamento di 80,3 milioni di Euro per la formazione dei dipendenti (+23 rispetto al 2010).

In ogni caso, come abbiamo potuto notare, l'impegno del gruppo nei confronti dell'innovazione tecnologica non è stato finalizzato solo al lo sviluppo di nuovi "strumenti" che consentissero all'impresa miglioramenti nell'efficienza e riduzione dei costi, ma anche all'elaborazione di nuovi sistemi e tecnologie che consentissero una produzione più "ecosostenibile", funzionale anche al miglioramento dell'immagine aziendale agli occhi degli investitori e dei gruppi d'interesse esterni.

Alla luce di quanto affermato finora possiamo confermare la validità della strategia di disinvestimento aziendale adottata dal gruppo Fiat dal momento che essa è apparsa indubbiamente idonea a restituire flessibilità, efficienza e dinamicità ai due gruppi, comportando evidenti incrementi nella redditività ed, in generale, nel valore aziendale. Il passo successivo, consiste nel verificare le ipotesi avanzate nel capitolo 3 in merito alle modalità di scelta della strategia di disinvestimento aziendale in funzione delle variabili identificate.

Ribadendo quanto affermato nel terzo capitolo dalla nostra analisi è emerso che qualora l'obiettivo del disinvestimento sia la rifocalizzazione sui business aziendali, il Corporate Spin Off ha motivo di essere utilizzato quando:

- Il business target opera in settori *non correlati o scarsamente correlati* rispetto agli altri business aziendali, il che sacrifica le competenze gestionali del management;
- Il business possiede *proprie caratteristiche finanziarie ed operative* distinte da quelle della casa madre, che consentono la separazione del business;
- La target sembra presentare segnali di *basse performance* che vengono a) in parte mitigati dall'esigenza di presentare i risultati aziendali in un solo documento che non approfondisca i rendimenti di ciascun business; b) in parte sopperiti tramite il ricorso a sovvenzioni di tipo incrociato tra le diverse entità;
- Sia la casa madre che la sussidiaria *non presentano esigenze di cassa*.

Da quanto affermato fino a questo punto circa le caratteristiche delle realtà aziendali coinvolte nell'operazione di scissione possiamo confermare che tali quattro affermazioni rispecchiano la situazione del Gruppo Fiat ante scissione.

Circa il primo aspetto abbiamo già approfondito precedentemente gli aspetti in contrasto tra il settore automotive e quello dei Capital Goods; benché infatti essi

possano apparire affini, ad un'analisi più approfondita emergono almeno 5 elementi di differenza:

- Il mercato di riferimento;
- Il livello di investimenti richiesto;
- Il profilo dell'”investitore tipo”
- I requisiti di prodotto necessari alla competizione;
- Elementi che influenzano le scelte dei consumatori.

Le profonde differenze circa tali aspetti ci inducono a considerare i due business in esame scarsamente correlati tra loro e a ritenere che una gestione unica non poteva essere idonea a valorizzarli al meglio ed a elaborare le strategie più adeguate a consentire ai business di liberare il loro effettivo potenziale. Non deve, perciò, stupire il fatto che la scissione abbia interessato un'unità di business (quella relativa ai Capital Goods) redditizia per l'impresa, in quanto tale strategia non sacrifica il beneficio che essa apportava agli azionisti ma, al contrario, consente la massimizzazione della redditività di entrambe le aziende coinvolte, la creazione di due portafogli di business di attività bilanciati e la massimizzazione del valore per i proprietari. Tale operazione di disinvestimento, in sostanza, a nostro avviso, assicura al gruppo gli strumenti per realizzare un vantaggio competitivo sostenibile non soltanto perché, come abbiamo già visto, consente una riduzione dei costi, un miglioramento dell'immagine e un rafforzamento delle conoscenze tecnologiche, ma soprattutto perché tale nuova strutturazione attribuisce a Fiat Spa e Fiat Industrial Spa la capacità di mantenere e rafforzare tali elementi di vantaggio sulla concorrenza nel futuro.

Secondo quanto affermato precedentemente, dallo studio delle caratteristiche delle aziende coinvolte in tale operazione dovrebbe emergere l'assenza di necessità di cassa, dal momento che una tale esigenza avrebbe portato la casa madre ad escludere l'opzione “scissione” e a valutare le altre due modalità che

avrebbero assicurato all'impresa flussi di cassa da utilizzare per risolvere i problemi di redditività.

Effettivamente, dall'ultimo Rapporto Annuale pubblicato dal Fiat Group nel 2010 e dal quale abbiamo ricavato la tabella sovrastante (Tab.38) non emergono elementi di difficoltà, né per la futura Fiat Spa né per la futura Fiat Industrial Spa.

	Fiat Group (Pre Spin Off)	Fiat Spa	Fiat Industrial Spa
Ricavi	56.3	35.9	21.3
Risultato della G. Ordinaria	2.2	1.1	1.1
Utile Netto	0.6	0.2	0.4
Indebitamento Netto Industriale	2.4	0.5	1.9
Liquidità	15.9	12.2	3.7

Figura 38: Report Fiat. Fonte: Annual Report 2010 - Cifre espresse in mld.

I ricavi, il risultato della Gestione Ordinaria e l'Utile Netto del Gruppo esprimono un buon andamento della gestione, sia se consideriamo il risultato totale Pre Scissione, sia se consideriamo i risultati delle singole aree d'attività. La pubblicazione di tali risultati nell'ultimo documento reso noto prima della scissione, evidentemente, oltre che indicare la buona salute del gruppo, suggerisce anche il buon esito dell'operazione di scissione per entrambe le realtà emergenti dall'operazione. Tali risultati "separati" indicano anche la presenza di soggetti e aree aziendali dedicate all'elaborazione di dati differenziati per l'una e

per l'altra area di business; ciò ci conferma che, come abbiamo previsto nel capitolo precedente, le aziende che intraprendono l'operazione di Corporate Spin Off (o Scissione) sono realtà dotate di sistemi di gestione separabili.

Tornando alla questione relativa ai risultati del gruppo, una ulteriore considerazione che suggerisce l'assenza di difficoltà legate alla redditività dei soggetti coinvolti, è legata alla comparazione dei risultati del 2010 con quelli dei due anni precedenti, rappresentata nelle figure che seguono, dalle quali emerge un miglioramento dei risultati sia in termini di aumento dei Ricavi e della Gestione Ordinaria, che in termini di riduzione dell'Indebitamento.

In sostanza, dobbiamo dedurre che la considerazione fatta precedentemente, secondo la quale le aziende che scelgono l'operazione di Corporate Spin Off quando le realtà coinvolte presentano problemi di performance pare non corrispondente al vero, visti i dati emersi dal Rapporto del Gruppo Fiat. In realtà, se è vero che tali aziende non presentano problemi di redditività abbiamo già visto come esse presentino problemi relativi alla valutazione che il mercato attribuisce a loro, in termini di valore. Circa tale aspetto, a detta dello stesso management, è innegabile che esse siano estremamente sottovalutate e, se è vero che parte della sottovalutazione deriva dalle condizioni generalizzate dell'economia e da condizioni indipendenti dalle possibilità di manovra aziendali, è anche vero che la parte attinente allo sconto di diversificazione è dipendente dalle scelte aziendali e rappresenta, perciò, in un certo senso, un sacrificio da parte del management del valore aziendale che è causa degli evidenti problemi di un'azienda valutata al di sotto del proprio valore effettivo.

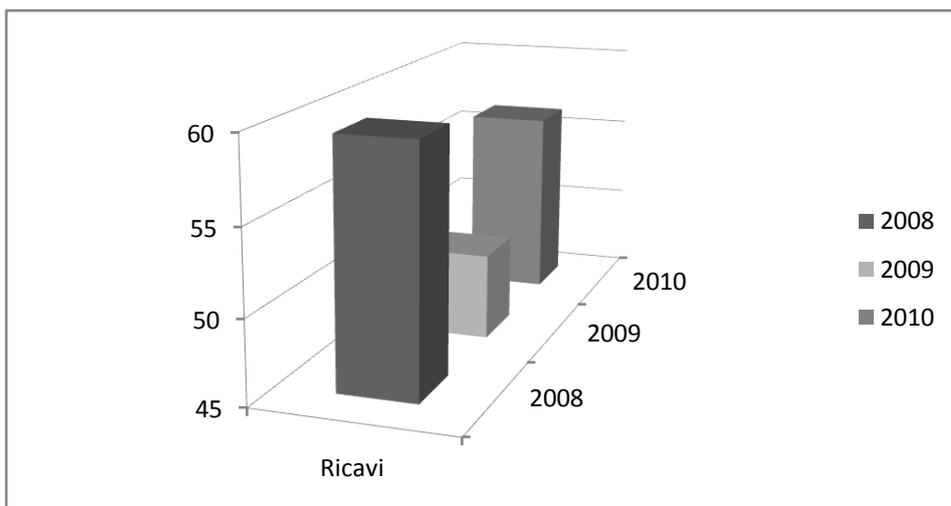


Figura 39. Ricavi del Gruppo. Fonte: Report Fiat 2010.

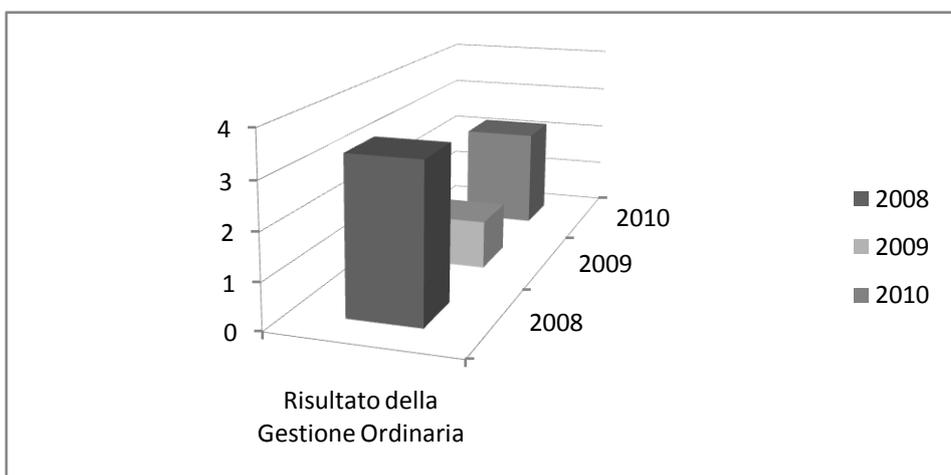


Figura 40. Risultato della Gestione Ordinaria del Gruppo. Fonte: Report Fiat 2010

In definitiva, da quanto riportato, possiamo desumere che la scelta della modalità di disinvestimento operata dalla Fiat rispecchia pienamente quanto emerso dalla letteratura e dalle nostre considerazioni. Non è scopo del nostro elaborato esprimerci su una valutazione *ex post* dell'operazione, dal momento che la nostra indagine si è concentrata sulla scelta degli strumenti per realizzare la strategia aziendale; strategia aziendale che nasceva dalle grandi trasformazioni del mercato che richiedevano alla Fiat una ridefinizione del panorama industriale per cogliere le nuove opportunità offerte dall'ambiente.

Benché tale operazione abbia rappresentato una significativa rivoluzione per il Gruppo Fiat e per l'intero panorama industriale Italiano, la Fiat stessa suole intravedere in tale operazione e nelle possibilità che ne sono derivate la propria *Rinascita*, dal momento che la nuova struttura adottata ha consentito alla Fiat Spa di realizzare una ulteriore trasformazione e diventare, col nome di Fiat Chrysler Automobiles, il settimo costruttore al mondo di automobili, veicoli commerciali, componentistica e sistemi di produzione e alla Fiat Industrial Spa di continuare il suo sentiero di sviluppo e fondersi con CNH Global fino a diventare azienda leader nel settore dei Capital Goods con una presenza sui principali mercati e un trend di sviluppo della presenza nei mercati emergenti.

3. L'operazione del 2015: l'Equity Carve Out

Tale operazione, in programma a cavallo tra il secondo ed il terzo trimestre del 2015, consiste in un'offerta pubblica della quota di Fiat Chrysler Automobiles in Ferrari pari al 10% mentre il resto sarà distribuito agli azionisti di Fca.

L'implementazione di tale operazione rappresenta, secondo l'amministratore delegato Sergio Marchionne, la scelta migliore per supportare il successo del gruppo in un'ottica di lungo periodo dal momento che la separazione del business Ferrari cristallizza un valore che precedentemente era nascosto, il quale continua, comunque, a mantenere la tradizione italiana e il proprio posizionamento sul mercato.

3.1. *La storia della Ferrari*

La Ferrari Spa è una casa automobilistica italiana, fondata, come casa costruttrice, da Enzo Ferrari nel 1939 a Modena, che produce automobili sportive d'alta fascia e da gara. Inizialmente indipendente, e semplicemente legata ad Alfa Romeo da clausole contrattuali che obbligavano l'azienda modenese alla messa a punto delle auto da corsa dell'Alfa, nel 1969 essa entrò a far parte del gruppo Fiat. Dopo la scomparsa del fondatore, avvenuta nel 1988, la quota di partecipazione della Fiat nella Ferrari raggiunse il 90%, mentre il restante 10% diveniva di proprietà dal figlio Piero Lardi Ferrari, divenuto vicepresidente dell'azienda.

Oggi Ferrari rientra nella classifica dei marchi più potenti al mondo, secondo uno studio condotto su 500 aziende dalla società di consulenza Brand Finance. La stessa società considera la Ferrari *best in class* per «influenza a livello globale, riconoscibilità, desiderabilità, lealtà e fiducia dei consumatori».

3.2. *L'operazione*

L'annuncio ufficiale dell'operazione risale al 29 ottobre 2014, tramite un comunicato reso noto da Fiat Chrysler Automobiles nel quale si legge che “*il Consiglio di Amministrazione di FCA, nell'ambito di un piano per la realizzazione di una struttura di capitale appropriata a sostenere lo sviluppo di lungo termine del Gruppo, ha autorizzato la separazione di Ferrari S.p.A. (“Ferrari”) da FCA*” e che “*il Consiglio ha autorizzato il management ad intraprendere le azioni necessarie a completare queste operazioni nel 2015*”.

È evidente, quindi, che tale operazione, sia parte del piano industriale 2014-2018 del gruppo e rappresenti uno strumento per massimizzare il valore dei business a favore degli azionisti.

Come anticipato, l'operazione in questione rappresenta una quotazione parziale della Ferrari, che interesserà il 10% del pacchetto azionario detenuto attualmente

dal gruppo Fiat. Oggi, infatti, Ferrari rappresenta una società per azioni di diritto italiano non quotata, dal momento che la quota non detenuta dall'erede del fondatore (10%) è posseduta interamente da FCA (90%); l'80% rimanente verrà assegnato agli attuali azionisti Fiat.

Al termine dell'operazione, che si prevede verrà conclusa entro il termine del 2015, quindi, Ferrari e FCA diverranno due aziende separate con un unico azionista di controllo rappresentato dalla holding Exor (in quanto Exor detiene una quota di significativa rilevanza in FCA), di proprietà della famiglia Agnelli.

Per evitare che azionisti esterni possano arrivare a detenere una quota di maggioranza delle azioni Ferrari ed esercitarne il controllo, è verosimile che la separazione di Ferrari venga realizzata adottando espedienti grazie ai quali la somma delle azioni detenute da Exor e da Piero Ferrari rappresentino il 51% dei diritti di voto in assemblea dei soci.

Ricapitolando, la situazione è la seguente:

Oggi la Ferrari è detenuta per il 10% da Piero Ferrari e per il 90% dal gruppo Fiat, il quale è posseduto per il 31% dalla holding Exor della famiglia Agnelli ed il restante 69% è attualmente scambiato sul mercato.

Dopo l'operazione un 10% resterà nelle mani di Piero Ferrari, ed il restante 90% verrà ceduto al mercato dal momento che, è vero che solo il 10% verrà quotato direttamente, ma il restante 80% verrà assegnato agli azionisti Fiat, il che causerà la concentrazione di una quota significativa del capitale di Ferrari nelle mani della holding Exor, in virtù del possesso della stessa del 31% di FCA.

3.3. Il Razionale strategico dell'operazione

Benché tale operazione non sia ancora stata intrapresa né i dettagli siano stati pubblicati, è possibile realizzare qualche considerazione circa le conseguenze e i vantaggi che il gruppo Fiat riuscirebbe a conseguire grazie alla sua realizzazione.

Evidentemente, il primo e principale vantaggio che il gruppo conseguirà a seguito della quotazione di parte del pacchetto Ferrari è il reperimento di almeno parte delle risorse finanziarie con le quali il gruppo potrà realizzare gli investimenti che FCA aveva annunciato in occasione della presentazione del piano industriale 2014-2018. Investimenti ammontanti a 48 miliardi di Euro, con i quali rilanciare la produzione di Alfa Romeo negli stabilimenti di Cassino e di Mirafiori (Fiorello, 2014).

Tale operazione consente, inoltre, al pari di quanto affermato precedentemente in tema di Spin off, di garantire alla casa di Maranello, la possibilità di divenire autonoma ed indipendente e di progettare al meglio il proprio futuro. In particolare uno dei risvolti dell'operazione consiste nella possibilità di proteggere l'unicità di Ferrari ed evitare che la produzioni di massa contaminino questa azienda, elemento che, annunciato a tal proposito da Marchionne, preoccupava anche l'ex Amministratore Delegato di Ferrari, Luca Cordero di Montezemolo, il quale però aveva sempre manifestato la propria contrarietà all'operazione di quotazione, con la quale credeva si corresse il rischio di perdere il vantaggio competitivo a causa della necessaria disclosure richiesta dal mercato per esigenze di trasparenza.

In virtù delle riportate motivazioni che, a nostro avviso, hanno condotto il gruppo Fiat a quotare parte del pacchetto detenuto, possiamo concludere che la scelta di ricorrere all'Equity Carve Out confermi quanto anticipato nel secondo e terzo capitolo.

Nella fattispecie, tramite tale operazione la parent Fiat conta di poter soddisfare contemporaneamente diversi obiettivi:

- Incrementare il livello di focalizzazione sui business aziendali grazie ad una più specifica allocazione delle risorse aziendale e concentrazione delle risorse manageriali, aumentando così le performance operative;
- Reperire risorse finanziarie da utilizzare sia per ridurre la leva finanziaria che per incrementare il livello d'investimenti, pur mantenendo il controllo della target;
- Intraprendere un percorso di sviluppo non vincolante, dal momento che la cessione del business ha carattere di definitività e il gruppo Fiat rimanda la scelta definitiva ad un momento più lontano nel tempo. Questo, evidentemente, consente al gruppo di pianificare la strategia considerando i risvolti futuri, sconosciuti al momento.

A parere di chi scrive, comunque, la situazione delineata nel seguito ci induce a ritenere che la principale motivazione di ordine strategico che spiega tale operazione sia quella relativa al reperimento di risorse finanziarie, necessarie a ridurre l'elevato grado di indebitamento contratto nel corso degli anni da Fiat e incrementato in occasione della fusione con Chrysler e utili anche a realizzare gli investimenti annunciati nel piano industriale 2014-2018.

Ad ogni modo, benché parte degli obiettivi sovraesposti potrebbero essere raggiunti anche tramite altre modalità di disinvestimento, le condizioni delle realtà coinvolte e taluni obiettivi hanno orientato la scelta del management allo strumento dell'Equity Carve Out, designando tale operazione come la modalità attraverso la quale consentire lo sviluppo aziendale di lungo periodo.

Da quanto emerso nel Capitolo 3 possiamo affermare che la convenienza di intraprendere un'operazione di Equity Carve Out orienta la scelta del management quando:

- La parent manifesta *esigenze finanziarie e di cassa*;

- Il valore dell'azienda *parent* è *sottovalutato* dal mercato;
- Gli asset della *sussidiaria* sono *valutati positivamente o in eccesso dal mercato*;
- La disclosure richiesta dall'operazione di Equity Carve Out evidenzia *elementi apprezzabili dal mercato*.

Ciò che ci proponiamo è di verificare l'esistenza di tali condizioni per la parent Fiat e la target Ferrari.

In merito al primo ed al secondo punto numerose congetture sono state fatte circa la scelta di quotare parte delle partecipazioni Fiat in Ferrari per "salvare il bidone Fiat". Tale affermazione, che risale al Novembre 2014, appartiene a Diego Della Valle, il quale esprime la propria disapprovazione per un'operazione che a suo dire "*depaupera l'azienda che invece usava quel denaro per finanziare il suo sviluppo. Invece - ha aggiunto - adesso quotano in Borsa un pezzetto per ripianare i debiti di Fiat, mentre il resto se lo prendono gli azionisti*".

L'affermazione di Della Valle, seppur estremamente colorita, accende i riflettori su una questione da non trascurare in sede di valutazione dell'Equity Carve Out annunciato dal gruppo Fiat: l'indebitamento del gruppo. Dai dati pubblicati nel rapporto annuale del 2013 l'indebitamento appare estremamente significativo: in crescita del 1.5% rispetto al 2012 e più che raddoppiato dal 2009 ad oggi. Già all'inizio del 2014 emergevano pericolosi problemi di cassa dal momento che FCA doveva rimborsare entro il 2016 6,4 miliardi tra bond e linee di credito e i flussi di cassa erano negativi, ed in aggiunta a ciò la fusione con Chrysler incrementava i problemi di liquidità del gruppo. Appare evidente, quindi come i problemi di cassa e le esigenze di rimborsare i finanziamenti del gruppo abbiano indirizzato la scelta del gruppo verso una modalità di disinvestimento che assicurasse il reperimento di risorse finanziarie. Di fronte ad una situazione tanto delicata, infatti, l'ulteriore reperimento sul mercato di risorse direttamente da parte del gruppo Fiat avrebbe incrementato l'indebitamento e reso la situazione più pericolosa.

Tutto ciò porta a ritenere che il management Fiat abbia progettato tale operazione di disinvestimento per sfruttare la quota che detiene di Ferrari, che rappresenta il brand più potente al mondo, consentendo al gruppo di monetizzare parte del valore dell'azienda ed utilizzarlo per fare fronte alle proprie esigenze di cassa. Oltre alla forza del brand, infatti, anche il valore degli asset aziendali è estremamente significativo e si aggira, secondo stime effettuate da diversi analisti di mercato, attorno ai 7 miliardi di Euro²² (Stuart Pearson di Exane BNP Paribas 5,5 miliardi di Euro, Christina Chiesa di Barclays Research 8,7 miliardi di Euro, Massimo Vecchio di Mediobanca 7,2 miliardi di Euro).

In ogni caso è evidente come la separazione e la quotazione del business Ferrari comporti un vantaggio maggiore per il gruppo Fiat rispetto all'alternativa di reperire autonomamente, sul mercato o richiedendo nuove linee di credito, risorse da utilizzare, in primo luogo per fare fronte ai propri impegni con gli investitori e i propri creditori ed, in secondo luogo, per finanziare la crescita di un gruppo che è attualmente impegnato nell'affrontare una sfida di dimensioni mondiali.

In definitiva, per entrambe le operazioni realizzate dal 2010 ad oggi dal *Gruppo Fiat*, abbiamo dimostrato quanto affermato nei capitoli 2 e 3, confermando, in particolare che, la scelta delle modalità di disinvestimento più adeguate da parte delle aziende che intraprendono la strada della ristrutturazione, sia influenzata da elementi riferibili all'azienda stessa, che abbiamo visto consistere nelle condizioni economiche finanziarie, ma anche e soprattutto nella particolare fase di vita dell'azienda e quindi del progetto strategico che essa stava seguendo per realizzare i propri obiettivi di crescita e sviluppo.

²² Il calcolo per ottenere la valutazione borsistica di un'azienda risente anche della categoria della quale essa fa parte; nel dettaglio, per ottenere il valore di un'azienda che produce *beni di lusso* si moltiplica l'EBITDA (Utile – interessi, imposte e ammortamenti) per 9-12. Benché Marchionne abbia previsto che tale categoria sia quella a cui riferirsi per calcolare il valore borsistico della Ferrari appare più adeguato utilizzare la Categoria *Case automobilistiche di lusso*, per la quale il valore borsistico equivale al doppio dell'ammontare complessivo delle entrate (Scavuzzo, 2014).

Conclusioni

Il caso aziendale Fiat trattato nel quarto capitolo sembra confermare l'ipotesi avanzata nel primo capitolo circa l'utilizzo delle operazioni di Disinvestimento come modalità per orientare l'organizzazione aziendale verso la crescita servendosi per tale scopo della riduzione dei confini e della riconfigurazione delle risorse aziendali.

Evidentemente, tale crescita è più facilmente raggiungibile quando si approfitta della varietà di tipologie disponibili con le quali realizzare un'operazione di disinvestimento, ovvero Corporate Sell Off, Corporate Spin Off ed Equity Carve Out, collegando tale scelta:

- alle motivazioni principali che orientano le aziende a considerare l'ipotesi di ricorrere alle operazioni di disinvestimento aziendale;
- a considerazioni circa lo stato nel quale si trova l'impresa nel momento in cui si trova a vagliare tale ipotesi.

Con la prima considerazione, ci si riferisce a tutte le ipotesi che abbiamo fatto rientrare nella categoria "disinvestimenti volontari" e che individuano tutte quelle situazioni in cui un'impresa sceglie deliberatamente di ricorrere ad un'operazione di riduzione delle proprie dimensioni in virtù di un obiettivo o di una ragione strategica che, come abbiamo precisato nel terzo capitolo, possiamo distinguere in: ragioni operative ed organizzative e ragioni finanziarie.

Con la seconda affermazione, invece, ci si riferisce alle condizioni nelle quali l'impresa si trova; tali condizioni non afferiscono direttamente alla ragione primaria che induce al disinvestimento, ma identificano altri elementi, quali la situazione economico-finanziaria, la necessità di liquidità, piuttosto che la presenza o meno di sinergie tra l'organizzazione parent e l'unità candidata al disinvestimento, e indirizzano la scelta verso una modalità laddove la ragione

individuata primariamente lasci indifferenti circa la modalità da utilizzare per realizzare l'allontanamento di una business unit dall'organizzazione madre.

In definitiva, le esigenze e le caratteristiche aziendali indirizzano le scelte manageriali in merito alle tre exit strategies disponibili. Il Corporate Sell Off è preferito nelle aziende nelle quali la correlazione tra la parent e la business unit è bassa e non vi è un grado di sinergie, tale che, recidendo il legame tra le due realtà, si creerebbe una compromissione degli equilibri aziendali, causando, non solo il fallimento della strategia di ristrutturazione adottata, ma anche l'alterazione della salute della parent; inoltre, tale strategia conferisce alla parent risorse di cassa con le quali la stessa, di frequente, finanzia i propri investimenti ovvero riduce il proprio indebitamento per abbassare il proprio grado di leva finanziaria. Anche l'Equity Carve Out, attraverso la vendita di parte del capitale della target sul mercato, assicura liquidità alla parent che può usarla per realizzare propri obiettivi di crescita; la strutturazione di tale strumento è tale da assicurare alla parent non solo i flussi di cassa derivante dalla vendita delle azioni, ma anche il mantenimento del controllo della stessa e la possibilità di mantenere eventuali sinergie esistenti tra la business unit e l'impresa parent; infine, l'Equity Carve Out, rispecchia l'esigenze di quelle imprese che, pur avvertendo la necessità di riconfigurazione della propria organizzazione, non intendono compiere scelte definitive e preferiscono mantenere aperta la possibilità di ristabilire la situazione originaria, attraverso il riacquisto delle azioni cedute, ovvero di liberarsi totalmente del business, vendendo anche la parte mantenuta. Il Corporate Spin Off, in ultimo, pur non realizzando a favore della parent alcun flusso di cassa, permette la separazione di unità aziendali che operano in contesti differenti tra loro e il cui sviluppo può essere ostacolato dal mantenimento nel portafoglio di business di unità così distanti tra loro; l'assegnazione delle azioni dell'azienda spin off agli azionisti della parent consente, comunque, di mantenere inalterata la compagine azionaria evitando l'ingresso di ulteriori azionisti esterni.

Tali considerazioni e l'analisi del *case study* Fiat suggeriscono che quello della scelta della exit strategy più appropriata sia un momento di fondamentale importanza per la riuscita dell'operazione di disinvestimento e per il conseguimento degli obiettivi strategici che il management si era posto e su cui aveva basata la realizzazione di tale operazione. Tale scelta, quindi, non deriva né solo dalla motivazione strategica fondamentale, né solo dalle condizioni aziendali, ma si basa su un'attenta analisi di questi aspetti e di considerazioni in merito a quella che il management vuole sia l'articolazione futura dell'azienda considerata.

Riflettendo su quanto realizzato dal gruppo Fiat dal 2010 ad oggi ci si rende facilmente conto di quanto tale considerazione sia condivisibile: l'esecuzione dell'operazione di Corporate Spin Off ha consentito alle due realtà derivanti dalla stessa di svilupparsi lungo un sentiero di crescita il quale non sarebbe stato raggiungibile qualora le due business unit fossero rimaste unite e l'operazione di Equity Carve Out consente a FCA, da un lato, di risolvere i problemi connessi all'elevato indebitamento del gruppo e, dall'altro, di finanziare ulteriori progetti di crescita, collocando tale operazione lungo il medesimo progetto strategico di sviluppo di cui anche il Corporate Spin Off e le operazioni di M&A successive erano parte.

Bibliografia

- Crum and Goldberg. (1998). *Restructuring and Managing the Enterprise in Transition*. Washington D.C.: The World Bank.
- Michaelis e Shaw. (1995). The Choice of Going Public; Spin Offs vs Carve Outs. *Financial Management Vol. 24(3)* , pp. 5-21.
- Afshar, Taffler e Sudarsanam. (1992). The effect of corporate divestments on shareholder wealth: the UK experience. *Journal of Banking and Finance Vol.16(1)* , pp. 115-136.
- Alchian. (1950, June). Uncertainty, Evolution, and Economic Theory. *The Journal of Political Economy Vol. 58 (3)* , pp. 211-221.
- Allen e McConnell. (1998). Equity carve-outs and managerial deception. *Journal of Finance Vol.53* , pp. 163-186.
- American divestment: Back to basics. (1981, May 2). *The economist* , p. 74.
- Aron. (1991). Using the capital market as a monitor: corporate spinoffs in an agency framework. *Rand Journal of Economics Vol. 22* , pp. 505-518.
- Asset redeployment, everything is for sale now. (1981, August 24). *Business Week* , pp. 68-74.
- Baccarini e Brunetti. (1997). Le scelte strategiche di disinvestimento. In *Economia e finanza aziendale. Scritti in onore di Edoardo Ardemani* (pp. 1-30). Milano: Giuffrè.
- Balogun. (2007). The Practice of organizational restructuring: From Design to Reality. *European Management Journal Vol.25(2)* , 81-91.
- Baroncelli. (1996). *La strategia di disinvestimento*. Milano: Masson S.p.A.
- Bates. (2005). Asset sales, investment opportunities, and the use of proceeds. *Journal of Finance Vol.60* , pp. 105-135.
- Berger e Ofek. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics, 37* , pp. 39-65.
- Bergh. (1995). Size and relatedness of units sold: an agency theory and resource-based perspective. *Strategic Management Journal, Vol. 16* , pp. 221-239.
- Berry. (2010). Why do firms divest? *Organization Science 21(2)* , pp. 380-396.
- Bertoli. (2000). *Crisi d'impresa, Ristrutturazione e Ritorno al Valore*. Milano: Giuffrè.
- Blanton, Perret and Taino. (2000). *Unlocking Hidden Value - Realizing Value through Spin-Offs, Carve-Outs, Split-Offs, and Tracking Stocks*. New York: Credit Suisse First Boston Corporation.

- Boone. (2003). The Interaction of Ownership, Governance, and Product Markets: Evidence from Equity Carve Outs. *Working Papers. University of Kansas* .
- Bowman and Singh. (1993). Corporate Restructuring: Reconfiguring the firm. *Strategic Management Journal Vol.14* , 5-14.
- Brandimarte, Fallon and McNish. (2001). Trading the Corporate Portfolio. *McKinsey on Finance* , pp. 1-5.
- Brauer and Wiersema. (2012). Industry divestiture waves: how a firm's position influences investor returns. *Academy of Management Journal, 55 (6)* , pp. 1472-1492.
- Brauer. (2009). Corporate and divisional manager involvement in divestitures—A contingent analysis. *British Journal of Management, 20* , pp. 341-362.
- Brauer. (2006). What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda. *Journal of Management, 32 (6)* , pp. 751-785.
- Brauer, Mammen and Luger. (2014, October 3). Sell-Offs and Firm Performance: A Matter of Experience? *Journal of Management* , pp. 1-29.
- Bruneel, Van de Velde and Clarysse. (2013). *Impact of the Type of Corporate Spin Off on Growth*. Baylor University.
- Buchholtz, Lubatkin e O'Neil. (1999). Seller Responsiveness to the Need to Divest. *Journal of Management, Vol. 25(5)* , pp. 633–652.
- Bucholtz, Lubatkin and O'Neil. (1999, October 1). Seller Responsiveness to the Need to Divest. *Journal of Management Vol.25(5)* , pp. 633-652.
- Byerly, Lamont and Keasler. (2003, May 15). Business Portfolio Restructuring, prior diversification posture and investors reaction. *Managerial and decision economics 24* , pp. 535-548.
- Cao and Madura. (2011). Determinants of the Method of Payment in Asset Sell Off transaction. *The Financial Review 46* , pp. 643-670.
- Caprio, Croci e Del Giudice. (2011). Ownership structure, family control and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance 17* , pp. 1636-1657.
- Capron, Mitchell e Swaminatham. (1999). Post-acquisition resource redeployment and asset divestiture: an evolutionary view.
- Capron, Mitchell e Swaminathan. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view. *Strategic Management Journal Vol.22* , pp. 817-844.
- Cenciarini. (1998). *Ristrutturazione e crescita. Le strategie adottate dalle imprese di successo*. Milano: Giuffrè.
- Chemmanur and Yan. (2004). A theory of corporate spin-offs. *Journal of Financial Economics, 27* , pp. 259-290.

Chemmanur e Liu. (2011). Institutional trading, information production, and the choice between spin-offs, carve-outs, and tracking stock issues. *Journal of Corporate Finance* Vol. 17 , pp. 62-82.

Chemmanur e Paeglis. (2001). Why Issue Tracking Stock? Insights From a Comparison With Spin-offs and Carve-outs. *Journal of Applied Corporate Finance* , pp. 101-115.

Codice Civile.

Comment and Jarrell . (1995). Corporate Focus and Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, 37 , pp. 67-87.

Costa. (2002). *Alcune considerazioni sui processi di Spin-Off*. Università di Lecce.

Covin and Miles. (1999). Corporate entrepreneurship and the pursuit of competitive advantage. *Entrepreneurship Theory and Practice* 23(3) , pp. 47-63.

Cremona, Monarca e Tarantino. (2010). *Manuale delle operazioni straordinarie*. Torino: Wolters Kluwer Italia Srl.

Daines e Klausner. (n.d.). Takeover defenses in spinoffs: agents protecting agents.

Dann e Deangelo. (1983). Standstill agreements. Privately negotiated stock repurchases and the market for the corporate control. *Journal of Financial Economics* , pp. 275-300.

Datta, Pinches e Narayanan. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta analysis. *Strategic Management Journal* Vol.13(1) , pp. 67-84.

De Pampphilis. (2007). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*. Los Angeles: Elsevier.

Delai, Mehrotra e Sivakumar. (1997). Corporate focus and value creation: Evidence from spinoffs. *Journal of Financial Economics* 45 , pp. 257-281.

Deloitte. (2013). *Divestiture Survey Report 2013*.

Desai e Jain. (1999). Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. *Journal of Financial Economics*, 54 , pp. 75-101.

Desai, Klock and Mansi. (2011). On the acquisition of equity carve-outs. *Journal of Banking and Finance*, 35 , pp. 3432-3449.

Dhalla and Yuspeh. (1976). Forget the product life cycle. *Harvard Business Review* Vol.54(1) .

Divestitures: A new business range. (1981, March). *Dun's Review* , pp. 111-114.

Dranikoff, Koller and Schneider . (2002). Divestiture: Strategy's missing link. *Harvard Business Review* 80(5) , p. 74.

Duhaime and Grant. (1984). Factors influencing divestment decision-making- Evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5 , pp. 301-318.

- Faccio and Masulis. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions, . *Journal of Finance* , pp. 1345–1388.
- Ferriani, Garnsey e Lorenzoni. (2012). Continuity and change in a spin-off venture: the process of reimprinting. *Industrial and Corporate Change Vol.21(4)* , pp. 1011-1048.
- Ferrini. (2005). *L'innovazione dei processi di business*. Milano: FrancoAngeli.
- Fiat Group. (2010). *Relazione degli Amministratori di Fiat S.p.A. in merito alla Scissione Parziale Proporzionale di Fiat S.p.A in favore di Fiat Industrial S.p.A.* . Torino.
- Fiorello. (2014). Perchè Ferrari sarà scorporata da Fiat. *Il post - Online* .
- Frank e Harden. (2001). Corporate Restructurings: A comparison of Equity Carve-Outs and Spin-Offs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(3) , pp. 503-529.
- Gilbert. (2006). Change in the presence of residual fit: can competing frames coexist? *Organization Science Vol.17(1)* , pp. 150-167.
- Gilmour. (1973). *The divestment decision process*. Harvard Business School.
- Gole and Hilger. (2008). Managing corporate divestiture transactions. *Journal of Accountancy*, 206 , pp. 48-51.
- Grant. (2011). *L'analisi strategica per le decisioni aziendali 4 ed.* Bologna: Il Mulino.
- Guatri e Vicari. (1994). *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*. Milano: Egea.
- Habib, Johnsen e Naik. (1997). Spinoffs and information. *Journal of Financial Intermediation Vol.6(2)* , pp. 153-176.
- Hamilton e Kong Chow. (1993). Why managers divest - evidence from New Zealand's largest companies. *Strategic Management Journal, Vol. 14* , pp. 479-484.
- Hill and Jones. (2012). *Essentials of Strategic Management*. Mason, USA: South Western .
- Hill and Jones. (1992, March). Stakeholder - Agency Theory. *Journal of Management Studies* 29(2) , pp. 131-154.
- Hite, Owers e Rogers. (1987). 'The market for interfirm asset sales, partial sell-offs and total liquidation. *Journal of Financial Economics Vol. 18* , pp. 229–252.
- Hitt, Hoskisson and Johnson. (1986). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of Management Journal*, 39 , pp. 1084-1119.
- Hoskisson, Johnson, and Moesel. (1994). Corporate divestiture intensity: Effects of governance, strategy, and performance. *Academy of Management Journal*, 37(5) , pp. 1207-1251.
- Hulburt. (n.d.). Equity Carve-Outs And Changes in Corporate Control. *The Journal of Applied Business Research*, 19(1) , pp. 29-41.

- Istat. (2013). *Rapporto annuale 2013. La situazione del Paese*. Roma.
- Jensen. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2 , pp. 323-329.
- Jensen and Meckling. (1976). Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 , pp. 305-360.
- John and Ofek. (1995). Asset sales and increase in focus. *Journal of Financial Economics*, 37 , pp. 105-126.
- John. (1993). Managing financial distress and valuing distressed securities: a survey and a research agenda. *Financial Management Vol.22* , pp. 60-78.
- Kaiser e Stouraitis. (1995). Value Creation Through Corporate Restructuring: European Divestitures. *European Management Journal Vol. 13 (2)* , pp. 164-179.
- Karakaya. (2000, August). Market Exit and Barriers to Exit: Theory and Practice. *Psychology & Marketing Vol 17(8)* , pp. 651-668.
- Kaul. (2011). Technology and corporate scope: firm and rival innovation as antecedents of corporate transaction. *Strategic Management Journal 33(4)* , pp. 347-367.
- Klein, Rosenfeld and Beranek. (1991). The two stages of an equity carve-out and the price response of parent and subsidiary stock. *Managerial and Decision Economic*, 12 , pp. 449-460.
- Koller, Goedhart, Wessels. (2007). *Valuation. Measuring and managing the value of companies*. New York: Wiley.
- Kotran, Katz and Khan. (2010). *Spin-offs*.
- Krishnaswami e Subramaniam . (1991). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin off decision. *Journal of Financial Economics Vol.53(1)* , pp. 73-112.
- Kuratko and Audretsh. (2009). Strategic entrepreneurship: exploring different perspectives of an emerging concept. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33 (1) , pp. 1-17.
- Lang, Larry, Poulsen e Stulz. (1995). Asset Sales, Firm Performance, and the Agency Costs of Managerial Discretion. *Journal of Financial Economics Vol. 37* , pp. 3-37.
- Lasfer, Sudarsanam e Taffler. (1996). Financial distress, asset sales and lender monitoring. *Financial Management Vol.25* , pp. 57-66.
- Lee e Lin. (2008). Corporate Sell Offs in the UK: of Proceeds, Financial Distress and Long run impact on Shareholder Wealth. *European Financial Management*, Vol. 14 (2) , pp. 222-242.
- Linn e Rozeff. (1989). *The Corporate Sell-Off*. Cambridge: Ballinger Publishing Co.
- Loh e Rathinasamy. (1997). The Impact of Antitakeover Devices on the Valuation Consequences of Voluntary Corporate Sell Off. *The Financial Review Vol.32 (3)* , pp. 691-708.

- Loh, Bezjak e Toms. (1995). Voluntary Corporate Divestitures as Antitakeover Mechanism. *The Financial Review Vol.30(1)* , pp. 41-60.
- MacKinnon. (2002). Asset sales and takeover threats. *The Quarterly Review of Economics and Finance Vol. 42* , pp. 765–777.
- Markides and Singh. (1997). Corporate Restructuring: A symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes? *European Management Journal, 15(3)* , pp. 213-219.
- Markides. (1992). Consequences of corporate refocusing: ex ante evidence. *Academy of Management Journal 35* , pp. 398-342.
- Marzo. (2012). *Teoria d'azienda e politiche finanziarie*. Milano: FrancoAngeli.
- Milgrom and Roberts. (2005). *Economia, organizzazione e management Vol.I*. Bologna: Il Mulino.
- Montgomery, Thomas and Kamath. (1984). Divestiture, Market Valuation and Strategy. *Academy of Management Journal Vol.27 N°4* , pp. 830-840.
- Montgomery, Thomas and Kamath. (1984). Divestiture, Market Valuation, and Strategy. *Academy of Management Journal Vol, 27 (4)* , pp. 830-840.
- Moro Visconti. *Cessione d'azienda*.
- Moschieri e Mair. (2011). Adapting for Innovation: Including Divestitures in the debate. *Long range planning Vol.44* , pp. 4-25.
- Mulherin and Boone. (2000). Comparing Acquisitions and Divestitures. *Journal of Corporate Finance n°6* , pp. 117-139.
- Nanda. (1991). On the good news in equity carve outs. *Journal of Finance Vol.46* , pp. 1717-1737.
- Nanda. (1991, December). On the Good News in Equity Carve-Outs. *The journal of Finance, VOL. XLVI, NO. 5* , pp. 1717 - 1737.
- Nanda. (1991). On the good news in equity carve-outs. *Journal of Finance 38* , pp. 155-191.
- Palepu. (1990). Consequences of LBOs. *Journal of Financial Economics 27* , pp. 247-262.
- Parrino. (1997). Spin-offs and wealth transfers: the Marriot case. *Journal of Financial Economics Vol.43* , pp. 241-274.
- Perotti e Rossetto. (2007). Unlocking value: equity carve outs as strategic real option. *Journal of Corporate Finance 13* , pp. 771-792.
- Peruffo. (2013). *Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico*. Milano: FrancoAngeli.
- Peruffo, Perri e Gentili . (2012). *Verso una “cultura” del disinvestimento: Efficienza, Superiorità e Conformità*.

- Peruffo, Pirolo e Nenni. (2014). Spin-off and Innovation in the Pharmaceutical Industry. *International Journal of Engineering Business Management* .
- Porter. (1976). Please note location of nearest exit: exit barriers and strategies and organizational planning. *California Management Review* (19) .
- Potito. (2011). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino: Giappichelli.
- Powers. (2001). *Spinoffs, Selloffs and Equity Carveouts: An Analysis of Divestiture Method Choice*. The Darla Moore School of Business, University of South Carolina.
- Praet. (2011). Voluntary firm restructuring: why do firms sell or liquidate their subsidiaries? *Annual Finance Vol.7* , pp. 449–476.
- PwC. (2012). *Corporate divestitures from strategy to execution. Four guiding principles to optimize value*. PwC's Deals practice.
- PwC. (2012). *Corporate exit strategies. Selecting the best strategy to generate value*.
- Reboa. (1996). *Le dimissioni di unità aziendali nei processi di ristrutturazione*. Milano: Giuffrè.
- Rosenfeld. (1984). Additional evidence on the relation between Divestiture announcement and shareholder wealth. *Journal of Finance Vol.39* , pp. 1437-1447.
- Rvenscraft e Schrer. (1984). Mergers, Sell-offs and economic efficiency. *Working paper. The Brookings Institution*.
- Scavuzzo. (2014). Marchionne valuta la Ferrari 12 miliardi di euro, ma gli analisti dissentono. *Motorionline* .
- Schipper e Smith. (1986). A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: share price effects and corporate restructuring. *Journal of Financial Economics Vol.15* , pp. 153-186.
- Schönhaar, Nippa and Pidun. (2014). *From patchwork to theory development: mapping and advancing research about business portfolio restructuring*. Vienna: Springer.
- Slovin, Sushka e Ferraro. (1995). A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs and asset sell-offs. *Journal of Financial Economics Vol.37* , pp. 89-104.
- Stefania Veltri. (2012). *Performance aziendale e performance del capitale intellettuale. Analisi dei fattori di moderazione*. FrancoAngeli.
- Steiner. (1997). The corporate sell off decision of diversified firms. *The Journal of Financial Research, 20(2)* , pp. 231-241.
- Tehrani, Travlos e Waegelain . (1987). The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns. *The Journal of Finance, Vol. 42 (4)* , pp. 933-942.

- Vanetti e Salerno. (2012). *Conferimento d'azienda e scissione delle società*. Torino: Giappichelli.
- Veld e Veld-Merkoulova. (2004). Do spin-offs really create value? The European Case. *Journal of Banking & Finance Vol.28* , pp. 1111-1135.
- Vergara. (1988). *Disfunzioni e crisi d'impresa*. Milano: Giuffrè.
- Vijh. (2002). The positive announcement-period returns of equity carve-outs: asymmetric information or divestiture gains? *Journal of Business Vol.75* , pp. 153-191.
- Von Roger Rudisuli. (2005). *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*. Bamberg.
- Wachtell, Lipton, Rosen & Katz. (2013). *Spin-Off Guide*.
- Weston. (2013). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance, 3 ed.* USA: Pearson Higher.
- Weston, Siu and Johnson. (2001). *Takeovers, Restructuring & Corporate Governance*. New Jersey: Prentice Hall .
- Zahra. (1996). Technology strategy and new venture performance: a study of corporate sponsored and independent biotechnology ventures. *Journal of Business Venturing, 11* , pp. 289-321.