

*Dipartimento di  
Economia e Management*

*Cattedra di  
Strategia d'impresa*

L'evoluzione della natura del disinvestimento:  
da strumento di correzione a fonte per la  
creazione di valore

RELATORE

Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO

Ashkan Azarbarzin

Mat. 660971

CORRELATORE

Prof. Franco Fontana

ANNO ACCADEMICO 2014/2015



## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>6</b>
<b>CAP 1 EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA</b>	<b>9</b>
1.1 DIVERSIFICAZIONE O RE-FOCUSING	9
1.2 IL DISINVESTIMENTO COME FONTE DI VANTAGGIO COMPETITIVO	21
<b>CAP 2 DETERMINANTI DEL DISINVESTIMENTO E CREAZIONE DI VALORE</b>	<b>32</b>
2.1 I FATTORI TRADIZIONALI CHE INFLUENZANO IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO	32
2.2 L'AMBIENTE DI RIFERIMENTO IN CUI SI MUOVE L'IMPRESA	42
2.2.1 L'INFLUENZA DELLE ISTITUZIONI NELLE SCELTE AZIENDALI	42
2.2.2 SCELTA PROATTIVA O SCELTA REATTIVA	52
2.3 CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI	54
<b>CAP 3 METODOLOGIA DEL DISINVESTIMENTO: CONFRONTO USA-ITALIA</b>	<b>61</b>
3.1 USA: DEFINIZIONE E PROCEDIMENTO	63
3.1.1 CORPORATE SELL-OFF	63
3.1.2 CORPORATE SPIN-OFF	66
3.1.3 EQUITY CARVE OUT	69
3.2 ITALIA: DISCIPLINA DEL CODICE CIVILE	74
3.2.1 SCISSIONE	74
3.2.2 CONFERIMENTO	77
3.2.3 CESSIONE DI UN RAMO D'AZIENDA	80
<b>CAP 4 BARRIERE AL DISINVESTIMENTO</b>	<b>86</b>
4.1 BARRIERE STRUTTURALI O ECONOMICHE	87
4.2 BARRIERE STRATEGICHE	91

4.3 BARRIERE MANAGERIALI	94
4.3.1 RISOLUZIONE DEI PROBLEMI DI AGENZIA ATTRAVERSO IL DISINVESTIMENTO	97
<b>CAP 5 VALUTAZIONE FINANZIARIA DELLA STRATEGIA DI DISINVESTIMENTO</b>	<b>102</b>
5.1 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN SELL-OFF	105
5.2 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UNO SPIN-OFF	111
5.2 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN EQUITY CARVE OUT	113
<b>CAP 6 VALUTAZIONE DEI TITOLI AZIONARI DURANTE L'ANNUNCIO DI DISINVESTIMENTO</b>	<b>117</b>
6.1 DATA E METODOLOGIA	118
6.2 RISULTATI E DISCUSSIONE	127
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>133</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>136</b>



## INTRODUZIONE

L'idea alla base della scelta del disinvestimento come tema per l'elaborato finale si è costruita attorno alla considerazione positiva mostrata dal Prof. Enzo Peruffo durante la trattazione dell'argomento in aula. Precisamente, nella medesima slide in cui si illustravano le *corporate strategy* di espansione verticale, orizzontale e geografica un'ulteriore freccia indicava il disinvestimento come possibile opzione di crescita sostenibile, fonte per il raggiungimento di un vantaggio competitivo e per la creazione di valore.

Il lavoro si divide in 5 capitoli più uno dedicato alla ricerca. Ho evitato di costruire sintetici paragrafi e sotto paragrafi per ogni sezione, cercando di muovermi su macro argomenti senza porre numerose interruzioni. Ogni capitolo ed ogni paragrafo rispettano una struttura prestabilita in partenza e modificata secondo le esigenze contemporanee che sorgevano durante la stesura. L'elaborato può essere sezionato in tre grandi dimensioni: nella prima è stato analizzato il fenomeno dal punto di vista storico e sulla base della letteratura manageriale a disposizione, nella parte centrale ho fatto riferimento ad una manualistica delle operazioni di *divestiture* mentre, nella fase conclusiva ho dedicato attenzione prima alla dinamica ed alla misurazione del valore tramite valutazione finanziaria ed infine, con l'analisi di 10 casi studio mi è stato possibile confrontare quanto detto in precedenza con i risultati della ricerca.

La tesi ha individuato 4 fattori razionali di spinta che interagiscono direttamente con le operazioni di disinvestimento, influenzando il modello e determinando risultati non sempre eterogenei tra loro. In ordine di esposizione il fenomeno è stato approfondito sulla base della teoria dei costi di transazione in riferimento all'efficienza nella gestione aziendale. In seconda e terza battuta mi sono soffermato sulla *Resource Based View* e sull'*Institution Based View*. In ultimo, ma non in ordine di importanza la teoria dell'agenzia ha accompagnato l'intera analisi delle operazioni di ristrutturazione aziendale.

Il primo capitolo è stato dedicato all'evoluzione storica del disinvestimento, enfatizzando il passaggio da strumento per la raccolta di fondi a oggetto di pianificazione strategica di lungo periodo. Il capitolo ha altresì analizzato il mutamento da strategie che vedevano nella diversificazione l'unico modello di crescita verso strumenti che consentono il ritorno attorno alle attività *core*,

mediante i processi di *re-focusing*. I temi centrali della prima sezione riguardano il disinvestimento come competenza distintiva che si sviluppa attorno alla capacità di rimodulare le risorse a disposizione e disinvestimento come mezzo per il raggiungimento di un vantaggio competitivo disponibile.

Il capitolo secondo è suddiviso in 3 paragrafi e mira a ricercare quali sono e determinanti delle disinvestimento per poi passare agli obiettivi che vengono predisposti dal management e la loro misurazione in termini di risultati. La prima sezione suddivide le determinanti di natura strategica da quelle di natura finanziaria, proponendo un'analisi ricercata dell'argomento. Nel paragrafo successivo mi sono soffermato sui fattori di natura istituzionale che incidono sul fenomeno oggetto di studio, attraverso la lente di ingrandimento della *Institution-based view* e del neo-istituzionalismo. Nel medesimo paragrafo ho tentato di dare una risposta relativa alla natura del disinvestimento, tra scelta proattiva e scelta reattiva. Infine il capitolo si conclude con l'illustrazione della *shareholder value* e del metodo del valore azionario come misurazione per la creazione di valore attraverso il disinvestimento.

La parte centrale dell'elaborato può essere considerata la più teorica in quanto, nel capitolo 3 vengono descritte le metodologie pratiche che riguardano il processo e l'implementazione delle operazioni di disinvestimento. L'analisi è incentrata sul confronto USA e Italia che presentano ognuna 3 principali metodologie finalizzate ad operazioni di corporate restructuring: *sell-off*, *spin-off* ed *equity carve-out* per gli Stati Uniti; cessione di un ramo aziendale, scissione e conferimento con successiva IPO per la legislazione italiana.

Il quarto capitolo segue l'impostazione proposta da Porter nel 1976, quando per primo introdusse il concetto di barriere all'uscita. I tre paragrafi tentano di approfondire il concetto di barriere strutturali o economiche, barriere strategiche e barriere manageriali, quali ostacolo al disinvestimento. Nell'ambito di quest'ultime ho impostato l'analisi della teoria dell'agenzia in relazione alle operazioni di disinvestimento. I problemi di agenzia sono sicuramente il razionale maggiormente interessato dalla letteratura economica e manageriale nella spiegazione del fenomeno del disinvestimento. Il lavoro si basa sull'approfondimento di 3 tematiche principali inerenti al rapporto agenzia e disinvestimento: diversificazione o *re-focusing*, modalità di disinvestimento e allocazione dei flussi di cassa generati dall'operazione.

Prima della ricerca conclusiva è stato doveroso inserire un capitolo riguardante la valutazione finanziaria del disinvestimento, data l'importanza che ricopre tale funzione nel supportare le scelte strategiche del management. L'impostazione suggerita segue la distinzione delle tre principali metodologie esaminate nel terzo capitolo. All'interno di ogni paragrafo è stato scelto di approfondire uno specifico criterio valutativo mentre l'introduzione è stata dedicata alla *Sum of Part Valuation* come metodo maggiormente significativo nell'analisi delle operazioni di *restructuring*.

Infine l'ultimo capitolo è stato dedicato alla ricerca. Sono stati analizzate le variazioni di 10 titoli azionari attorno alla data di annuncio di operazioni correlate al disinvestimento. La base di ricerca mira a proporre il disinvestimento come scelta strategica consapevole, atta a creare valore per l'impresa attraverso piani di lungo periodo che si manifestano in maniera ciclica durante la vita aziendale. L'analisi si basa su 10 casi studio, approfonditi secondo le determinanti e gli obiettivi che in maniera più o meno direttamente si manifestavano. Il metodo di valutazione scelto è l'*event study*, in grado di apprezzare la risposta positiva fornita dai mercati finanziari in relazione al disinvestimento e capace di misurare in termini percentuali la valorizzazione dell'operazione.

## CAPITOLO 1

### EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA

#### 1.1 DIVERSIFICAZIONE O RE-FOCUSING

Il termine disinvestimento ha subito nel corso degli anni una profonda evoluzione, inteso da prima come un mezzo per ritornare sui propri passi posto a correzione di errori commessi negli anni precedenti da parte del management, a oggi che, seppur al termine è ancora associata una visione negativa, può essere definito in un'ottica di scelta strategica consapevole, volontaria e proattiva, finalizzata alla creazione di valore.

In prima istanza, è opportuno inquadrare l'oggetto di studio nelle operazioni di *corporate restructuring*, precisamente, seguendo l'impostazione proposta da Brauer (2006), il disinvestimento rientra nell'ambito delle ristrutturazioni di portafoglio. Condizione dell'operazione è l'impresa diversificata che ridefinisce il proprio perimetro aziendale. Le principali modalità di disinvestimento sono il sell-off, lo spin-off e l'equity carve-out. Nel primo caso si tratta della vendita di una o più attività dell'impresa madre mentre lo spin-off prevede la creazione di una nuova società indipendente, separando parzialmente o completamente le attività della *parent* e consegnando le azioni della nuova società agli azionisti della precedente. L'ultima modalità si differenzia dallo spin-off in quanto le azioni della nuova società vengono in parte collocate nel mercato mediante un'offerta pubblica. Il terzo capitolo si occuperà di approfondire ed analizzare in maniera dettagliata i meccanismi ricorrenti delle diverse modalità proposte.

Il processo di ristrutturazione aziendale può essere avviato in due situazioni ben distinte. Nel primo caso si tratta di ristrutturazioni giudiziarie e non volontarie, motivate da situazioni temporanee o permanenti di crisi aziendale, il secondo, si esplica all'interno del processo continuo che coinvolge la stessa natura dell'impresa, finalizzato alla creazione del valore e al miglioramento della posizione competitiva della stessa. Il lavoro prenderà in esame questa seconda ipotesi, includendo il disinvestimento nelle operazioni di *corporate restructuring*, intese come mezzo di gestione delle imprese.

Il disinvestimento può riguardare l'abbandono di un'area geografica, un particolare business o una combinazione dei due, inoltre può essere riferito ad una determinata attività o asset disposti lungo la catena del valore di Porter (1985).

In questo primo capitolo ricorremo ad alcuni grafici in grado di collocare il fenomeno nella sua evoluzione storica, confrontando tale tipo di operazione in relazione alle operazioni di *Mergers and Acquisitions*, seguendo le attività di *corporate restructuring* dagli anni 1960/70 fino al 2014, evidenziando le principali dimensioni e le mutate caratteristiche del disinvestimento in relazione al proprio sviluppo, sottolineando il rapporto intercorrente tra le ristrutturazioni aziendali e il rinnovato interesse verso il core business aziendale.

L'anno da prendere in considerazione per l'approfondimento di tale disciplina è senza dubbio il 1980. Infatti è in tale contesto che le imprese (principalmente statunitensi e anglosassoni) hanno iniziato a modificare il proprio portafoglio di attività ricorrendo al disinvestimento e avviato un processo di *re-focusing* verso la propria o le proprie attività core. Cosa è successo negli anni '60 e '70 che ha portato le imprese ad una diversificazione eccessiva e quali le spinte che hanno incentivato i loro manager ad optare per una strategia di *diversifying acquisitions*? Markides C.C. (1995) individua quattro fattori che hanno influenzato le imprese a diversificare oltre il "livello ottimale". Il primo si riferisce alla volontà di accrescere l'utilità individuale del manager, che spinge ad investire per l'acquisizione di altre attività, anche non correlate a quella dell'impresa madre, a discapito della massimizzazione del valore per gli azionisti. La seconda motivazione è la risposta positiva che il mercato offriva in relazione alle recenti acquisizioni. Attraverso una valutazione ex-post e di lungo periodo è possibile evidenziare come "*The fact that the market thought that conglomerates were a good idea does not mean that they were*"<sup>1</sup>. Il terzo fattore è il mutamento esterno intervenuto nell'evoluzione dei prodotti e processi, oltre al mercato dei capitali che ha notevolmente ridotto i benefici della diversificazione e aumentato i costi. In ultimo si propone la divergenza di aspettative tra il management e gli *shareholder*. L'ambizione, la spregiudicatezza e la superbia della classe dirigenziale ha portato le imprese ad essere dei veri e propri colossi industriali incapaci di essere gestiti e poco profittevoli, soprattutto in relazione al potenziale

---

<sup>1</sup> Shleifer A. and Vishny R.W. (1991) "Takeovers in '60s and the 80s:evidence and implications" Strategic Management Journal, Winter Special Issues,12: 51-59

delle singole unità/business, se portate al di fuori del sistema integrato di cui facevano parte.

In questa sezione è utile approfondire l'argomento della dimensione d'impresa ed analizzare il trade-off tra diversificazione e focalizzazione.

“La strategia di diversificazione ha l'obiettivo di sviluppare la presenza competitiva dell'impresa in una molteplicità di settori non necessariamente correlati, delineando le condizioni organizzative e operative utili a tal fine. Un'impresa diversificata realizza quindi una quota significativa del proprio volume d'affari in settori diversi da quello di origine, o comunque considerato come non principale.”<sup>2</sup> La principale distinzione riguarda il grado di intensità: diversificazione correlata, l'impresa diversifica in aree di business connesse in relazione a fattori di rilievo strategico ed economico e diversificazione conglomerale, l'impresa si espande in settori privi di connessione strategica rispetto alle aree già di pertinenza.

Le spinte propulsive a favore della diversificazione sono: la mancanza di opportunità di crescita nel settore di origine, lo sfruttamento di risorse e competenze eccellenti al di fuori del settore di origine, l'utilizzazione della capacità in eccesso e la ricerca di nuove opportunità, lo sfruttamento delle economie di scopo, lo sviluppo di un mercato interno, la riduzione del rischio, l'aumento del potere di mercato dell'impresa e/o superamento di una situazione di crisi (Fontana e Caroli, 2009).

In questo lavoro, intendiamo una strategia di *re-focusing* l'abbandono o la riqualificazione, attraverso diverse modalità, di asset, attività e/o mercati a favore di una maggiore attenzione e sviluppo dei core business dell'impresa. Questa strategia consente di indirizzare gli sforzi economici e strategici verso un numero minore di attività e favorisce la specializzazione.

Nel 1996 il presidente di AT&T annunciò il suo piano di scissione tra Lucent e NCR rilasciando la seguente dichiarazione: “Tre imprese indipendenti saranno in grado di inseguire la miriade di opportunità che si manifestano nei settori di riferimento più velocemente di quanto potrebbero fare come parti di una società molto più grande. Le tre nuove imprese (...) saranno libere di perseguire i migliori interessi dei loro clienti senza intralciarsi a vicenda nel mercato. Esse sono state

---

<sup>2</sup> Fontana F. e Caroli M. (2009) “Economia e gestione delle imprese” McGraw-hill, Terza ed. p.138

concepito per operare in modo tempestivo e mirato, con una struttura finanziaria adeguata ai loro settori specifici.”<sup>3</sup>

Il nostro interesse si concentra, in questo primo capitolo, nella relazione tra i costi e i benefici del mercato interno dei capitali e la flessibilità del mercato esterno.

Coase (1937) suggerisce che il confine dell’impresa dovrebbe spingersi al punto in cui “*The cost of organizing an extra transaction within the firm become equal to the cost of carrying out the same transaction by means of an exchange in the open market or the costs of organizing in another firm*”.

Durante il periodo 1960-1970 l’impresa conglomerata consentiva una maggiore efficienza, grazie alla creazione ed un uso proficuo di un mercato di capitali interno, correlato da un’allocazione ottimale delle risorse interne. Nel decennio successivo i costi associati al controllo dell’impresa diversificata si sono moltiplicati, mentre il mercato esterno ha raggiunto un’efficienza che rendeva più profittevoli le transazioni al di fuori dell’impresa.

Il grafico successivo illustra chiaramente come il livello di diversificazione subisca, ad un certo punto, un’incidenza maggiore dei costi marginali rispetto ai benefici marginali collegati ad un’ulteriore crescita dimensionale, peggiorando così la *performance* aziendale.

**Grafico 1.1 – Livello ottimale di diversificazione e performance aziendali**

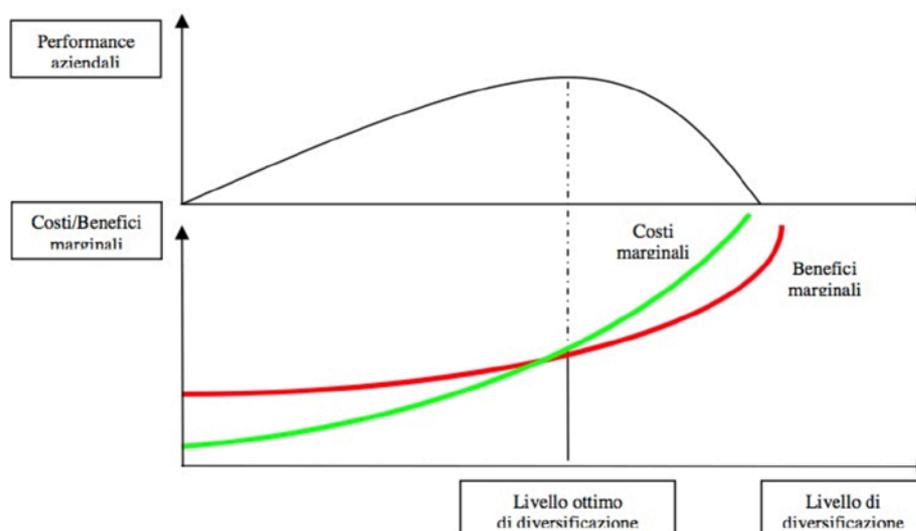


Fig. 2 Livello ottimale di diversificazione. Collins D.J. and Montgomery C.A. (2007) “Corporate strategy” McGraw-Hill, p. 166

<sup>3</sup> Brealy R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S. (2011) “Principi di finanza aziendale” McGraw-Hill, Sesta ed. p.808

Come accennato in precedenza, a partire dagli anni '80 il disinvestimento ha assunto sempre maggior rilievo, soprattutto per le imprese statunitensi e anglosassoni, che hanno trovato nell'esercizio di una delle operazioni di *corporate restructuring* una via d'uscita per potersi rifocalizzare sul *core business* e rendere maggior profittevole l'unità disinvestita e appropriarsi, in parte, del guadagno derivante dal disinvestimento, in maniera indiretta o diretta a seconda della modalità scelta. Nel periodo che intercorre tra il 1981 e il 1987 il 50% delle imprese presenti nella lista stilata dalla rivista *Fortune* ha percorso una strategia di rifocalizzazione (1% nel 1960 e 20% nel 1970)<sup>4</sup>, con l'intento di migliorare la performance economica, finanziaria ed operativa.

Matusaka and Nanda (2002) individuano il *diversification premium* come:

$$\Delta = V_m - V_s$$

Quando la differenza tra il valore dell'impresa multi-divisionale (M-form) e il valore dei singoli business risulta positiva, l'impresa diversificata è in linea con la prospettiva degli *shareholder* e si persegue questa strategia. Seguendo la logica dei due autori il premio da diversificazione è una funzione continua delle risorse interne ( $w$ ), con le presenti proprietà: è una relazione non monotona e quando le risorse sono scarse il premio dovuto alla diversificazione risulta pari a 0, aumenta quando le risorse sono ad un livello intermedio e diventa negativo nel caso in cui le risorse sono abbondanti e siamo in presenza di problemi di agenzia (per un maggior approfondimento dell'argomento si dovrà attendere il capitolo 3). Con un problema di agenzia, il mercato interno dei capitali presenta dei costi in quanto l'opzione è esercitata dal management, guidato spesso dal desiderio per gli investimenti piuttosto che dall'obiettivo della creazione di valore.

Seguendo il lavoro di Matusaka and Nanda (2002) notiamo come la proposizione 2, "*The diversification premium is nondecreasing in the transaction cost of external finance except when the amount of internal resources falls in a particular (narrow) range...*", sia, anche a detta degli autori, un valido supporto al processo di *re-focusing* iniziato nel 1980, dettato da una maggiore efficienza dei mercati esterni di capitale. Bhidé nel 1990 afferma "*It is primarily the increasing sophistication of capital markets that has eroded the advantages of the*

---

<sup>4</sup> Markides C.C. (1993) "Corporate refocusing" *Business Strategy Review*, 4(1): 1-15

*conglomerate form, making the diversified corporation a much less valuable institution than it once may have been”.*

L'effetto di una diversificazione esasperata sul valore dell'impresa viene esaminata anche da altri autori. Berger e Ofek (1995) individuano una perdita media, associata alla diversificazione, tra il 13% e il 15% durante il periodo che va dal 1986 e il 1991, confrontando il valore dell'impresa *stand-alone* e il valore dei singoli segmenti di business. Dai risultati della loro ricerca si evidenzia come l'impresa risulta essere meno profittevole rispetto alle singole divisioni. Gli investimenti eccessivi sono associati al minor valore dell'impresa diversificata e causa della perdita di valore. Altro elemento nocivo alla redditività dell'impresa è la continua sovvenzione dei segmenti meno profittevoli. I potenziali benefici derivanti dalla diversificazione sono una maggiore protezione fiscale sugli interessi, data dalla maggiore capacità di indebitamento e la capacità delle imprese multi-segmento di realizzare risparmi fiscali compensando i profitti tra i vari segmenti. La ricerca dimostra che l'impatto di tali benefici risulta essere dello 0,1% delle vendite, di molto inferiore rispetto alla perdita di valore dettata da una strategia di diversificazione.

Dopo aver parlato del premio da diversificazione, sono obbligato a menzionare il cosiddetto sconto da diversificazione (*diversification discount*). In presenza di questo fenomeno il valore dell'impresa conglomerata risulta essere inferiore rispetto a quella mono-business. È una tendenza del mercato azionario che sottovaluta lo stock dei business conglomerati. Viene calcolato sommando la stima del valore intrinseco di ciascuna sussidiaria considerata indipendente dalla casa madre e sottraendo a quel valore la capitalizzazione di mercato dell'impresa conglomerata. Risulta essere un'inefficienza del mercato e consente nelle operazioni di M&A l'acquisto di titoli sottovalutati rispetto ai valori potenziali.

Di seguito il grafico propone lo sconto da diversificazione, in media, intervenuto tra il 1978 e il 1990.

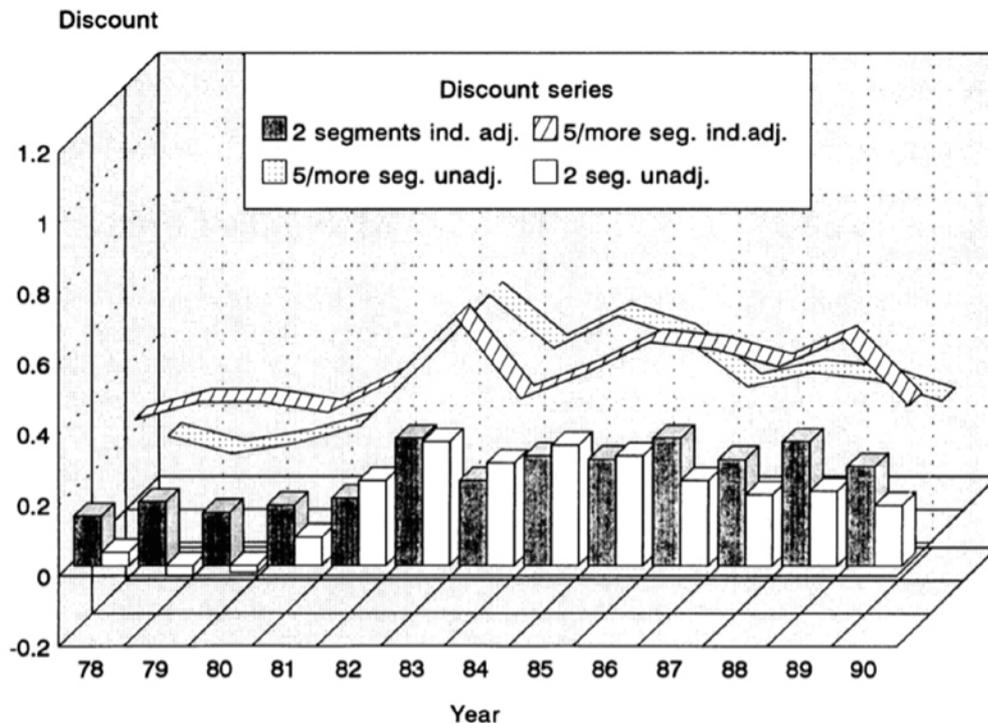


Fig.1 Discount for Diversification, Lang and Stulz (1994).

In questa figura l'unità di misura utilizzata è la mediana. Vengono mostrate 2 serie. Nella prima si evidenzia la differenza tra la mediana  $q^5$  delle imprese operanti in un segmento e quelle operanti in due segmenti, nella seconda serie risulta la differenza tra la mediana  $q$  dell'impresa specializzata in un segmento e la mediana  $q$  di imprese impegnate in cinque o più segmenti di mercato.

Alla base della sottovalutazione del valore dell'impresa vi possono essere giustificazioni che incidono sulla capacità dell'azionista di ricreare un portafoglio finanziario con minori costi di transazione rispetto ai business occupati dall'impresa, costruiti secondo la medesima logica finanziaria. Inoltre la diversificazione risulta essere maggiormente efficiente quando guidata dalla ricerca e valorizzazione delle interrelazioni tangibili o meno tra i diversi business,

<sup>5</sup> Nel lavoro di Lang e Stulz il parametro di riferimento per misurare la performance delle imprese conglomerate e le singole unità è la  $q$  di Tobin. La variabile  $q$  viene definita come il rapporto tra il valore di mercato di un'impresa e il costo di rimpiazzo del suo stock di capitale. Tale valore è il costo che l'impresa dovrebbe sostenere per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti ai prezzi di mercato correnti. La teoria della  $q$  di Tobin afferma che, il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa sia in grado di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa.

Tale teoria permette dunque di capire se un'impresa debba effettuare degli investimenti (per aumentare il proprio stock di capitale) o debba invece disinvestire (per ridurre il proprio stock di capitale).

una diversificazione conglomerale riduce drasticamente questa possibilità. Infine si possono creare meccanismi di occultamento delle performance negative di alcune divisioni dovuti alla minor trasparenza delle operazioni nelle imprese conglomerate.

Dopo aver analizzato i motivi intervenuti nel processo di disinvestimento dopo il 1980 è necessario richiamare l'oggetto dell'operazione. Quali sono le divisioni e i business che hanno subito un processo di *corporate restructuring*? Hoskisson et al (1994) formulano un modello teorico di 15 ipotesi che incidono direttamente o meno sul livello e l'intensità del disinvestimento, testandole in un campione di 203 imprese in un periodo che intercorre tra il 1985 e il 1990. Ai fini del nostro oggetto di studio, in questo capitolo, richiamiamo solo l'ipotesi numero 5: "*A firm's level of relative product diversification is positively related to its divestment intensity*". La ricerca ha confermato la previsione secondo la quale le imprese che presentano un'elevata diversificazione di prodotti sono più propense a disinvestire. Il risultato finale della ricerca, inoltre, dimostra come questa ipotesi sia la causa principale di un alto livello di disinvestimento. Infatti, anche grazie all'ipotesi numero 10 secondo la quale una maggiore diversificazione di prodotto penalizza la performance dell'impresa, possiamo sostenere come l'impresa conglomerata abbia travalicato i confini di azione e si sia esposta alle inefficienze dovute alla propria dimensione. Successivamente, un intervento posto a correzione delle scelte precedenti, è stato proposto dai manager che hanno preferito dedicare la loro attenzione e i propri sforzi verso il core-business della compagnia, ridimensionando il portafoglio della struttura.

Passando all'analisi dell'ultimo decennio del secolo scorso, fino al biennio 2013/2014 riscontriamo un andamento delle operazioni di disinvestimento a "ondate", in risposta ai mutamenti ed incentivi provenienti da fattori esterni. Gli anni di maggior concentrazione sono a cavallo tra il 1999 e il 2000 e negli anni della "grande recessione" (2007-2008).

Il primo aspetto da evidenziare è la relazione tra le operazioni di M&A e il disinvestimento. Nel periodo 1990-1999 il 40% di tutte le transazioni era rappresentato da *divestitures* (cessione di una divisione, di una business unit o

sussidiaria, offerte al mercato attraverso differenti modalità). La percentuale è aumentata fino al 48% nel 2013.<sup>6</sup>

Se includiamo anche le operazioni di *divestment*, vendita parziale o totale, o cessione di beni materiali o riduzione della forza lavoro, dall'elaborazione del database Thomson One Banker la percentuale dei disinvestimenti sul totale delle operazioni di M&A supera il 50% già nel 2010 e continua il suo incremento nei 2 anni successivi.

La distinzione menzionata precedentemente non è solo formale ma assume un ruolo sostanziale. I sell-off, spin-off ed equity carve-out sono le modalità attraverso le quali si esplica un'operazione di *divestiture*.

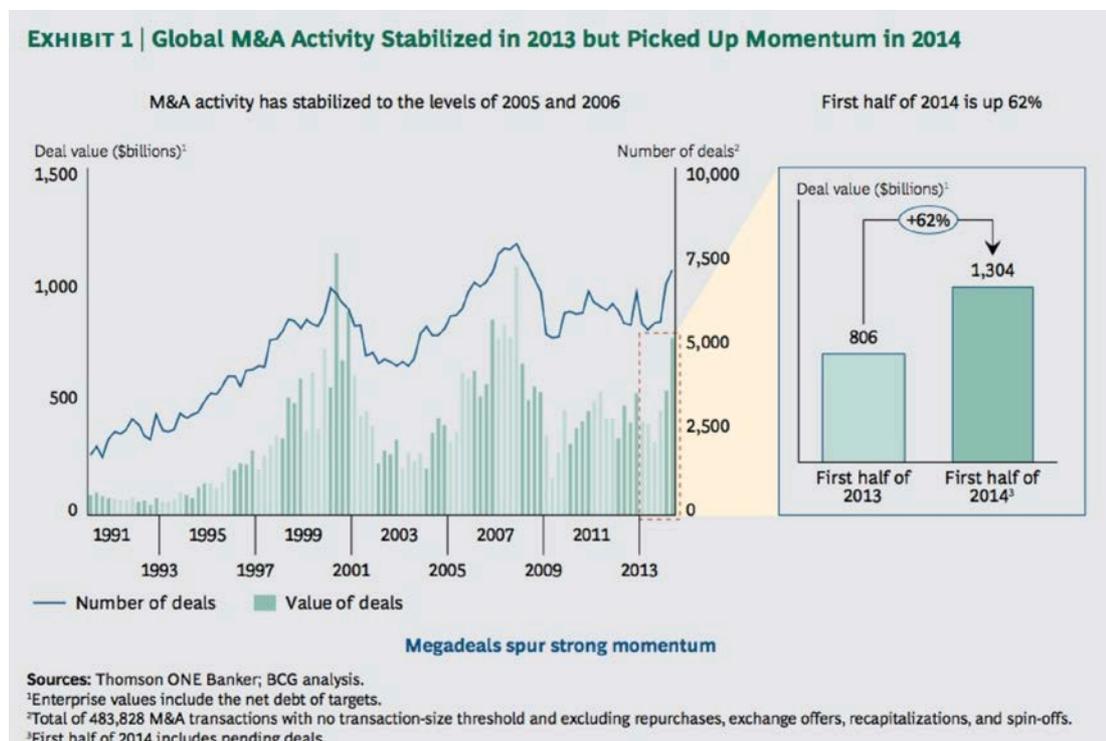


Fig. 3 Global M&A activity. Elaborazione Thomson One Banker, BCG analysis, (2014).

È interessante evidenziare come, dopo un andamento stazionario tra il 2009 e il 2013, all'inizio del 2014 (i dati sono aggiornati alla prima metà dell'anno) il valore, espresso in milioni, delle transazioni, sia aumentato del 62% rispetto ai sei mesi dell'anno precedente. I fattori individuati dalla società di consulenza che spingono tale miglioramento sono molteplici. Alcuni di questi sono il continuo

<sup>6</sup> Don't miss the exit. Creating shareholder value through divestitures. (Boston Consulting Group, September 2014)

basso tasso di interesse sui prestiti, l'ampia capacità di accesso al capitale, una condizione di incertezza economica meno pronunciata, un elevato interesse verso le operazioni di M&A e le migliori capacità finanziarie delle società e dei fondi di private-equity.

Focalizzando la nostra attenzione sui disinvestimenti e creando una suddivisione per area geografica, possiamo evidenziare l'andamento ad "ondate" che segue questa particolare operazione di *corporate restructuring*.

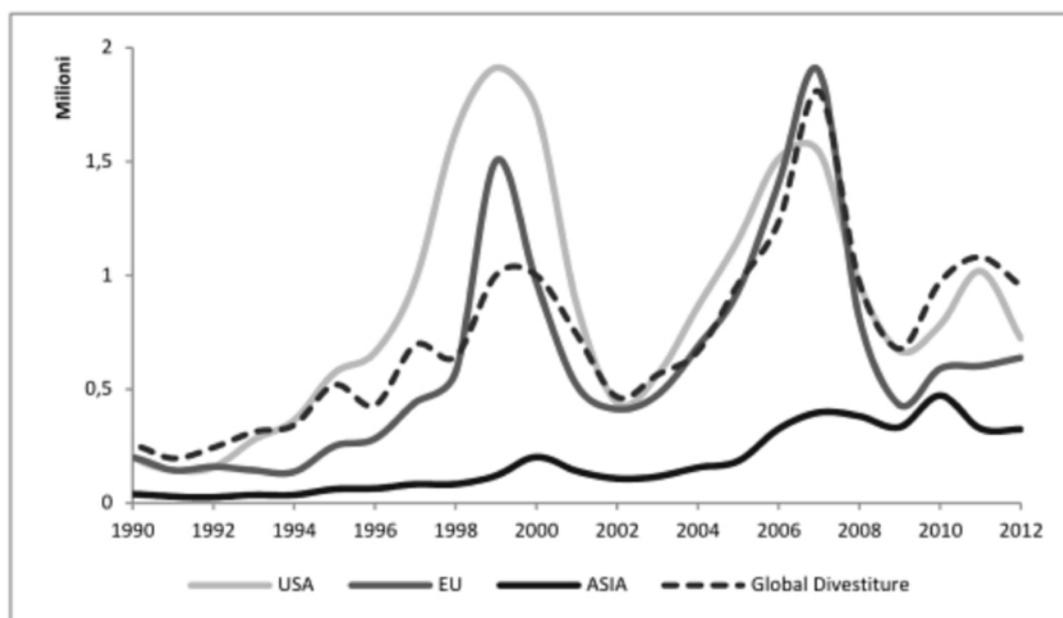


Fig. 4 Trend disinvestimento. Elaborazione Thomson One Banker. Peruffo (2014).

Quello che risulta evidente è il caso dell'Asia. I valori risultano fortemente ridimensionati anche se si può notare un profilo in costante aumento, avvicinandosi tra il 2009 e il 2010 all'Europa (anni successi all'inizio della crisi economica del 2007). In effetti, le imprese diversificate che non ricorrono al disinvestimento, dovrebbero essere maggiormente presenti in economie dove i mercati risultano parzialmente chiusi. Seguendo la logica dei costi di transazione ed individuata la scelta tra la creazione di un mercato interno e la possibilità di ricorrere a quello esterno come possibile spartiacque tra la scelta di espandersi raggiungendo una dimensione conglomerale, o disinvestire asset o business per perseguire una strategia di re-focusing, è intuitivo il ruolo dell'economia post-comunista come fattore di incentivo verso la creazione di un mercato interno all'impresa rispetto a quello esterno maggiormente controllato, chiuso e

difficilmente accessibile. È tuttavia noto come la crescita dei mercati, in continua evoluzione soprattutto nei paesi asiatici possa ben presto condizionare ed incentivare le imprese mediorientali ad assumere un comportamento in linea con il trend dell'economia occidentale.

Le grandi compagnie disinvestono per adattare il proprio portafoglio all'evoluzione del comportamento del mercato. Le tre maggiori forze trainanti che guidano una tale decisione, individuate dal rapporto della Boston Consulting Group (2014), si legano a quanto previsto dalla letteratura economico e manageriale degli anni '90. Al primo posto vi è una maggiore attenzione ed un ritorno verso il/i core business. La capacità di generare cassa e migliorare la performance operativa sono le successive determinanti.

Il CEO (Chief Executive Officer) deve decidere, in prima istanza, dove riporre la propria attenzione e dove investire i soldi della compagnia. Le domande principali che precedono la decisione di disinvestire sono: il business considerato genera sufficienti ricavi o potrebbe migliorare la propria performance se incluso nelle attività di qualcun altro e, può la casa madre distribuire tempo e denaro in maniera migliore verso le altre proprie attività? Spesso la risposta affermativa risulta chiara, soprattutto in relazione all'effetto dovuto allo sconto da diversificazione.

Una volta stabilizzata l'economia, negli anni successivi alla grande recessione, il profilo del disinvestimento è mutato. Le ragioni della sua evoluzione sono rinvenibili nella diversa configurazione delle determinanti che lo hanno guidato nel biennio 2008-2009 rispetto alla ripresa iniziata nel 2013 e seguita in maniera ancora più evidente nella prima metà del 2014. Da ancora di salvezza il disinvestimento ha assunto successivamente il ruolo all'interno di una pianificazione di lungo termine, motivato da considerazioni strategiche.

Se a cavallo del 1980 il riposizionamento nel mercato attraverso una strategia di *re-focusing* era motivata a parziale correzione degli errori di strategie antecedenti come la diversificazione, sostenute dall'impresa multidivisionale, nel 2013 la cessione degli asset *non-core* è sorretta da ragioni più profonde, in una prospettiva di lungo periodo che favorisce la creazione di valore per l'impresa.

Il report elaborato da Deloitte nel 2013 analizza le principali motivazioni che spingono l'impresa a disinvestire, enfatizzando il passaggio del disinvestimento da mero strumento per rafforzare la propria posizione finanziaria ed incrementare la cassa, messa a dura prova dalla grande recessione, a strumento di pianificazione

strategica di lungo termine. Mediante l'intervista su un campione di 150 manager, nell'Ottobre 2012, la motivazione principale per effettuare un'operazione di *business divesting* è la cessione di un asset non-core. Il dato risulta ulteriormente rafforzato se confrontato con una medesima analisi condotta da Deloitte nel 2010. Due anni prima la percentuale non andava oltre il 58%, mentre quasi il 50% vedeva il disinvestimento come mezzo per la raccolta di fonti finanziarie. Nel 2012 solo il 37% degli intervistati individua il bisogno di risorse finanziarie come una delle due motivazioni principali per operare un disinvestimento, mentre il 40% sostiene che il mutamento e l'evoluzione dei mercati guida la decisione.

L'analisi inoltre evidenzia come il disinvestimento dei *non-core asset* è motivato dalla limitata prospettiva di crescita potenziale (37%) e il mancato fit strategico con i prodotti dell'impresa e l'impossibilità di sfruttare le conseguenti sinergie (30%).

Ripercorrendo l'evoluzione del disinvestimento negli ultimi 50 anni è possibile richiamare alcune principali caratteristiche e segnalare i punti cardine che hanno influenzato la disciplina durante il suo processo di sviluppo.

Il 1980 rappresenta lo snodo principale per le operazioni di M&A. I 20 anni precedenti erano stati segnati da un numero crescente di acquisizioni e fusioni, portando le imprese a raggiungere dimensioni considerevoli, strutturandosi in una forma multidivisionale e sfruttando i principali vantaggi derivanti dall'essere un'impresa diversificata, primo tra tutti la capacità di creare un mercato interno che favorisse efficientemente il trasferimento di risorse tra le diverse unità. L'evoluzione dei mercati, una versione capovolta della teoria dei costi di transazione di Coase, ha favorito uno scenario nel quale i manager hanno preferito rimodellare i confini delle compagnie, adeguandoli ad una maggiore flessibilità, così come richiesto dal mercato.

I numerosi studi intervenuti sull'argomento hanno evidenziato come le imprese abbiano optato per la strategia di disinvestimento e riposizionato il loro interesse verso le attività core. Il trade-off tra il *diversification premium* e il *diversification discount* si è modificato e ribaltato a cavallo degli anni '80.

Dal 1990 fino al 2014 le operazioni di disinvestimento hanno continuato ad aumentare e oggi rappresentano più del 50% delle operazioni di *corporate restructuring*. Tutto'ora, l'oggetto principale del disinvestimento sono le attività

ritenute non principali per poter rimodellare i confini dell'impresa verso business considerati rilevanti e strategici.

Per quanto riguarda le “ondate” di disinvestimenti negli anni 2000 e nel biennio a seguito della grande recessione iniziata nel 2007, questi, sono motivati in risposta a shock economici che impongono alle imprese di prendere tali decisioni per rafforzare la propria struttura finanziaria e generare cassa, condizione vitale per sopravvivere in condizioni di crisi.

Le ragioni legate alla crisi economica del 2007-2008 stanno lasciando spazio a motivazioni di carattere strategico e funzionale ad una pianificazione di lungo periodo. Il disinvestimento assume un ruolo centrale nelle operazioni di *corporate restructuring* non solo come scelta reattiva a fattori socio-ambientali, come il miglioramento del mercato esterno dei capitali nel 1980 o la grande recessione, ma come strategia proattiva, volta alla creazione di valore per l'impresa *parent*, non condizionata dalle influenze provenienti dall'ambiente in cui opera ma motivata da ragioni e scelte di carattere interno sostenute dal management, non più vincolato dall'accezione negativa accompagnata al termine.

## 1.2 IL DISINVESTIMENTO COME FONTE DI VANTAGGIO COMPETITIVO

Nell'evoluzione delle operazioni di *corporate restructuring*, il disinvestimento ha raggiunto il ruolo di scelta strategica, finalizzata alla creazione di valore.

Il punto di partenza per un'analisi approfondita del fenomeno è l'approccio definito *resource based*, il passo successivo sarà collocare le operazioni di *divestiture* come opzione strategica in grado di modificare e rinnovare, in un processo continuo, il portafoglio di risorse e competenze aziendali al fine ultimo di creare valore, raggiungendo un vantaggio competitivo sostenibile.

Penrose (1959) interpreta l'impresa *as a collection of resources*. Scegliendo questa prospettiva concettuale le imprese sono valutate e differenziate in funzione della propria dotazione di risorse. Negli anni '60 Selznick introduce il concetto di *distinctive competence* quale fattore che contraddistingue le organizzazioni e il loro modo di operare. Scegliendo questo approccio la risorsa è alla base dell'evoluzione dell'impresa ed è determinante come principale fattore di successo. Il patrimonio di risorse in dotazione all'organizzazione trainerà lo

sviluppo dell'impresa, intesa come un sistema dinamico che attiva meccanismi di generazione, utilizzazione e riproduzione di risorse.

La risorsa è tutto ciò che per l'organizzazione (o, più in generale, il soggetto) che la detiene e la utilizza può essere considerato un punto di forza o di debolezza.<sup>7</sup>

Analizzando questa teoria (*Resource based view of the firm*, Wernerfelt, 1984) l'ambiente esterno si rivela essere la fonte di tali risorse, mentre meno attenzione viene data al fattore esterno come elemento determinante un vantaggio competitivo.

Il patrimonio di risorse non è statico, ma è in grado di riconfigurarsi nel tempo, rigenerarsi e, potenzialmente, è atto a generare nuove risorse. Si evolve all'interno dell'organizzazione, la quale, deve cogliere le opportunità di sviluppo, assecondando, tramite la propria attività le nuove direzioni. Infatti, le scelte aziendali si configurano in azioni capaci tanto di generare e trasformare, quanto di distruggere risorse.

Il patrimonio di risorse non è la semplice somma di queste, ma risulta essere il prodotto di una loro configurazione. Nel tempo sono entrate a far parte dell'organizzazione seguendo un processo di accumulazione. Questo determina il modo in cui esse vengono inserite e utilizzate dall'impresa.

Per completezza è giusto richiamare la principale distinzione tra risorse tangibili e intangibili. Le prime sono dotate di un carattere quantitativo, mentre le seconde difficilmente presentano un riscontro monetario e si evidenziano in due aree fondamentali della gestione aziendale: il mercato (immagine, reputazione, relazione con i clienti,...) e il sistema aziendale (attitudine all'innovazione, valori aziendali, capitale organizzativo,...). Una terza categoria, isolata, è rappresentata dalle risorse umane, dotata di componenti sia materiali che immateriali.

La capacità organizzativa dell'impresa consente di modellare, integrare e coordinare le risorse in dotazione al fine di raggiungere un vantaggio competitivo.

Il fattore chiave per il raggiungimento dell'obiettivo è la capacità dell'organizzazione di utilizzare al meglio quello che si ha a disposizione rispetto ai concorrenti. L'integrazione delle risorse segue le routine organizzative, ossia un modo di operare, composto da azioni ripetitive, poste in sequenza e coordinate.

---

<sup>7</sup> Wernerfelt B. (1984) "A resource based view of the firm" *Strategic Management Journal*, 5,2: 171-180

L'impresa matura le proprie competenze attraverso il coordinamento e l'integrazione delle risorse. "Le competenze possono essere intese come la capacità di realizzare azioni/attività più o meno complesse, derivante dall'integrazione di determinate risorse ed eventualmente di altre competenze e risultante da un processo di apprendimento interno."<sup>8</sup>

Alla base del vantaggio competitivo le risorse e le competenze devono possedere 3 proprietà. Devono essere poco diffuse, rilevanti rispetto ai fattori critici di successo e difficilmente appropriabili.

Il disinvestimento, inteso come un'operazione in grado di modificare e riqualificare il portafoglio di attività e risorse dell'azienda, può essere assimilato, seguendo la logica descritta precedentemente, come una competenza distintiva. Selznick nel 1957 indicava, con il termine competenze distintive, le attività che un'organizzazione è in grado di attuare in modo migliore rispetto ai concorrenti. Queste sono il risultato di un'integrazione tra l'ambiente esterno, caratteristiche interne e valori dell'organizzazione con gli obiettivi da essa individuati.

Per anticipare o rispondere al continuo mutamento dell'ambiente competitivo l'impresa è chiamata a disporre di competenze dinamiche, atte a riconfigurare, in un processo continuo, la dotazione di risorse, mediante cambiamenti strategici e organizzativi. Il disinvestimento strategico è una delle fonti mediante la quale si può modificare il portafoglio dell'impresa, muovendosi lungo una strategia di crescita e rimodulando le proprie attività in base a risorse complementari e non ridondanti rispetto le finalità perseguite.

L'allocazione di risorse e capacità in specifici contesti, necessità della loro valutazione in termini di costo-opportunità, ossia il beneficio derivante da una configurazione di risorse deve risultare superiore rispetto ad una diversa allocazione di queste in relazione agli usi alternativi che si possono sviluppare. Levinthal e Wu nel 2010 approfondiscono tale logica analizzando il processo di diversificazione dell'impresa al fine di massimizzare il profitto in base al costo-opportunità delle risorse e capacità impiegate ed in possesso dell'organizzazione. La caratteristica presa in considerazione dagli autori è la fungibilità delle risorse, ossia la capacità di reimpiego di una medesima risorsa in diversi contesti. Una fungibilità maggiore rappresenta un incentivo per l'impresa a diversificare

---

<sup>8</sup> Fontana F. e Caroli M. (2009) "Economia e gestione delle imprese" McGraw-hill, Terza ed. p.51

perseguendo economie di scopo (*economies of scope*)<sup>9</sup>. Inoltre, viene presa in considerazione una seconda proprietà: *scale free*. Secondo tale impostazione, smentita in parte dagli autori, il valore delle risorse non diminuisce in relazione ad un intenso utilizzo in più settori e divisioni aziendali. Differentemente, introducendo il concetto di costo-opportunità o sfruttamento della risorsa è limitato e preclude un diverso utilizzo.

L'importanza di tale studio deriva dall'inserimento delle variabili esterne che modificano il costo-opportunità delle risorse detenute dalle imprese. Un mercato maturo può ridurre la *scale free property* o diminuire il beneficio relativo all'utilizzo della risorsa in un particolare segmento. L'impresa tenderà così a diversificare aumentando il profitto totale ma diminuendo quello marginale, abbassando il livello di utili conseguiti. In questa situazione si suggerisce l'intervento di un'operazione di *divestiture* in grado di meglio rimodulare le risorse, spingendole verso nuovi mercati, senza inficiare il costo-opportunità delle stesse e senza ridurre il profitto marginale, perseguendo il fine ultimo di creazione di valore, in risposta ai mutati fattori ambientali che alterano le caratteristiche delle capacità interne all'organizzazione, o meglio, ne impongono una modifica. "...firms need to allocate their non-scale free resources away from the current business to the new one."<sup>10</sup>

Il processo dinamico che avvolge l'attività d'impresa, si configura in una rimodulazione continua delle risorse interne ed esterne all'organizzazione. All'interno delle operazioni che implicano le ristrutturazioni di portafoglio, Capron *et al* (2001), analizzano l'evoluzione delle attività dell'impresa che seguono ad un'acquisizione orizzontale. La rimodulazione delle risorse e il disinvestimento di asset rappresentano la conseguenza diretta che succede ad un'acquisizione. Viene sviluppata l'idea secondo la quale, la dismissione, è funzionale ad una riconfigurazione delle imprese protagoniste di un'operazione di M&A. Il disinvestimento riflette l'evolversi delle capacità aziendali, attraverso un processo di riconfigurazione in una prospettiva dinamica.

---

<sup>9</sup> Una traduzione differente e più appropriata è economie di differenziazione. Si tratta di una produzione congiunta di differenti prodotti o finalizzati a differenti obiettivi, mediante l'utilizzo di medesimi fattori produttivi.

<sup>10</sup> Levinhal D. and Wu B. (2010) "Opportunity costs and non-scale free capabilities: profit maximization, corporate scope, and profit margins" *Strategic Management Journal*, 31:780-801

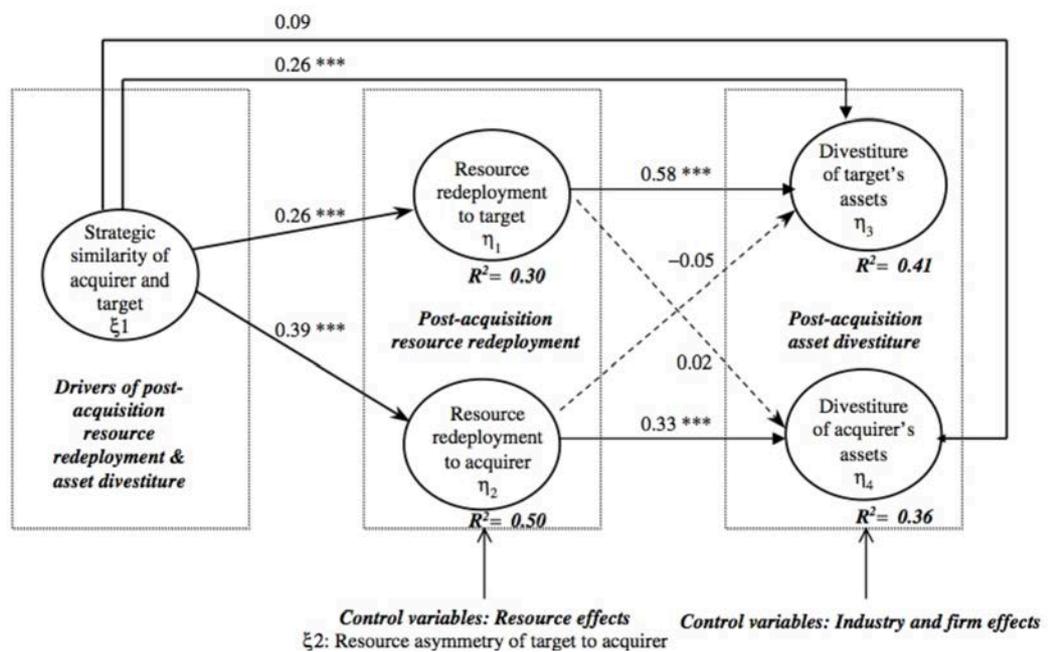


Fig. 5 Post-acquisition resource redeployment and divestiture model. Capron *et al* (2001)

Maggiore sarà il fit strategico tra l'*acquirer* e l'impresa *target*, maggiore sarà la possibilità di *overlap* e conseguentemente, sarà plausibile il disinvestimento di asset ridondanti. Precisamente la ricerca dimostra un'incidenza significativa rispetto alla decisione di disinvestire gli asset comuni dell'impresa target (0,26).

L'operazione successiva all'acquisizione sarà la rimodulazione delle risorse presenti nelle organizzazioni, modificando il portafoglio dell'impresa come entità unitaria.

Maggiore sarà la comunanza precedente di un medesimo contesto strategico, maggiore sarà la condivisione e la riconfigurazione di risorse. Tale processo porta alla creazione di nuove risorse e competenze in contrasto e multiple rispetto quelle esistenti. La logica suggerita dagli autori implica il disinvestimento del business in possesso di risorse ridondanti. Oggetto dell'operazione di *divestiture* è l'impresa target nella maggioranza dei casi (0,26 e 0,58).

Secondo lo studio condotto da Capron *et al* nel 2001, la rimodulazione delle risorse e il disinvestimento di asset sono parte del processo di riconfigurazione del business.

Il processo di acquisizione, rimodulazione e disinvestimento va interpretato in un prospettiva dinamica, incentivata da mutamenti esterni e fattori ambientali in evoluzione, che incidono sulle routine organizzative delle divisioni chiamate a

rispondere o ad anticipare tali cambiamenti, in modo da riconfigurare i propri asset strategici.

Uno dei requisiti indispensabili per il mantenimento di un vantaggio competitivo, è lo sviluppo di innovazioni, capaci di far acquisire all'impresa guadagni superiori rispetto ai *competitors*, nel già richiamato processo dinamico e continuo a cui prende parte l'organizzazione. L'innovazione è un fattore essenziale non solo per poter continuare a competere e confrontarsi in mercati che hanno travalicato i confini nazionali. Le imprese sono obbligate a mantenere un certo ritmo evolutivo per raggiungere posizioni di vantaggio. Diversamente, le organizzazioni che mancano di processi innovativi sono costrette ad inseguire e il valore creato dalle rispettive strategie, motivate più da fattori di sopravvivenza piuttosto che da spinte pionieristiche, risulteranno inferiori alla concorrenza.

Un'operazione di *unbulding* si inserisce in una strategia di *coorporate* finalizzata allo sviluppo di innovazioni (Moschieri and Mair, 2010). Nella visione tradizionale, le divisioni disinvestite spesso risultano essere poco profittevoli e con minori prospettive di crescita. Ribaltando tale approccio e seguendo l'impostazione secondo la quale il disinvestimento è una scelta strategica consapevole e proattiva, volta alla creazione di valore in una prospettiva di lungo periodo, l'oggetto delle operazioni di *divestitures* non saranno più unità poco profittevoli, ma divisioni performanti che presentano elevati margini di crescita. Il motivo di tale scelta rispecchia la volontà dell'impresa *parent* di favorire l'innovazione e, mantenendo una relazione con l'unità ceduta, appropriarsene, una volta sviluppata dalla *unit* indipendente.

La cessione di un'unità performante è motivata dalla creazione di una strategia autonoma ed indipendente, in grado di esplorare nuove opportunità e business. Nel caso di grandi multinazionali la flessibilità in grado di cogliere i nuovi stimoli dal mercato, viene limitata dall'aspetto organizzativo che impone una certa rigidità. Una *sub-unit* autonoma e maggiormente flessibile è in grado di muoversi liberamente e con maggiore consapevolezza, dovuta alla conoscenza concreta e diretta del settore in cui opera, rispondendo ai nuovi stimoli in un processo dinamico e fruttuoso.

La relazione *parent/unit* svolge un ruolo di assoluta rilevanza nell'ambito di operazioni di disinvestimento che favoriscono l'innovazione. Mantenere un rapporto con l'unità ceduta è di vitale importanza per poter accedere ai vantaggi

acquisibili grazie all'attività innovativa della divisione autonoma. Il rapporto con l'unità può essere mantenuto attraverso diverse modalità. Il controllo proprietario è sicuramente l'elemento caratterizzante questo tipo di operazioni. Moschier e Mair (2010), evidenziano la possibilità di favorire l'operazione di riacquisto, una volta sviluppata l'innovazione, tramite l'inserimento di una *call option*. Tra il 1990 e il 2010, come riportato dai due autori, il 40% delle unità disinvestite sono state successivamente riacquistate dalla *parent*. Differenti modalità di collaborazione *parent-unit* sono state analizzate nella ricerca condotta nel 2010. Alcune di queste sono la possibilità per la divisione di accedere alle risorse umane, alla rete di vendita della casa madre, oltre che sfruttare l'immagine maggiormente strutturata. L'aiuto finanziario rappresenta un altro importante aspetto. Infatti le piccole imprese risultano essere sì maggiormente flessibili, in grado di intravedere possibilità di crescita interne al mercato, ma, la mancanza dei fondi necessari spesso risulta essere decisiva per l'abbandono dei progetti che richiedono ingenti investimenti, pur con una prospettiva di ritorno elevata. L'aiuto della casa madre risulta essere determinante per l'attività della *unit*. L'insieme di questi fattori che strutturano la relazione facilita il raggiungimento degli obiettivi della divisione e l'attività innovativa.

Il processo che coinvolge l'operazione di disinvestimento, la relazione *parent/unit* e il trasferimento dell'innovazione alla casa madre è schematizzato nella successiva figura.

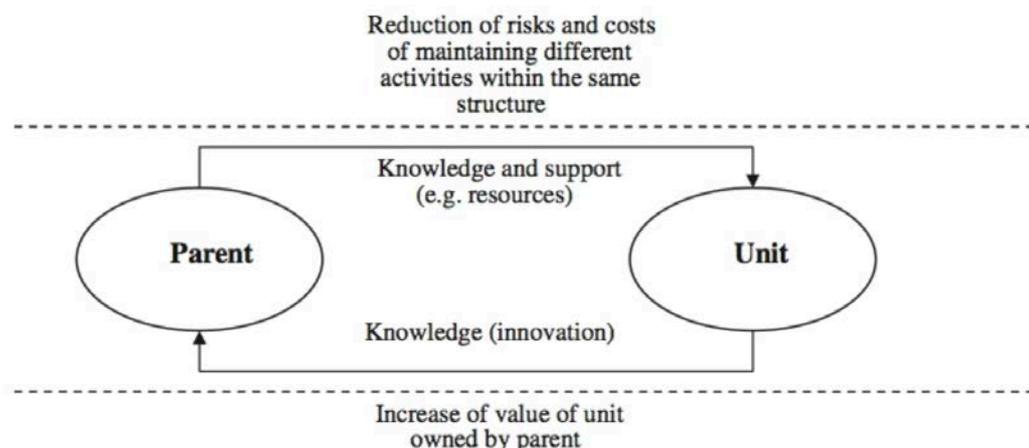


Fig. 6 The parent-unit relationship post-divestiture: Value creation and appropriation through the parent-unit relationship. Moschieri and Mair (2010).

Il disinvestimento è un'alternativa per valorizzare ed accrescere le capacità dell'impresa finalizzate alla creazione di valore tramite lo sviluppo di innovazioni, caratteristica essenziale per il raggiungimento di una posizione di vantaggio competitivo.

Il processo continuo cui si sottopone l'impresa costringe le organizzazioni ad una valutazione dinamica ed intertemporale della propria attività. Rispetto alle economie di scopo richiamate da Levinthal e Wu (2010), la ricerca condotta da Helfat e Eisenhardt nel 2004 si sviluppa attraverso una soluzione *over time*, mediante l'uscita in segmenti prodotto/mercato e l'entrata in nuovi business. Anche in questo caso si analizza l'approccio alla diversificazione e l'utilità delle operazioni di disinvestimento in una prospettiva di crescita continua e dinamica che si sviluppa attorno alla configurazione di più mercati in cui opera l'impresa multi-business. L'abilità del manager consiste nello sfruttare economie di scopo non in contesti diversi, quanto in periodi di tempo differenti, attraverso processi di entrata e uscita. L'organizzazione si evolve mediante operazioni di disinvestimento inserite in strategie di lungo termine.

L'equazione tradizionale che spiega le economie di scopo è la seguente:

$$C(Y1; Y2) < C(Y1; 0) + C(0; Y2)$$

dove il costo per la produzione congiunta di due prodotti differenti risulta essere inferiore del costo sostenuto per la realizzazione separata dei due prodotti.

Nell'ottica di una rimodulazione di risorse che si esplica in differenti condizioni, *iner-temporal economies of scope* derivano dall'entrata in un nuovi mercati, successiva ad una dismissione parziale o totale dei precedenti.

$$C(Y1, t - 1; Y2, t) < C(Y1, t - 1; 0) + C(0; Y2, t)$$

In questo caso il costo totale per produrre Y2 nel periodo t insieme a quello sostenuto per produrre Y1 nel periodo precedente t-1, è inferiore al costo produttivo dei due elementi separati e prodotti in diversi periodi.

L'abilità di ottenere economie di scopo intertemporali mediante un processo dinamico che prevede l'entrata in nuovi business e l'uscita da mercati, incentiva lo stesso processo, favorendo decisioni strategiche volte alla creazione di valore. Un intervento tardivo può compromettere l'azione delle organizzazioni che rimangono stagnate in mercati ben conosciuti con poche prospettive di crescita e, nei peggiori casi, in declino.

L'esempio della Du Pont riportato dai due autori aiuta a comprendere bene la validità intertemporale delle economie di scopo e il processo dinamico nel quale viene inserita l'operazione di *divestiture*. Con la fine della I Guerra Mondiale la domanda per i prodotti militari subì una notevole flessione negativa. Du Pont, sfruttando le abilità acquisite negli anni precedenti, entrò in business correlati, dismettendo la produzione di armi.

Il disinvestimento non va interpretato come decisione unica e indipendente, ma è sviluppato all'interno di un processo dinamico che coinvolge i molteplici aspetti dell'attività d'impresa. La cessione di un business se non preceduta da un'attenta pianificazione e non inclusa in un processo strategico più ampio risulta essere motivata esclusivamente da fattori statici che indirizzano l'operazione verso una parziale compensazione di errori precedenti e senza l'aspettativa di creazione di valore. Il processo di disinvestimento deve essere modulare ed incentivato da più fattori.

Seguendo l'approccio *resource based*, analizzato in questa sezione, è fondamentale il contributo di Moliterno e Wiserna (2007) che individuano il disinvestimento di risorse come un'importante capacità, esercitata dal management aziendale per l'implementazione di strategie volte alla creazione di valore e al raggiungimento di un vantaggio competitivo sostenibile. Il fulcro della loro ricerca è, come anticipato, il disinvestimento di risorse, comprendente la modificazione delle routine, che si esplica in due step successivi l'uno all'altro. Nel primo l'impresa deve essere motivata a disinvestire e, una volta presa la decisione, ci si concentra sulle selezioni di quali risorse cedere. L'organizzazione deve maturare la competenza necessaria al fine di generare ed appropriarsi del guadagno derivante da tale strategia.

Il lavoro degli autori evidenzia come il vantaggio competitivo conseguibile dal disinvestimento di risorse, possa essere determinato non solo dalla *rent generation* ma anche dalla *rent appropriation*, ossia la capacità dell'impresa di assicurarsi i profitti positivi (affitti) che derivano dalla cessione di risorse o asset aziendali. Le imprese, periodicamente, andranno a modificare e rimodulare il portafoglio di attività attraverso investimenti e disinvestimenti di risorse. Il guadagno viene generato da una valutazione positiva della risorsa da parte del mercato, superiore rispetto ai costi sostenuti per la risorsa stessa ed il suo sviluppo. Il disinvestimento crea ritorni positivi sia per l'impresa acquirente, influenzata da aspettative

superiori rispetto il valore della risorsa, sia per la cedente (*seller*), capace di acquisire un vantaggio attraverso il processo di *rent appropriation*.

Il valore della risorsa, il ruolo delle aspettative e i processi di appropriazione del valore sono gli aspetti centrali di questo lavoro. Un'impresa in grado di collocare sul mercato una risorsa che presenta rendimenti marginali inferiori alle aspettative, utilizza il disinvestimento come un processo atto alla creazione di valore.

L'anello ultimo del *framework* logico utilizzato in questa seconda sezione del primo capitolo è il vantaggio competitivo.

Seguendo la definizione di Fontana e Caroli (2009) "il vantaggio competitivo è il risultato di una strategia che conduce l'impresa a occupare e mantenere una posizione favorevole nel mercato (o, più generalmente, nell'ambiente) in cui opera, e si traduce in una redditività stabilmente maggiore a quella media dei competitori. Esso si manifesta nella capacità dell'impresa di creare un valore per il mercato superiore, sia a quello sviluppato dai concorrenti del settore, sia al costo sostenuto per crearlo. Il vantaggio competitivo esprime, quindi, una posizione migliore relativamente ai rivali nello stesso raggruppamento strategico e si manifesta con diversi gradi di intensità." Il valore creato viene misurato dalla differenza tra il beneficio netto percepito dal cliente e il costo totale sostenuto per la produzione.

Mediante una riconfigurazione delle risorse e competenze l'impresa può aumentare il beneficio netto o ridurre il costo totale.

Il vantaggio competitivo deriva dalla capacità dell'impresa di risultare diversa rispetto i propri competitors. Tale diversità può risultare determinata dall'efficienza operativa e dal posizionamento strategico. Inoltre si può basare sull'utilizzo strategico delle risorse e competenze distintive, interpretando fattori esterni ed individuando opportunità di business. Le operazioni di disinvestimento strategico rientrano nella seconda ipotesi.

Il disinvestimento può costituire un importante strumento per il raggiungimento di una posizione maggiormente profittevole grazie alla capacità di rimodulare il perimetro aziendale in relazione alle risorse presenti e all'acquisizione di nuovi strumenti assimilati all'interno dell'impresa grazie a specifiche competenze, agevolate dall'eliminazione delle caratteristiche ridondanti, presenti nell'organizzazione. Il compito principale di un'operazione di *unbulding* è la

riconfigurazione del portafoglio di attività aziendali all'interno di una visione coordinata e coerente rispetto agli obiettivi e le risorse a disposizione. Il disinvestimento guida le risorse verso nuovi mercati o le concentra verso quelle attività maggiormente correlate con il core business dell'azienda, elimina quelle ridondanti aumentando l'efficienza e consentendo di sviluppare nuove capacità. Abbandoniamo l'idea secondo la quale il disinvestimento rappresenta una scelta reattiva rispetto ai mutamenti esterni e ai comportamenti dei concorrenti, motivata da basse performance e a correzione di precedenti errori. Sviluppiamo un processo dinamico nel quale inserire questa operazione, che favorisce il rinnovo di risorse e attività che si configurano verso nuove opportunità di crescita. Maggiore sarà la capacità dell'impresa a disinvestire, maggiore sarà la possibilità di creare valore e raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile. Il disinvestimento è parte di un sviluppo strategico dinamico e continuo a cui l'impresa non può non prendere parte.

## CAPITOLO 2

### DETERMINANTI DEL DISINVESTIMENTO E CREAZIONE DI VALORE

#### 2.1 FATTORI TRADIZIONALI CHE INFLUENZANO IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO

Il disinvestimento è una scelta presa a livello centrale (*corporate strategy*), finalizzata alla creazione di valore. Attraverso la rimodulazione del portafoglio delle attività dell'impresa il management intende liberare risorse, di varia natura, da destinare a diversi usi, con rendimenti maggiori.

I fattori tradizionali che sostengono il disinvestimento strategico per la creazione di valore sono scindibili in due differenti aree complementari e riguardano motivazioni di carattere strategico e quelle di carattere finanziario. Il passo successivo sarà analizzare le determinanti delle decisioni di *divestiture*.

Nella categoria delle motivazioni strategiche rientrano il processo di riposizionamento verso il/i core business, la forza dell'unità disinvestita e l'interdipendenza e l'eliminazione delle sinergie negative tra i business, la flessibilità strategica, l'apprendimento organizzativo e l'utilizzo del disinvestimento come mezzo per contrastare le scalate ostili. Nelle determinanti finanziarie ritroviamo la forza monetaria dell'impresa e dell'unità disinvestita nella capacità di indebitarsi e nell'accedere a risorse non solo economiche, il recupero dell'efficienza dei mercati dei capitali interni e una migliore performance economica, la risoluzione dei problemi di agenzia e l'eliminazione delle asimmetrie informative in relazione alla trasparenza del mercato.

Il processo di *re-focusing* che determina la scelta del disinvestimento è stato ampiamente analizzato nel primo capitolo dell'elaborato. In questa sezione è sufficiente richiamare la volontà dell'impresa di riconfigurare i propri confini, al fine di una maggiore efficienza rispetto i settori rilevanti, a cui sarà dedicata una nuova e maggiore attenzione, intesa anche e soprattutto, in termini di risorse finanziarie. Markides (1993,1995) ha analizzato la strategia di focalizzazione delle imprese statunitensi tra il 1960 e il 1987 evidenziandone i caratteri in termini di performance finanziaria ed operativa. Nella stessa direzione si muove l'analisi della performance delle imprese che hanno disinvestito, condotta da John e Ofek

nel 1994. L'utile deriva dalla miglior gestione del patrimonio a seguito dell'attività di cessione e una riconfigurazione delle energie verso i core business aziendali. Nel 75% dei casi, secondo la ricerca dei due autori, l'attività ceduta non risultava essere correlata rispetto le attività principali della *parent*. Il disinvestimento di attività conglomerati evidenzia come la migliore focalizzazione sulle attività principali sia una determinante centrale nelle operazioni di *portfolio restructuring*, ed incide profondamente sulla creazione di valore azionario.

Duhaime e Grant (1984) analizzano le determinanti che influenzano la decisione di disinvestire, studiandone gli effetti nell'ambito di imprese diversificate. Secondo il modello proposto dai due autori, la forza finanziaria dell'organizzazione, l'importanza dell'unità e l'interdipendenza tra i business rappresentano gli stimoli maggiormente rilevanti che precedono un'operazione di *divestiture*. In aggiunta, la ricerca ipotizza ulteriori due ipotesi, non dimostrati empiricamente, quali la crescita economica globale e l'attaccamento dei manager come possibili fattori di influenza.

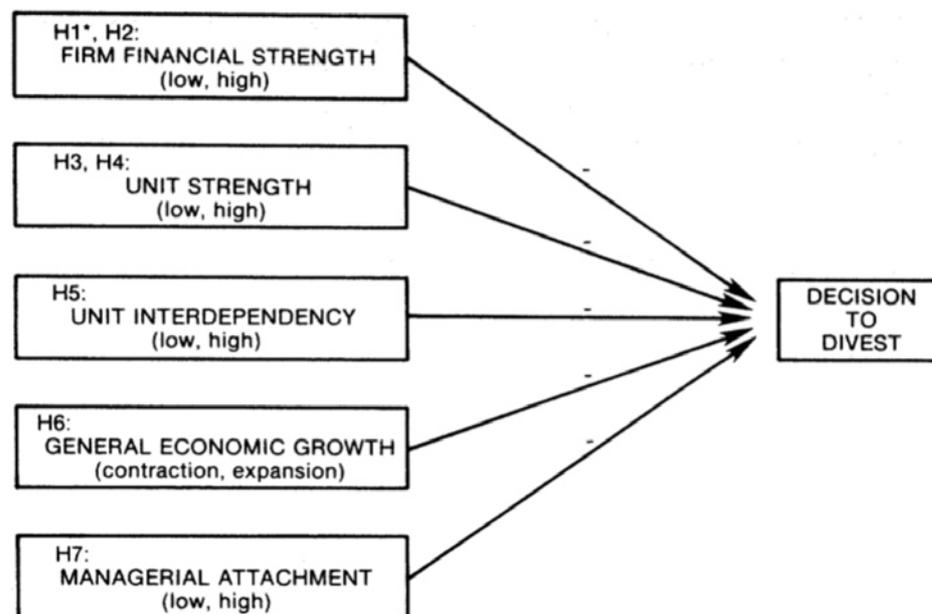


Fig. 2.1 Hypotesized direct relationship of influencing variables and divestment decisions. Duhaime and Grant (1984)

I risultati dimostrano una relazione positiva tra la decisione di disinvestire e la posizione finanziaria non favorevole dell'organizzazione considerata nel suo complesso, rispetto ai propri competitors, mentre meno significativa risulta essere la posizione finanziaria sfavorevole rispetto le precedenti performance.

Il secondo fattore di maggiore influenza è la bassa forza finanziaria o la perdita di competitività dell'unità ceduta. In questo caso una strategia di disinvestimento risulta essere posta a correzione di fallimenti relativi a strategie di diversificazione. Ricordiamo che la ricerca è stata condotta nel 1984, in un contesto di *overdiversification*, dovuto alle operazioni di acquisizioni e fusioni nei decenni precedenti.

In ultimo, l'interdipendenza tra i business è inversamente correlata al disinvestimento. Maggiore sarà la connessione tra le unità dell'organizzazione, minore risulterà il ricorso a operazioni di *un-bulding* e viceversa.

Un'ulteriore determinante del disinvestimento è la volontà dell'organizzazione di aumentare la propria flessibilità strategica, mantenendo relazioni con le unità cedute. In questo caso l'impresa risulta essere fortemente integrata e di conseguenza, la sua rigidità, le impedisce di muoversi contemporaneamente in più contesti, raggiungendo performance soddisfacenti. La ricerca di una maggiore flessibilità, atta a sviluppare competenze settoriali, spinge l'impresa a modificare il portafoglio attività. Questo non significa perdere completamente i possibili vantaggi e guadagni conseguibili dall'occupazione di più segmenti mercato/prodotto. La capacità del disinvestimento strategico è quella di creare, attraverso diversi meccanismi, dei collegamenti con le unità cedute e appropriarsi delle rendite positive che derivano dalla segmentazione autonoma delle proprie attività o, nel caso di una cessione definitiva a terzi (*sell-off*), di generare cassa attraverso la vendita dell'attività. Anche questo ultimo caso non preclude possibili accordi volti a mantenere delle proficue relazioni tra le due imprese, garantendo alla *parent* la flessibilità strategica, che diventa una caratteristica imprescindibile per le imprese che si muovono in un contesto dinamico come quello del nuovo millennio. La flessibilità richiesta dal mercato è una determinante cruciale per le operazioni che comportano la modifica dei confini delle organizzazioni, chiamate a configurarsi continuamente rispetto la domanda.

Un altro fattore che influenza il disinvestimento è l'apprendimento organizzativo, ossia l'esperienza acquisita dall'impresa in una certa attività e che consente ad essa di accumulare maggiori proventi grazie alle conoscenze maturate nel tempo. In questi termini le operazioni di *divestiture* e le modalità di implementazione saranno influenzate dall'esperienza legata a transazioni precedenti. L'abilità dell'impresa di riconoscere il valore delle informazioni esterne, assimilarle e

svilupparle all'interno rappresenta la capacità fondamentale legata al processo di assorbimento (*absorptive capacity*<sup>11</sup>). La performance di un'operazione di *corporate restructuring* risulta fortemente influenzata dall'accumulo di esperienza: l'impresa tenderà ad optare per una particolare modalità di disinvestimento a seconda del successo o meno di scelte strategiche precedenti. Il processo di apprendimento dell'organizzazione risulta a sua volta influenzato dalla conoscenza primaria in possesso di ogni singolo individuo, dalle informazioni esterne e dalla capacità dell'impresa di sfruttare le conoscenze dei singoli dipendenti e di svilupparle in un processo costruttivo mediante una comunicazione interna efficace.

In definitiva, risulta chiaro, come il disinvestimento sia guidato e gestito, nella maggior parte dei casi, da compagnie competenti che si muovono in direzioni che già conoscono, attraverso meccanismi consolidati.

In alcuni casi la cessione di business o asset consente alle multinazionali di eliminare le sinergie negative tra le attività all'interno della medesima organizzazione. Il disinvestimento consente di recuperare risorse e rimuovere le perdite derivanti dalla gestione centrale e unitaria di più business. Il fenomeno della cannibalizzazione tra due o più prodotti è l'esempio tipico della presenza di sinergie negative. Spesso tali fenomeni sono la diretta conseguenza del ciclo di vita del prodotto. In un processo dinamico ed evolutivo che coinvolge diversi settori le imprese si confrontano con loro stesse nella vendita di prodotti che soddisfano i medesimi bisogni e che i consumatori considerano sostitutivi. In questa situazione il valore dei business viene scontato dall'incidenza delle vendite maturate da altre divisioni prodotto. A questo punto il quando disinvestire risulta essere una decisione cruciale. Il timing dell'operazione è motivato non solo dalla capacità della *parent* di creare il maggiore valore possibile attraverso il disinvestimento, ma anche dalle attività che rimangono nel portafoglio dell'impresa. Samsung nel Febbraio del 2012 ha deciso, attraverso uno spin-off, di lasciare il business degli schermi LCD, al fine di concentrarsi sullo sviluppo di schermi OLED. La gestione della produzione di schermi LCD è stata affidata ad una nuova società, denominata Samsung Display. È facile apprezzare la lungimiranza del colosso giapponese che, nel 2012, si è spinto nella direzione di

---

<sup>11</sup> Cohen W.M. and Levinthal D.A. (1990) "Absorptive capacity: A new perspective on learning innovation" Cornell University.

una nuova tecnologia, disinvestendo un segmento che risultava essere comunque redditizio ma con basse prospettive di crescita e sviluppo ulteriore.

Un ulteriore motivo strategico che conduce al disinvestimento è la rimozione delle minacce di scalate ostili. L'impresa quotata in borsa riceve una valutazione negativa dal mercato che si traduce in una diminuzione del prezzo delle azioni, distribuite tra una moltitudine di azionisti, che detengono titoli per motivi speculativi. Il possibile acquirente è intenzionato ad assumere il controllo della società, intravedendo le possibilità di un maggiore sviluppo attraverso una gestione migliore, acquistando le azioni (rastrellamento del mercato azionario) ad un prezzo superiore rispetto al valore nominale delle stesse. Il management, che vede compromessa la sua posizione, in quanto ad una scalata ostile consegue normalmente un mutamento delle persone poste al vertice della società, può controbattere i *takeover* o decidere di vendere ad un prezzo maggiore rispetto a quello offerto dal mercato.

Passando alle determinanti finanziarie la capacità di accedere a risorse economiche ed il livello di indebitamento rappresentano i fattori che maggiormente incidono sulla decisione di disinvestire unità. Come sottolineato da Lang *et al* (1995), una spiegazione alla vendita di asset, alternativa rispetto alla determinante che si fonda sull'efficienza allocativa di risorse, è fondata sulle *financing hypothesis of asset sales*. Secondo tale approccio il management è motivato a cedere unità sul mercato al fine di procurarsi i fondi necessari per investire in progetti maggiormente profittevoli, in quanto il costo delle risorse finanziarie alternative risulta essere oneroso e, in aggiunta, vi sono problemi di agenzia legati al debito o l'asimmetria informativa incide negativamente sull'attrattività della divisione. La ricerca evidenzia come le imprese che optano per un sell-off siano connotate da una bassa performance finanziaria, come evidenziato dalla ricerca di Duhaime e Grant (1984), o presentano un livello elevato di indebitamento. Inoltre, il prezzo delle azioni, in relazione all'annuncio del disinvestimento, è fortemente correlato in senso positivo all'uso del capitale generato dalla vendita. Infatti il ritorno è maggiore nei casi in cui i proventi sono utilizzati per ripagare il debito contratto dalla società, mentre la correlazione è negativa e non significativa se i guadagni rimangono all'interno dell'impresa. L'impostazione suggerita dagli autori si contrappone alle determinanti di natura strategica basate sull'efficienza allocativa e la volontà di focalizzarsi su asset nei

quali si detiene un vantaggio competitivo, cedendo divisioni che possono risultare più profittevoli per terze parti.

Procurarsi i fondi necessari per progetti che presentano maggiori possibilità di sviluppo mediante un disinvestimento o alleggerire l'incidenza del debito sulle performance aziendali sono fattori che influenzano notevolmente l'azione dei manager. Le imprese caratterizzate da situazioni finanziarie tese sono motivate ad intraprendere operazioni, quali sell-off o equity carve-out, in grado di generare liquidità e ristabilire un corretto equilibrio nella composizione del capitale d'impresa.

Nello stesso ambito è utile richiamare la capacità, attraverso il disinvestimento, di creare due o più unità distinte ed indipendenti che, conseguentemente, sono in grado di accedere a differenti canali di credito e migliorando, ove fosse necessario, l'efficienza finanziaria. Tale determinante deve essere valutata in relazione al trade-off tra una gestione accentrata del credito e la flessibilità finanziaria delle singole unità. In effetti uno dei principali vantaggi delle grandi imprese diversificate è la capacità di accedere a risorse monetarie a tassi di interesse più vantaggiosi rispetto a quelli proposti ad unità di dimensioni minori. Ciò nonostante, questo non pregiudica la possibilità di incontrare tensioni finanziarie tra le divisioni interne della stessa compagnia, che compromettono il vantaggio sopra descritto.

Il nucleo centrale delle determinanti finanziarie è costituito dalla performance economica antecedente alle operazioni di *divestiture* e dallo sviluppo successivo dei risultati conseguiti dall'impresa madre.

Il nostro lavoro prende in esame la ricerca condotta da Hoskisson *et al* nel 1994, su un campione di 203 imprese che hanno disinvestito nel periodo che intercorre tra il 1985 e il 1990.

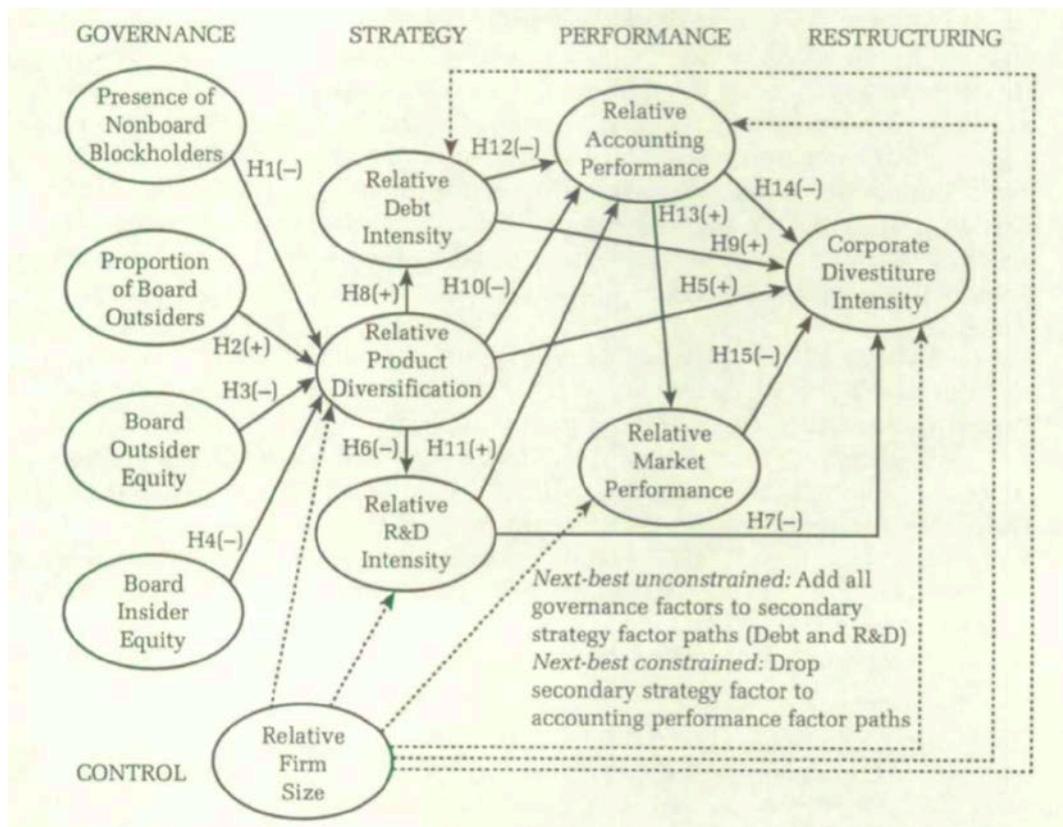


Fig. 2.2 Theoretical Model. Hoskisson *et al* (1994)

Secondo il modello impostato dagli autori, una cattiva *governance* conduce l'impresa a raggiungere una dimensione eccessiva. Le acquisizioni, funzionali alla strategia di diversificazione, sono state finanziate con capitale esterno, che ha inciso notevolmente sul livello del debito delle imprese sovradimensionate. Come in un circolo vizioso, l'*overdiversification* ha compromesso il potere di controllo dei manager, creato conflitti tra le diverse divisioni ed inciso negativamente sul livello di ricerca e sviluppo. Il risultato di questo processo si è espresso in una minore performance dell'impresa.

Non tutte le determinanti evidenziate nell'immagine precedente influenzano, direttamente o meno, il disinvestimento. Nell'ambito di questo paragrafo, è opportuno limitare la nostra analisi solo ad alcune delle ipotesi verificate dagli autori, i quali intendono determinare l'incidenza di queste nella *corporate divestiture intensity*.

I risultati della ricerca dimostrano come un alto livello di debito è correlato positivamente al grado di diversificazione dell'impresa (ipotesi 8) e incide direttamente sull'intensità del disinvestimento (ipotesi 9). In altre parole le

imprese maggiormente indebitate, con un'elevata leva finanziaria, sono più propense a disinvestire.

La figura evidenzia un rapporto diretto tra prestazioni e strategia. Seguendo tale logica i manager di imprese con una bassa performance relativa riconfigureranno il portafoglio delle attività attraverso operazioni di *unbulding*, cedendo asset meno profittevoli e ritenuti *non-core*. Secondo gli autori ciò che influenza maggiormente la performance negativa è la diversificazione eccessiva delle grandi imprese (Fig. 2 Livello ottimale di diversificazione. Collins D.J. and Montgomery C.A., 2007). Inoltre i risultati raggiunti dalle imprese risultano correlati positivamente alla performance del mercato, come sostenuto nell'ipotesi 13.

Ulteriori motivazioni di natura economica-finanziaria alla base di una scelta di disinvestimento sono i problemi di agenzia e l'asimmetria informativa. Per quanto riguarda il primo fattore rimandiamo al capitolo 4 una trattazione completa ed esauriente.

Il disinvestimento è determinato dalla presenza di asimmetrie informative tra azienda e mercato. Quando i business soffrono di un elevato *discount diversification*, l'impresa è chiamata a disinvestire per assicurare una maggiore chiarezza rispetto i risultati positivi conseguibili dalla singola unità rispetto la performance totale della società e si espone all'attenzione di analisti finanziari. Spesso, le unità che presentano elevati profitti e buone prospettive di sviluppo vengono penalizzate se poste all'interno di imprese conglomerate che non sono in grado di evidenziare il potenziale delle singole divisioni. La trasparenza richiesta dal mercato e la maggiore chiarezza informativa influisce positivamente sulla valorizzazione del business al quale viene riconosciuto il proprio valore intrinseco. Isolare la divisione aumenta la capacità di apprezzamento da parte degli investitori.

Defren *et al* (2012) analizzano il problema dell'asimmetria informativa tra il venditore e il compratore in un processo di sell-off. "*Information asymmetries can be ascribed to the asymmetric access to information and the opportunity costs of an information search*"<sup>12</sup>. Uno degli obiettivi nel disinvestire è la massimizzazione del successo nell'operazione che viene influenzato dal conflitto esistente tra le parti coinvolte nella transazione. Il comportamento opportunistico

---

<sup>12</sup> Defren et al (2012) "Divestment-management: Success factors in the negotiation process of a sell-off" Long range Planning, p.260

del seller e la mancanza di informazioni per il buyer comportano una perdita di efficienza che si riflette negativamente nel prezzo della negoziazione. I risultati della ricerca evidenziano come alcuni disinvestimenti non sono portati a termine a causa del mancato accordo tra le parti negozianti. Il principale fattore che incide sull'esito negativo è ravvisabile nell'asimmetria informativa che coinvolge il compratore e il venditore. Per prevenire il problema il venditore è chiamato a ridurre l'asimmetria informativa attraverso vari meccanismi, riassunti nell'immagine successiva.

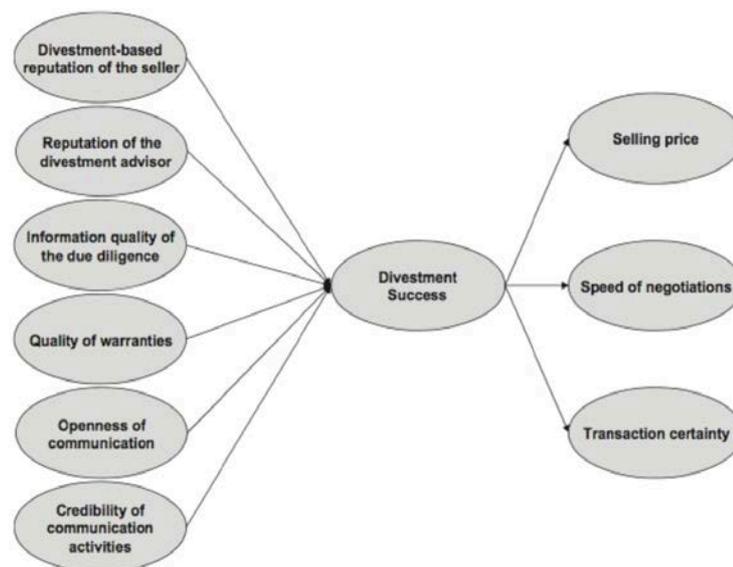


Figure 2. Research model

Fig. 2.3 Research model. Defren *et al* (2012)

I risultati del lavoro mostrano come la qualità delle informazioni contenute nella *due diligence* e la fiducia (*building trust*) tra le parti sono i due fattori principali che influenzano il sell-off, mentre la credibilità del soggetto preposto all'annuncio non ricopre un ruolo significativo.

Il mercato risulta essere il migliore strumento di valutazione ed in grado di apprezzare pienamente il valore della singola unità sulla base delle performance da essa conseguite, indipendente, almeno formalmente, dai risultati della conglomerata. Il management comunica, attraverso il mercato, tutte le informazioni necessarie ad una valutazione corretta e oggettiva delle divisioni disinvestite.

In presenza di elementi, quali elevate performance dei singoli business e maggiore trasparenza del mercato, il disinvestimento risulta essere un efficiente strumento di valorizzazione che si riflette immediatamente nel prezzo dell'azione. Un esempio recente è l'annuncio dello scorporo di Fiat Chrysler Automobile e Ferrari, in data 29 Ottobre 2014. L'immagine successiva evidenzia l'aumento del prezzo dell'azione dal giorno dell'annuncio fino al mese successivo.

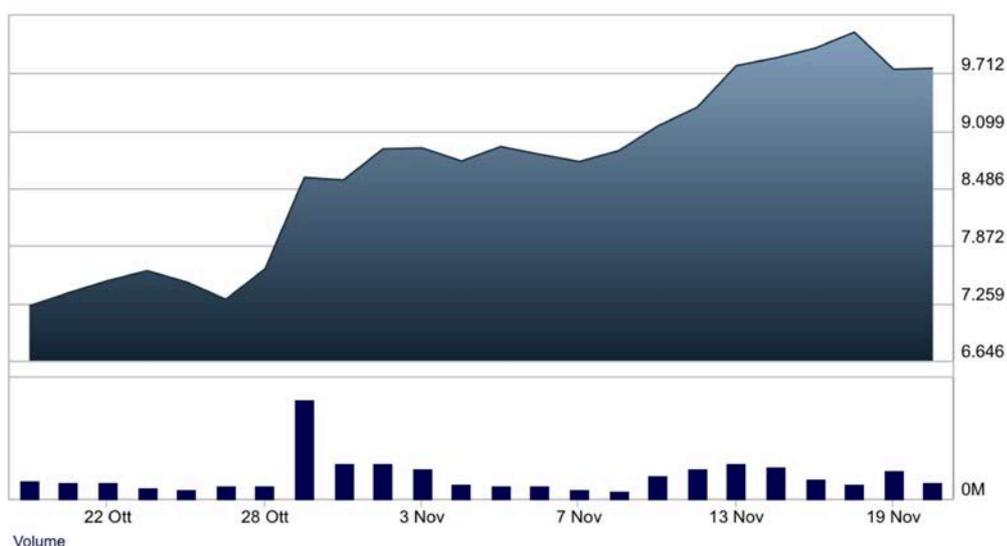


Fig. 2.4 FCA share-price development (33 giorni). [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Sicuramente le motivazioni che conducono ad un aumento così sostenuto del prezzo dell'azione sono riconducibili a più fattori ma, la maggiore trasparenza nei confronti del mercato e la valorizzazione della singola divisione come unità autonoma sono tra i più importanti.

Infine, in relazione alla performance della singola unità di business, le motivazioni che conducono ad una scelta di disinvestimento possono essere principalmente due e diametralmente opposte.

Il management può decidere di disinvestire unità che presentano performance positive e monetizzare il valore, generando la liquidità necessaria per investire in altri segmenti prodotto/mercato o in altri progetti. Diversamente le basse performance relative del singolo business compromettono la solidità finanziaria dell'impresa e pur non generando liquidità in maniera significativa, la vendita consente di liberare risorse poiché si elimina il fabbisogno di capitale assorbito dall'unità ceduta. In entrambi i casi le prospettive di crescita e sviluppo sono limitate.

In sintesi le determinanti del disinvestimento risultano essere molteplici e correlate tra di loro. La classificazione strategiche-finanziarie è più formale che significativa in quanto la strategia è influenzata da entrambi i fattori. Ciò che è importante rimarcare è la pluralità delle motivazioni rispetto ad una visione miope e limitata che vedeva la scelta di disinvestire business connotati da risultati negativi, come unica soluzione posta a correzione di errori passati e non inclusa in una strategia lungimirante e di più ampio respiro, volta alla creazione di valore.

## 2.2 L'AMBIENTE DI RIFERIMENTO IN CUI SI MUOVE L'IMPRESA

### 2.2.1 L'INFLUENZA DELLE ISTITUZIONI NELLE SCELTE AZIENDALI

Fino a questo momento non ci siamo occupati di analizzare l'attività imprenditoriale in relazione al suo ambiente di riferimento. Le motivazioni strategiche sono state evidenziate alla luce di comportamenti atti ad impiegare le risorse aziendali in diverse forme e, come sottolineato nel primo capitolo, seguendo l'impostazione suggerita dalla *Resource-based view*. La logica dei costi di transazione ha evidenziato il principio di efficienza ricercato attraverso il disinvestimento.

A questo punto è opportuno sottolineare come l'impresa si muove all'interno di un certo contesto di riferimento, dal quale viene influenzata in maniera più o meno diretta. Il rapporto che intercorre tra l'azienda e l'ambiente incide profondamente sulle scelte strategiche aziendali, compreso il disinvestimento. In questo paragrafo andremo ad esaminare la connessione tra l'ambiente esterno e l'impresa, senza dimenticarci delle precedenti determinanti che influenzano le strategie a livello corporate. Infatti, il presente lavoro si pone l'obiettivo di esaminare il disinvestimento nel suo significato più complesso, senza negare i diversi punti di vista che possono contribuire ad identificare questo tipo di operazione nella sua essenza, rimarcando, più volte, il ruolo dei fattori, interni ed esterni, che incidono su tale scelta, in maniera combinata.

Il punto di partenza della nostra analisi è l'assunzione, secondo la quale, una strategia è influenzata da molteplici fattori ed aspetti, che vanno ad incidere non solo nella fase precedente, ma si ripercuotono anche durante l'implementazione

della stessa. A grandi linee l'elaborazione strategica trae origine da condizione di carattere interno, come il modello organizzativo, il sistema di valori e gli obiettivi aziendali e da condizioni di carattere esterno come l'ambiente di riferimento, le azioni dei *competitors* e delle istituzioni.

Ai fini del nostro studio, in questo paragrafo, analizzeremo il comportamento delle istituzioni e la pressione esercitata da queste nei confronti dell'industria. Il risultato di questa pressione sarà evidente dalle scelte strategiche non finalizzate esclusivamente alla miglior performance e alla creazione di valore per l'azionista, ma ponderate in relazione ad altri fattori di carattere esterno in misura non trascurabile.

Peng *et al* (2009), sostengono che nell'elaborazione di una strategia una particolare rilevanza deve essere affidata alle condizioni e ai cambiamenti istituzionali (*Institution-based view*). Gli autori pongono le istituzioni accanto ai fattori industriali (*Industry-based view*) e alle risorse a disposizione delle imprese (*Resource-based view*) come fattori determinanti e di sostegno nel momento dell'elaborazione di una strategia. Prima di procedere oltre occorre definire in maniera chiara il termine istituzione. Peng *et al* (2009) hanno ripreso due diverse definizioni elaborate rispettivamente da Douglas North nel 1990 e da W. Richard Scott nel 1995:

- “*the humanly devised constraints that structure human interaction*”
- “*regulative, normative, and cognitive structures and activities that provide stability and meaning to social behavior*”.

Come sostenuto dagli autori la *Institution-based view* si fonda sull'interazione dinamica tra le istituzioni e le organizzazioni. La scelta strategica è il risultato di costrizioni formali e informali dettate dalle istituzioni, delle influenze provenienti dal contesto competitivo e dalle risorse e competenze a disposizione dell'impresa.

Un altro aspetto che merita interesse è la presenza di costrizioni informali, che, in mancanza di quelle formali, assumono un ruolo di notevole importanza. Infatti, le convinzioni, le credenze e principi diffusi guidano le azioni del management aziendale, riducendo il grado di incertezza e legittimando le scelte imprenditoriali.

Peng *et al* nel 2009 forniscono un'interpretazione di assoluta rilevanza per quanto riguarda il mutamento strategico che ha portato a cavallo degli anni '80 a riconfigurare le imprese attorno ai propri core business, passando da una strategia volta alla diversificazione conglomerata ad un processo di *re-focusing* attuato

mediante disinvestimenti di asset estranei al corpo centrale delle attività primarie delle aziende. Nel primo capitolo ci siamo interessati di spiegare tale mutamento seguendo l'approccio suggerito dalla *Resource-based view* in relazione alla maggiore efficienza conseguita dalle imprese attraverso una rimodulazione del portafoglio delle attività. Le operazioni di *divestiture* erano precedute da motivazioni di carattere strategico e finanziario. Nel presente paragrafo aggiungiamo l'interdipendenza dinamica tra le organizzazioni e le istituzioni come fattore determinante sulle scelte di disinvestimento. Per fare questo, ci riferiamo, ancora una volta, ai dati aggregati relativi ai processi strategici delle imprese statunitensi attorno al 1980.

La domanda centrale è la seguente: quale fattore istituzionale ha modificato ed inciso profondamente sulle scelte manageriali delle grandi imprese statunitensi negli anni '80?

Per rispondere occorre partire dal 1880, data dell'emanazione dello *Sharman Act*, la prima legge federale che andava a limitare il potere dei grandi gruppi industriali americani, sorti nel XIX secolo. Tale legge si poneva lo scopo di contrastare le rendite monopolistiche che derivavano dall'unione e dagli accordi di società concorrenti, creando dei gruppi industriali di potere, che determinavano il prezzo a loro favore, riuscendo così ad assicurarsi un maggiore guadagno. L'esempio più importante è il cosiddetto Standard Oil Trust, costituito nel 1882 da nove società petrolifere. La creazione di posizioni commerciali dominanti, che non derivavano dal principio di una maggiore efficienza, contrastava la libertà di concorrenza ed incideva negativamente sul benessere del consumatore.

Nel dettaglio lo *Sharman Act* impediva gli accordi tra le società atti alla fissazione del prezzo, a determinare il livello di produzione al di sotto di una certa soglia, a ripartirsi il mercato e a rifiutare intese con soggetti estranei all'accordo primario. Inoltre veniva imposto il divieto di creare situazioni di monopolio, indipendentemente dalla presenza di accordi tra più soggetti. La mancanza di una legislazione in merito alle fusioni ha provocato lo sviluppo della disciplina delle leggi antitrust. Nel 1914 fu emanato il *Clayton Act*, con lo scopo di prevenire la formazione di monopoli, attraverso fusioni ed acquisizioni non incentivate da un aumento di efficienza, ma finalizzate alla creazione di rendite monopolistiche. La legge federale del 1914, inoltre, impediva la discriminazione del prezzo di vendita nel caso in cui veniva richiesta l'esclusività del rapporto. Nello stesso anno veniva

costituita la *Federal Trade Commission Act*, l'autorità posta a garanzia e alla sorveglianza del mercato alla luce delle disposizioni previste dalle leggi antitrust. Per completezza è doveroso richiamare il *Robinson Pactman Act* del 1936 che proibiva la discriminazione di prezzo per prodotti simili, contrastando così la posizione dominante dei grandi colossi industriali rispetto ai piccoli commercianti.

Nel 1950 la legge *Celler Kefauver Act*, esplicitamente impediva le fusioni ed acquisizioni di tutti i tipi. Infatti gli emendamenti precedenti si limitavano ad impedire operazioni di *Mergers and Acquisition* caratterizzate dallo scambio di azioni, tralasciando il fatto che il medesimo risultato poteva essere raggiunto mediante la cessione e lo scambio di asset aziendali.

In questo clima di intenso e crescente proliferare di leggi che impedivano la creazioni di monopoli, o comunque di grandi imprese caratterizzate da una posizione dominante, le scelte strategiche dei manager sono state fortemente influenzate ed in qualche modo limitate. In risposta ad un ambiente istituzionale poco favorevole, i manager hanno deciso di muovere il loro interesse verso una crescita esterna seguendo una traiettoria diversa rispetto gli anni precedenti. Le leggi antitrust avevano eliminato la possibilità di espandersi orizzontalmente o verticalmente attraverso fusioni ed acquisizioni di imprese della medesima industria, ma non impedivano la nascita dell'impresa conglomerata. In effetti, la scelta delle grandi compagnie fu quella di continuare ad espandersi seguendo una strategia di diversificazione conglomerata.

Oltre all'incidenza delle costrizioni formali, rappresentate dalle leggi federali e dagli emendamenti, Peng *et al* (2009), sottolineano l'importanza delle istituzioni informali nella guida delle decisioni manageriali. I corsi MBA (Master Business Administration), si affermano nel dopoguerra e i dirigenti che uscirono dalle scuole di management in America, favorirono la crescita delle compagnie multi-industriali, enfatizzando le loro competenze nella gestione contemporanea di business multipli, anche non correlati tra di loro. Molte delle aziende si "conformarono alla moda" e decisero di intraprendere azioni volte alla costruzione di grandi imperi industriali, occupando i diversi settori dell'economia e seguendo una strategia che, fino agli anni '80 sembrava essere la più corretta, nonché l'unica perseguibile.

Come sottolineato nel primo capitolo il processo di diversificazione non correlata ha portato le imprese statunitensi a raggiungere una dimensione oltre a quella definita “ottimale” (fig. 1.1), caratterizzando il periodo che intercorre tra il 1950 e il 1980. Ma oltre ai problemi derivanti dall’*overdiversification*, un importante mutamento nella politica americana segnò profondamente il passaggio da una diversificazione conglomerata ad un processo di re-focusing.

Il 20 Gennaio 1981 Ronald Wilson Reagan si insediò alla Casa Bianca, dopo aver conquistato il 50,7% dei voti dei cittadini statunitensi. Di fronte ai problemi economici che si riflettevano in alti tassi di inflazione, nella crescita dei tassi di interesse e nell’aumento della disoccupazione, il Presidente scelse subito una posizione netta e definitiva, a contrasto del precedente governo presieduto da J. Carter. Durante il discorso inaugurale pronunciò le seguenti parole in tema di politica economica: “*In this present crisis, government is not the solution to our problem; government is the problem*”<sup>13</sup>.

Influenzato dal pensiero della Scuola di Chicago<sup>14</sup>, Reagan scelse la linea del non intervento riguardo la possibilità di fusioni e acquisizioni, orizzontali e verticali, sminuendo il ruolo delle leggi antitrust sviluppate negli anni precedenti. In aggiunta la ricerca dell’efficienza, segnata dall’influenza del pensiero di Ronald Coase in merito ai costi di transazione, riposizionò le scelte strategiche delle grandi imprese verso un processo di *re-focusing* attorno ai propri *core business*, segnando così il passaggio da una strategia di diversificazione conglomerata ad una strategia mirata rispetto ad uno specifico ramo industriale, attraverso meccanismi di *portfolio restructuring*.

Come è facile notare, le strategie delle imprese di un medesimo ramo industriale, in un arco temporale esteso rispetto al singolo esercizio, tendono a convergere verso direzioni univoche. Dai dati presentati nel primo capitolo e dai fattori esaminati nei diversi paragrafi del presente lavoro, la strada perseguita dalle grandi compagnie americane, ma il discorso può essere esteso anche alle organizzazioni europee, tende a somigliarsi, configurando una sorta di *best way* da

---

<sup>13</sup> [www.wikipedia/reagan.it](http://www.wikipedia/reagan.it)

<sup>14</sup> Con il termine Scuola di Chicago si definisce una corrente di pensiero economico. Viene sviluppata negli anni '50 sotto l’influsso del lavoro di F. knight degli anni '20 che vedevano nell’intervento pubblico il principale ostacolo all’economia. I principali sostenitori della teoria del libero mercato sono M. Friedman e G. Stigler e si sostanzia nell’idea secondo la quale il mercato caratterizzato dalla libera concorrenza risulta essere lo strumento più efficiente per l’economia.

seguire che si evolve nel corso dei decenni. Il risultato di strategie simili porta le imprese di uno stesso tipo ad uniformarsi, comprendendo la scelta di processi produttivi e strutture organizzative che non si discostano eccessivamente tra di loro.

Meyer J.W. e Rowan B. (1977) hanno, per primi, esaminato le ragioni e il processo attraverso il quale le organizzazioni di uno stesso tipo tendono a somigliarsi tra di loro, definendo tale concetto con il termine di isomorfismo. L'idea centrale del lavoro si basa sull'ipotesi secondo la quale le scelte aziendali non sono motivate da principi di razionalità interna, ma rispondono in maniera analoga ai differenti stimoli provenienti dall'ambiente esterno. Quindi l'attenzione si sposta sulle pressioni che le istituzioni esercitano sulle organizzazioni e come queste rispondono al fine di legittimare la loro posizione. La criticità di queste scelte è la possibilità di una mancata efficienza, poiché le regole istituzionali costringono le imprese ad un determinato comportamento che non sempre risulta essere il migliore, ma l'unico possibile per poter essere riconosciute e giudicate positivamente dalle istituzioni stesse. Gli autori definiscono tali regole e criteri, dei miti che assumono un significato ed un ruolo solo per il fatto di essere stati prodotti da un quadro istituzionale.

In definitiva, l'organizzazione riflette la costruzione sociale esterna e si basa sull'interazione tra le due diverse entità. Alcune organizzazioni non possiedono criteri propri di razionalità ed internalizzano le normative provenienti dall'esterno, a discapito di una maggiore efficienza, in altre situazioni, alcune compagnie possono riflettere all'esterno un comportamento accondiscendente rispetto le istituzioni e ricevere la legittimità delle loro azioni ma, contemporaneamente, celare diversi processi interni maggiormente performanti.

L'articolo proposto da Meyer e Rowan, entra a far parte di una teoria organizzativa più ampia, definita neo-istituzionalismo, ripresa ed approfondita successivamente da diversi autori che vedevano nella relazione tra istituzioni ed organizzazioni l'essenza centrale della configurazione delle aziende. Prima di procedere ad un approfondimento delle strategie di disinvestimento in relazione alle pressioni esercitate dalle istituzioni, è opportuno richiamare le linee guida del pensiero neo-istituzionale, al fine di collocare il fenomeno all'interno di uno specifico campo di analisi.

Il cuore del paradigma neo-istituzionale è il condizionamento, imposto dall'ambiente esterno, nella configurazione delle organizzazioni e nella scelta delle strategie da attuare. La pressione esercitata dalle istituzioni condiziona pesantemente lo scopo principale di un'impresa, ossia quello di fare profitto. In tale contesto le azioni proposte dal management potrebbero perseguire finalità differenti, atte a compiacere le istituzioni per poter ricevere una legittimazione sociale.

Le opzioni strategiche sono limitate e si conformano attorno all'idea principale di adattamento dell'impresa con l'ambiente. Per poter sopravvivere le imprese si devono muovere verso una stessa direzione, seguendo linee guida che conducono le organizzazioni dello stesso tipo ad assomigliarsi tra di loro. Come Meyer e Rowan, Di Maggio e Powell, nel 1983, tentano di spiegare la somiglianza delle imprese in relazione al ruolo e all'influenza delle istituzioni nei confronti delle organizzazioni, muovendosi nel solco tracciato dal paradigma neo-istituzionale. Gli autori individuano 3 tipi di isomorfismo istituzionale atti a spiegare la somiglianza tra le imprese:

- Isomorfismo coercitivo. L'impresa è costretta ad uniformarsi a pressioni formali ed informali provenienti dall'esterno. Il contesto istituzionale impone regolamentazioni e normative che incidono sulla configurazione delle imprese promuovendo una risposta convergente.
- Isomorfismo mimetico. Le aziende si inseguono tra di loro e adottano strategie uguali a quelle promosse dai concorrenti, in maniera da ridurre il rischio associato alle stesse.
- Isomorfismo normativo. Diversamente dall'accezione giuridica suscitata dal termine, per Di Maggio e Powell, con normativo si identificano tutte quelle raccomandazioni, suggerimenti e idee che ad un certo punto spingono le imprese a muoversi verso la stessa direzione. Un esempio è rappresentato dai dirigenti usciti dalle scuole MBA degli anni '50, che favorirono la crescita di imprese conglomerate.

L'evoluzione delle organizzazioni che, a partire dagli anni '80, ha segnato il passaggio dalla diversificazione conglomerata a processi di dismissione è stato approfondito anche da altri teorici che hanno sottolineato il ruolo della politica economica americana quale fattore trainante del mutamento. Davis *et al* (1994), evidenziano le azioni governative, il ruolo delle imprese di consulenza, le teorie

dell'efficienza organizzativa e la tendenza delle organizzazioni ad imitarsi, quali elementi che hanno inciso sull'espansione delle imprese diversificate (*firm-as-portfolio model*). La strategia seguita è stata modellata dalle istituzioni e non si è materializzata in termini di elevato profitto, come suggerisce la logica del mercato.

Con le elezioni del 1980 che portarono Reagan alla Casa Bianca, le politiche antitrust si ammorbidirono. Precisamente le fusioni e le acquisizioni orizzontali tra imprese del medesimo ramo industriale venivano valutate diversamente rispetto agli anni precedenti, non considerando anti competitivi i colossi industriali solo sulla base di una o più operazioni di M&A.

Nel lavoro degli autori, il processo di deistituzionalizzazione che ha investito l'impresa diversificata è andato oltre, incidendo profondamente sul valore dell'impresa come entità sociale, che si è svuotata del suo ruolo principale ed attivo, finendo per essere governata da organismi esterni di controllo. Una conclusione così forte è stata fortemente influenzata e supportata dal crescente utilizzo dei *bust-up takeover*<sup>15</sup>, come mezzo speculativo, che hanno svalutato l'importanza ed il valore che merita l'organizzazione impresa.

A questo punto ritorniamo alla nostra analisi principale ed andiamo ad individuare le relazioni esistenti tra il disinvestimento e le pressioni esercitate dalle istituzioni. Per la nostra analisi riprendiamo la definizione di istituzioni proposta da Scott nel 1995 e ripresa successivamente nel lavoro del 2003. Secondo l'autore le istituzioni sono un insieme composto da elementi regolativi, normativi e culturali atti a produrre senso, stabilità ed ordine. Le imprese agiscono sotto l'influenza delle pressioni esercitate dalle istituzioni e si riflettono in scelte strategiche non finalizzate alla mera massimizzazione del profitto, ma al fine di ricercare un sostegno e una legittimazione dall'ambiente esterno. Il disinvestimento, come strategia volta alla creazione di valore, viene influenzato dal contesto ambientale

---

<sup>15</sup> In un caso tipico di *bust-up takeover* l'acquirente (rider) identifica un'impresa conglomerata il cui valore risulta scontato dal mercato. Prima di procedere al tentativo di acquisto, o meglio dire, di scalata, il rider sceglie le parti da vendere, smembrando materialmente l'organizzazione, e trova i principali acquirenti. Il rider si finanzia mediante debiti di breve termine (junk bond) e con il finanziamento degli acquirenti successivi, utilizzando pochissimo capitale proprio per riuscire ad acquistare il controllo della società. Una volta venduta la società in pezzi ripaga i debiti e trae profitto dalla differenza tra il prezzo di acquisto e di vendita. È un tipo di takeover speculativo e prevede il più delle volte la chiusura di impianti e licenziamenti del personale.

di riferimento. Attraverso la suddivisione proposta da Scott, approfondiamo come le istituzioni incidono sulle operazioni di *divestiture*.

La figura successiva sintetizza le caratteristiche distintive dei tre tipi di istituzione previsti da William R. Scott.

	<b>Regolative</b>	<b>Normative</b>	<b>Culturali-cognitive</b>
<b>Basi di conformità</b>	Convenienza	Obbligazioni sociali	Dato per scontato, riconosciuto, conoscenza condivisa
<b>Base dell'ordine</b>	Regole	Aspettative vincolanti	Schema costitutivo
<b>Meccanismo</b>	Coercitivo	Normativo	Mimetico
<b>Logica</b>	Strumentale	Appropriazione	Ortodossia
<b>Indicatori</b>	Regole, leggi, sanzioni	Certificazione, accrediti	Credenze comuni, condivisione di logiche di azioni
<b>Base di legittimazione</b>	Sanzione legale	Morale	Comprensibile, riconosciuto, supportato culturalmente

Fig. 2.5 I tre tipi di istituzione. Adattamento da Scott (2001,2003)

La presenza di istituzioni regolative può incidere profondamente sull'utilizzo del mercato dei capitali, come strumento efficiente di valutazione dell'operato del management. Non sempre si può ricorrere al disinvestimento per ripristinare l'efficienza. L'obiettivo della creazione di valore di valore per l'azionista attraverso il disinvestimento incontra delle difficoltà in due specifici casi (Peruffo, 2013).

Regole, sanzioni e meccanismi di sorveglianza possono essere posti a tutela degli azionisti di minoranza in contrasto con gli interessi degli azionisti di maggioranza e del management che incentivano l'utilizzo delle operazioni di *restructuring*. L'analisi approfondita dei conflitti di agenzia sarà esaminata nel quarto capitolo nell'ambito delle barriere manageriali.

Inoltre la pressione di istituzioni formali come i sindacati, può incidere profondamente nelle scelte strategiche delle imprese, condizionando il valore creato per gli azionisti ed i loro interessi.

Le istituzioni normative sono delle obbligazioni sociali che vincolano il comportamento dell'impresa sulla base di valori condivisi, in grado di legittimare e promuovere le organizzazioni in determinati contesti. Il concetto sottinteso è la responsabilità sociale dell'impresa (*corporate social responsibility*), definita dalla Commissione Europea nel 2011 come “La responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società”<sup>16</sup>. In tale ambito viene esaltata la funzione etica e morale nel promuovere azioni, attuare provvedimenti e mantenere determinati comportamenti affini al carattere della società di cui si è parte.

I risultati vengono valutati non in termini di efficienza e performance, ma si basano sulla legittimazione normativa dell'ambiente di riferimento. Come sottolineato da Ritchie e Dowlatabadi (2014), un crescente numero di compagnie si è preoccupato di rimuovere i fondi di investimento a favore di quelle organizzazioni responsabili di un elevato livello di emissione di carbone, attraverso processi di disinvestimento volti a muovere i fondi verso altri settori.

In ultimo le istituzioni cognitive e culturali si sviluppano attorno alla presenza di conoscenze e credenze condivise. Il comportamento dell'impresa è influenzato dalla percezione della propria identità e dalle logiche dominanti di azioni (Peruffo, 2014). Nel primo caso la compagnia ricorre al disinvestimento per rimodulare il proprio perimetro di azione nei settori riconosciuti per ricevere una valutazione corretta da parte degli analisti e non esporsi allo sconto da diversificazione. Per quanto riguarda la logica dominante di azioni, il mutamento strategico intervenuto nelle grandi compagnie a cavallo del 1980, che ha inciso sul passaggio da una strategia di diversificazione a disinvestimento esplica perfettamente il concetto. Si è modificata la concettualizzazione dei confini aziendali sulla base di schemi cognitivi condivisi e, di conseguenza, le azioni strategiche hanno rispecchiato tale cambiamento.

L'approccio neo-istituzionale suggerisce che il cambiamento strategico ed evolutivo proviene esclusivamente da fattori esterni, svuotando in un certo senso il ruolo dell'attività imprenditoriale. Nella nostra analisi abbiamo sottolineato

---

<sup>16</sup> [www.wikipedia/responsabilitàsociale.it](http://www.wikipedia/responsabilitàsociale.it)

l'importanza delle fonti endogene come spinte propulsive alle decisioni strategiche, compreso il disinvestimento, ma, è utile ribadirlo, questo lavoro ha evidenziato anche ulteriori fattori che promuovono operazioni di *corporate restructuring*. Il disinvestimento deve essere interpretato non in una o in un'altra prospettiva ma alla luce di tutti i contributi teorici sottolineati nel presente lavoro.

### 2.2.2 SCELTA PROATTIVA O SCELTA REATTIVA

Sintetizzando il lavoro sulle determinanti del disinvestimento svolto fino a questo punto, possiamo categorizzare i fattori in tre grandi macro classi correlate tra di loro.

La prima di queste riguarda i fattori strategici ed è stata individuata seguendo l'approccio della *Resource Based View*, per la quale la riconfigurazione delle risorse e competenze, qualificate in base al loro valore, incentiva la rimodulazione del perimetro aziendale e si finalizza al raggiungimento del vantaggio competitivo attraverso la creazione di valore. Il secondo filone analizzato è quello finanziario e deriva dalla logica dei costi di transazione sviluppata da Coase nel 1937. In questa seconda ipotesi il fattore trainante deriva dall'efficienza del mercato dei capitali, precisamente nella capacità di sviluppare relazioni rispetto al *trade-off* mercato-crescita interna. L'impresa segue la logica di una migliore efficienza. In ultimo abbiamo analizzato l'incidenza dei fattori istituzionali sul comportamento delle imprese, riconducendo la scelta del disinvestimento sulla base di istituzioni normative, regolative e cognitive.

La sezione sottostante di questo elaborato intende analizzare la natura di queste tre determinanti. Quello che ci chiediamo è se la scelta del disinvestimento sia motivata da una visione di lungo termine ed abbia un ruolo propulsivo nella strategia di crescita dell'azienda (scelta proattiva) o, diversamente, sia guidata da fattori esterni e sia, in una certa misura obbligata, finalizzata alla riduzione di perdite piuttosto che alla creazione di nuovo valore (scelta reattiva). Non voglio associare alla seconda prospettiva un'accezione negativa in quanto, in entrambi i casi il disinvestimento è influenzato dalla natura dei cambiamenti ambientali ma, nel primo caso l'azione dell'impresa è razionale e consapevole mentre, nel secondo si tratta di una reazione più naturale.

Il disinvestimento strategico sulla base delle risorse e competenze a disposizione dell'impresa ha una natura proattiva. Infatti il management sviluppa una strategia di crescita rimodulando le risorse attorno alle attività *core* in maniera consapevole e responsabile. Una diversa configurazione di risorse promuove lo sviluppo e non si manifesta solo in situazioni di crisi. Baroncelli e Manaresi (1997), supportano l'idea di disinvestimento proattivo nell'ottica del franchising, offrendo il loro punto di vista sulla base delle relazioni nascenti tra franchisor e franchisee che hanno sostituito il rapporto di proprietà mediante un disinvestimento. In tale circostanza viene promossa la crescita dell'azienda madre attraverso un riposizionamento verso un numero più limitato di attività chiavi e si favorisce anche lo sviluppo della ex sussidiaria, dotata di maggiore autonomia. Il disinvestimento crea un network di relazioni finalizzato alla creazione di valore e non si produce in un processo di ridimensionamento attuato per problemi economici e finanziari.

In un articolo del 2011 Jeff Stibel ha enfatizzato il ruolo del disinvestimento in periodi di recessione. Viene sottolineato come le operazioni di fusione ed acquisizione cavalcano l'onda dei boom economici, pur non riportando, nella maggior parte dei casi, performance soddisfacenti mentre, nei periodi di recessione il disinvestimento risulta essere la strategia maggiormente perseguita. Stibel afferma che le aziende dovrebbero pensare maggiormente alle proprie competenze di base e a quello che fanno meglio di chiunque altro e basare la loro strategia su queste risorse, a discapito dei fattori di mercato ed ambientali.

Diversamente, il disinvestimento alla ricerca dell'efficienza viene maggiormente influenzato da fattori esterni e può essere considerato una scelta reattiva. Come evidenziato da Montgomery e Thomas (1988) le imprese che disvestono, nella maggior parte dei casi presentano performance inferiori rispetto ai propri concorrenti. Il disinvestimento è una logica conseguenza naturale, incentivata dal recupero di risultati soddisfacenti.

In ultimo, le istituzioni, il contesto ambientale e i fattori esterni incidono ed influenzano le scelte strategiche delle imprese. È la risposta a queste forme di pressione ad essere giudicata proattiva o reattiva. Mentre l'approccio neo-istituzionalista suggerisce che la configurazione delle imprese dipende esclusivamente dall'ambiente di riferimento, l'analisi qui proposta distingue le scelte a disposizione del management aziendale in proattive e reattive.

Non possiamo definire quale delle spinte al disinvestimento sia più importante ma dobbiamo affrontare il tema sulla base dei molteplici contributi fino a qui esaminati. Sia l'approccio definito sulla base delle risorse, sia la teoria dei costi di transazione, sia la corrente neo-istituzionale ci ha offerto molteplici spunti di riflessione che assieme concorrono alla formazione delle determinanti del disinvestimento.

### 2.3 CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI

Dopo aver analizzato le determinanti delle decisioni di disinvestimento, ci muoviamo verso i principali obiettivi che si vogliono acquisire attraverso una *corporate strategy*. Ciò che muove una strategia è la combinazione di fattori causali che spingono verso una direzione e aspettative che portano l'impresa a migliorare la propria posizione.

L'obiettivo principale, comune a tutte le strategie, è la creazione di valore attraverso l'attività del management. La domanda a cui si dovrà dare risposta è per chi e per quale motivo questo valore deve essere generato.

La teoria della creazione di valore per l'azionista (*shareholder value*), è l'approccio più comunemente accettato e sostenuto dalla letteratura economica e manageriale. Questa impostazione prevede che le scelte strategiche siano mosse con il fine ultimo di massimizzare il valore economico del capitale di rischio. Creare valore per l'azionista significa creare valore per l'azienda.

A questo punto è opportuna un'analisi approfondita della suddetta teoria, per meglio comprendere la relazione tra il disinvestimento e la creazione di valore per gli azionisti, dimostrata empiricamente da numerosi studi che saranno richiamati nell'ultima parte della sezione.

Rappaport (1981) incentiva le strategie che creano valore per gli azionisti, rispetto alle scelte valutate attraverso parametri contabili (*accounting performance*), ad esempio la previsione futura degli utili per azione (*earning per share*). La valutazione di un piano strategico, secondo l'approccio *accounting-oriented* non consente di stabilire se la *corporate strategy* è in grado di creare valore per gli azionisti e in quale misura. Inoltre l'analisi è complessiva e non distingue quali unità (*strategic business unit*) creano valore e quali no, ne permette un confronto

tra più alternative strategiche. Differentemente, il metodo del *discounted cash flow*, che misura il valore creato per l'azionista attraverso la strategia, può essere applicato non solo a livello di singolo investimento o progetto, ma a livello di *corporate strategy*, all'interno di piani strategici di lungo periodo che comprendono acquisizioni e fusioni, ma anche disinvestimenti, alimentando la connessione tra valore per l'azionista, performance della singola unità e performance totale. La creazione di valore si contrappone alla massimizzazione del profitto, poiché si tiene conto della distribuzione temporale dei diversi risultati economici, oltre che al rischio associato ad essi.

L'obiettivo della creazione del valore, rispetto ad altre finalità perseguibili dall'impresa, risulta essere preferito per differenti ragioni:

- è necessario che il management si concentri su piani di lungo periodo.
- Il rendimento atteso dei singoli progetti viene confrontato con il costo opportunità del capitale.
- La misurazione è agevole se l'impresa è quotata (Questo può limitare notevolmente l'utilizzo di tale impostazione). Il prezzo racchiude in sé tutte le informazioni necessarie.
- Il diritto in capo agli azionisti è residuale, quindi viene assicurato il soddisfacimento degli altri portatori di interessi.<sup>17</sup>

Il lavoro di Rappaport (1981 e 1987), così come l'approccio *shareholder value* si basa sull'assunzione che il mercato sia efficiente. La capitalizzazione di borsa dell'impresa (prezzo delle azioni per il relativo numero) incorpora tutte le informazioni disponibili e si configura così, come strumento di misurazione da cui dipende l'esito della strategia.

Il capitolo 5 riprenderà il metodo del valore azionario per la valutazione della strategia dell'impresa, ma, in questo ambiente è giusto soffermarci sulle modalità predisposte, a livello corporate, dai manager che determinano le strategie volte alla creazione di valore per l'azionista.

Il metodo del valore azionario per la valutazione di una strategia, si compone di differenti passaggi che andremo a specificare. Le immagini successive

---

<sup>17</sup> Fontana e Caroli (2009) "Economia e gestione delle imprese" McGraw-hill, Terza ed. p. 350

sintetizzano e rendono una visione globale dei procedimenti seguiti per misurare il valore creato dalla strategia seguendo l'approccio *shareholder value added*.

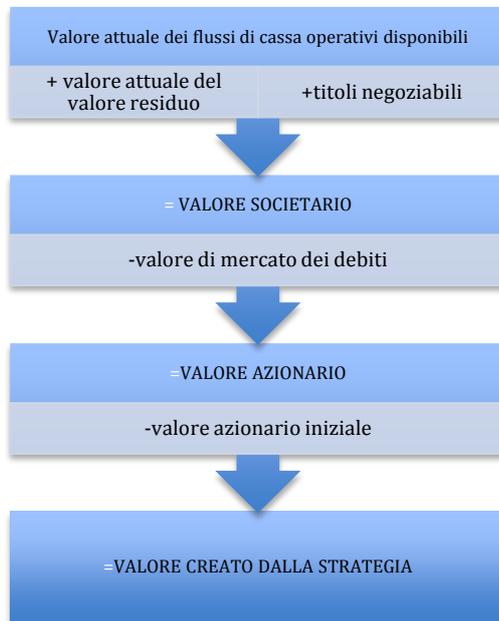


Fig. 2.6 Calcolo del valore creato da una strategia. Adattato da Rappaport (1986)

Valore societario	Attività operative + titoli finanziari e liquidità	Debiti
		Equity (valore azionario)

Fig. 2.7 Valore societario e valore azionario.

Tale meccanismo consente di relazionare le scelte strategiche alla creazione di valore per l'azionista. Come evidenziato dalle figure il valore di mercato del capitale proprio, il valore azionario, è dato dalla differenza tra il valore di mercato delle attività e il valore di mercato dei debiti.

$$VA_0 = VS_0 - D$$

$VA_0$  = valore azionario dell'impresa al tempo 0

$D$  = valore di mercato dei debiti della società

La somma delle attività operative (Enterprise value), i titoli finanziari e la liquidità rappresenta il valore societario. Il valore delle attività operative è la somma di due componenti: il valore attuale dei flussi di cassa entro l'orizzonte di previsione del piano e il valore residuo.

$$VS_0 = \sum_{t=1}^N [CF_t / (1 + WACC)^t + VR_N / (1 + WACC)^N] + T$$

$VS_0$  = valore societario dell'impresa al tempo 0

N = durata del progetto (in anni)

$CF_t$  = flusso di cassa disponibile all'anno t

WACC = costo medio ponderato del capitale

VRN = valore residuo dell'impresa all'anno t

T = titoli negoziabili e liquidità

Per arrivare al valore azionario si dovrà sottrarre al valore societario la posizione finanziaria netta ( $PFN = D - T$ ), ossia la differenza tra i debiti finanziaria e la liquidità dell'impresa.

La differenza tra il valore azionario finale e quello iniziale costituirà il valore generato dalla strategia.

$$\text{Valore Strategia} = \sum_{t=1}^N [CF_t / (1 + WACC)^t + VR_N / (1 + WACC)^N] - PFN - VAI_0$$

dove  $VAI_0 = (CF_1 / WACC) - D$

Una volta analizzata la valutazione della strategia a livello di ipotesi costruite dal management ci spostiamo in direzione del mercato. Il prezzo delle azioni, nell'ipotesi di mercato efficiente, è in grado di riassumere e trasmettere attraverso un unico indicatore tutte le informazioni disponibili riguardo l'azienda e le alterazioni che precedono e seguono le scelte strategiche riflettono la valutazione che viene data dal mercato alla bontà dell'operazione.

Nella medesima prospettiva, nel 1987, Rappaport, analizza i segnali del mercato in relazione ai piani previsionali dei manager. La formula posta all'inizio dell'articolo sintetizza la teoria sottostante l'approccio volto alla massimizzazione del valore azionario:

*"A company's stock price is the clearest measure of market expectations about its performance".<sup>18</sup>*

La teoria basata sul prezzo delle azioni consente di interpretare le aspettative del mercato e muovere le strategie aziendali in quella direzione. Lo *stock price* non rappresenta solo il prezzo attuale dell'azione, ma ingloba le aspettative di crescita, o meno, di più anni, come enfatizzato dalle forti oscillazioni che seguono

---

<sup>18</sup> Rappaport A. (1987) "Stock market signals to managers" Harvard Business Review, p.57

l'annuncio di nuove strategie di durata superiore al singolo esercizio. Il management è chiamato a confrontare le proprie aspettative con la risposta che viene offerta dal mercato e modificare, di conseguenza, le proprie posizioni.

Le informazioni del mercato aiutano a comprendere meglio la relazione esistente tra il valore creato per gli azionisti e la performance aziendale. L'autore propone l'esempio della fusione tra Philip Morris e General Food nel 1985. Tra Giugno e Ottobre il prezzo delle azioni della GF passarono da \$65 a \$120. Il mercato valutava positivamente l'operazione e il prezzo rifletteva le aspettative di crescita delle vendite di GF assieme a migliori margini di profitto.

In definitiva la teoria della creazione di valore per gli azionisti riflette l'importanza dei segnali inviati dal mercato in base alle aspettative e si sostanzia nel prezzo dell'azione come indicatore ultimo e maggiormente veritiero rispetto diverse procedure di analisi. Il mercato raccoglie le informazioni provenienti dall'azienda attraverso report, pubblicazioni, bilanci, annunci e quant'altro formalizzando il risultato della sua valutazione nello *stock price*. Il management è chiamato a sviluppare una *corporate strategy* in grado di creare valore per gli azionisti. L'intermediario posto alla misurazione di questo valore è il mercato.

Il metodo di studio che prendiamo in considerazione in questa analisi è *l'event study* (Fama *et al*, 1969; Warner *et al*, 1988), collegato al CAR (*Cumulative Abnormal Return*), come misuratore in termini di performance delle operazioni di disinvestimento.

L'obiettivo dell'*event study* è valutare l'impatto dell'annuncio del disinvestimento sul valore dell'impresa, misurato dall'oscillazione del prezzo delle azioni. Il rendimento anomalo ( $AR_{jt}$ ) è la differenza tra il rendimento effettivo e quello previsto. Calcolando i rendimenti anomali in un determinato intervallo di tempo (*event window*), posto attorno all'evento, in questo caso l'annuncio di un'operazione di *divestiture*, sommandoli, si ottiene il CAR.

$$CAR_j = \sum AR_{jt}$$

Nell'immagine successiva sono riportati i risultati dei principali studi economici e manageriali, che hanno usato questo modello di stima per valutare l'impatto dell'annuncio del disinvestimento sulla creazione di valore per gli azionisti.

Autori	Periodo	Campione	Paese	Event Window (giorni)	CAR (%)
Miles e Rosenfeld (1983)	1962-1980	55	USA	1	0.20
Schipper e Smith (1983)	1963-1981	93	USA	2	2.80
Alexander <i>et al.</i> (1984)	1964-1973	53	USA	2	1.30
Heart e Zaima (1984)	1979-1981	58	USA	11	3.60
Rosenfeld (1984)	1969-1981	62	USA	2	2.30
Jain (1985)	1976-1978	1064	USA	1	0.10
Klein (1986)	1970-1979	202	USA	3	1.10
Hite <i>et al.</i> (1987)	1963-1981	55	USA	2	1.70
Scherman e Pettway (1987)	1981-1987	278	USA	2	0.90
Afshar <i>et al.</i> (1992)	1985-1986	178	UK	1	0.90
Markides (1992)	1980-1988	45	USA	2	1.70
John e Ofek (1995)	1986-1989	231	USA	3	1.50
Lang <i>et al.</i> (1995)	1984-1989	93	USA	2	1.40
Lasfer <i>et al.</i> (1996)	1985-1986	142	UK	2	0.80
Wright e Ferris (1997)	1984-1990	116	USA	1	-25.00
Krishnaswami e subramaniam (1999)	1979-1993	118	USA	2	3.20
Mulherin e Boone (2000)	1990-1999	106	USA	3	4.51
Kaiser e Stouratis (2001)	1984-1994	590	UK	2	1.20
Schill e Zhou (2001)	2000	11	USA	3	11.30
Veld e Veld-Merkoulova (2004)	1987-2000	156	Europa	3	2.62
Bergh, Johnson e Dewitt (2008)	1990-1997	204	USA	2	2.00
Veld e Veld-Merkoulova (2008)	1995-2002	91	USA	3	3.07
Brauer e Wiersema (2012)	1993-2007	226	USA	7	0.20

Fig. 2.8 Abnormal returns e annuncio del disinvestimento negli studi di finanza e management. Peruffo E. (2013) “Verso una cultura del disinvestimento” Franco Angeli Editore, p.162

Risulta evidente il risultato positivo conseguito dall’annuncio nei termini della creazione di valore per i soci. Infatti il prezzo delle azioni sale in corrispondenza dell’evento nella quasi totalità dei casi, pur essendo, il campione, molto eterogeneo.

Questo risultato è in linea con le nostre aspettative secondo le quali le strategie a livello corporate perseguono il fine di migliorare il benessere dei propri soci. Il miglioramento si riflette direttamente sul prezzo delle azioni tramite il meccanismo imposto da un mercato efficiente. Inoltre si evidenzia chiaramente la performance positiva ottenuta da un’operazione di *divestiture*, anche se legata al solo annuncio.

Abbiamo dedicato questa sezione alla finalità ultima delle strategie aziendali: la creazione di valore per gli azionisti. Dopo aver analizzato le cause che portano a preferire una tale impostazione, rispetto a parametri contabili, limitati e poco flessibili, ci siamo diretti verso la misurazione e la valutazione delle strategie ex-

ante, attraverso le metodologie usate dal management aziendale per la quantificazione del valore della strategia e, in un secondo momento, ex-post da parte del mercato, in grado di far riflettere nel prezzo delle azioni non solo informazioni quantitative e statiche, ma aspettative future. Infine abbiamo dimostrato, con l'aiuto delle ricerche empiriche degli anni precedenti il risultato positivo condotto dalle operazioni di disinvestimento in termini di creazione di valore, specificando il risultato attraverso l'incremento del prezzo delle azioni attorno alla data di annuncio.

## CAPITOLO 3

### METODOLOGIA DEL DISINVESTIMENTO. UN CONFRONTO TRA USA E ITALIA

#### 3.1 USA: DEFINIZIONE E PROCEDIMENTO

Esistono diverse modalità attraverso le quali si rende possibile eseguire un programma strategico di disinvestimento. Ogni modalità presenta delle proprie specificità e consente di raggiungere obiettivi diversi in relazione alla scelta. All'interno di un contesto comune di riferimento, i soggetti coinvolti si muovono in maniera differente in relazione alla modalità prescelta, scostandosi in base al rapporto di titolarità e controllo conseguente all'operazione. Inoltre, anche il quantum del valore creato dalla strategia risulta essere influenzato sia dall'opzione di *corporate divestiture* seguita sia dalle proprie caratteristiche strutturali.

Le principali modalità di disinvestimento utilizzate nel contesto statunitense sono: *corporate sell-off*, *corporate spin-off* ed *equity carve-out*.

I paragrafi successivi analizzeranno le diverse modalità descrivendo i procedimenti specifici delle singole opzioni. Per ogni fattispecie si evidenzierà l'implicazione sulla corporate governance e le differenti finalità strategiche e finanziarie conseguibili attraverso i principali meccanismi di exit. Ogni scelta implicherà effetti specifici che il management è chiamato a considerare in base alla modalità implementata.

Secondo il rapporto elaborato dalla Boston Consulting Group, pubblicato nel Febbraio 2014, sono tre le principali determinanti che guidano la scelta della modalità del disinvestimento:

- *Parent situation*. Precisamente la forza finanziaria della *parent*, la capacità di generare profitto e la strategia globale della casa madre.
- *Asset attributes*. I fattori che spingono in una direzione piuttosto che in un'altra riguardano le attività core dell'impresa, la sua capacità innovativa e la qualità.
- *Market environment*. La volatilità del mercato, la valutazione espressa ed il ciclo dinamico che coinvolge l'economia incide sulla scelta della modalità.

In base alla pressione esercitata da questi fattori la governance aziendale si muoverà verso un *sell-off*, uno *spin-off* o un'*equity carve-out*, al fine di scegliere la strada di uscita più conveniente in base alle esigenze espresse dall'organizzazione.

### 3.1.1 CORPORATE SELL-OFF

Il *sell-off* è la forma più tipicamente utilizzata per un disinvestimento. Si sostanzia nella cessione totale o parziale di un business ad una terza parte, mediante transazione privata. Il pagamento avviene di solito in forma liquida ma può anche essere effettuato mediante lo scambio di azioni in aggiunta o in sostituzione.

La vendita può riguardare un asset o un business. La differenza sostanziale<sup>19</sup> è nel rapporto precedente che la *parent* ha con la divisione. Se la *target* è inclusa nel portafoglio delle attività dell'impresa e non rappresenta un'entità distinta si parla di cessione di asset, mentre se rappresenta una divisione separata ed autonoma, l'oggetto della vendita è una business unit. In entrambi i casi muta il rapporto di proprietà e controllo con la parte ceduta.

Nell'ipotesi di *sell-off*, come in un normale processo di vendita, l'obiettivo principale è la valorizzazione della divisione da cedere per poterne ricavare il maggior profitto possibile. La differenza che scaturisce tra il prezzo pagato per l'acquisizione ed il valore contabile dell'asset/business ceduto può essere positiva ed in questo caso si tratta di plusvalenza, tassabile fiscalmente, o negativa, minusvalenza.

Il successo della vendita chiama in causa abilità complementari e strategiche, con il fine di ricavare il massimo valore possibile e minimizzare il rischio associato ad un'operazione di disinvestimento. La gestione della transazione risulta essere lo snodo principale attraverso cui rendere proficua la cessione. I fattori principali che conducono ad un esito positivo, individuati da Gole e Hilger (2008), riguardano il potere e le capacità della leadership nel condurre l'operazione; la quantità di risorse da destinare alla cessione deve essere adeguata e l'immagine deve essere condivisa da tutta l'azienda, senza connotare il disinvestimento con un'accezione negativa; i dipendenti chiave devono essere motivati ed incentivati a produrre

---

<sup>19</sup> Steingold F. "The complete guide to selling a business" pp 34-35

risultati positivi anche in presenza di un'imminente vendita del business a cui appartengono; la comunicazione tra i vari membri del team predisposti all'operazione, tra il team e i vertici aziendali e con i membri dell'unità da cedere deve risultare chiara, efficace e trasparente; la coesione del team, la definizione dei ruoli e dei tempi risultano essere ulteriori fattori di successo di un *sell-off*.

Il processo strutturato di un *corporate sell-off* si compone di cinque distinte fasi.<sup>20</sup>



Fig. 3.1 Processo di disinvestimento. Adattamento da Gole (2009)

Da una valutazione complessiva delle attività dell'impresa il management, sollecitato da obiettivi finanziari e strategici, individua quei business da cedere in relazione al loro valore e sceglie la modalità di disinvestimento che più si configura alle finalità aziendali. In questo caso prendiamo in considerazione la sola opzione di *sell-off* che ci offre l'opportunità di analizzare il processo di vendita nella maniera più tradizionale associata al termine. Il passaggio successivo all'approvazione formale del piano di disinvestimento prevede la creazione di un team dedicato all'operazione e lo sviluppo di piani di ritenzione per il personale chiave (*personnel retention plans*). Il terzo passaggio comprende le risorse da impiegare nella comunicazione con il mercato esterno. Il rapporto con i possibili acquirenti prende forma attraverso la redazione di un documento di offerta o di un prospetto con le specificità del business oggetto della vendita. Inoltre, risorse interne si devono occupare del distacco della sussidiaria, sviluppando processi di risoluzione di conflitti e tensioni. Il momento

<sup>20</sup> Gole W. (2009) "A structured approach to corporate divestiture transaction" CMA Management, 22-25

dell'esecuzione rappresenta il nucleo centrale del processo e prevede il confronto diretto tra il *seller* ed il *buyer* nella definizione dei dettagli della vendita attraverso i meccanismi della *due diligence*. Infine un'analisi retrospettiva consente di individuare quelle capacità e competenze acquisite mediante il processo che possono risultare utili in un futuro progetto di cessione.

Esistono tre principali tecniche di negoziazione che si discostano sia nel contenuto che nella forma:<sup>21</sup>

- Vendita negoziata (*negotiated sale*). È l'acquirente a contattare il proprietario della divisione oggetto della transazione, oppure è lo stesso proprietario che è intenzionato a vendere, ma informa un solo compratore per evitare la diffusione di informazioni sensibili.
- Vendita competitiva controllata (*controlled competitive sale*). In questo caso il business target è oggetto delle attenzioni di più soggetti ma è il cedente a contattare un numero limitato di compratori per mantenere un controllo attivo sul processo di vendita.
- Vendita al miglior offerente (*auction*). Come nel caso precedente è il venditore a contattare i possibili acquirenti che partecipano ad una vera e propria asta competitiva che si sostanzia in due momenti (*first round* e *second round*). Il venditore valuterà la miglior offerta.

La creazione di valore di un *sell-off* comprende razionali di carattere strategico e finanziario che possono essere schematizzate come segue.



Fig. 3.2 Razionali di un'operazione di sell-off. Adattamento da Peruffo (2014) p.86

<sup>21</sup> Hunt P. (2004) "Structuring, mergers & acquisition: A guide to creating shareholder value" 2° ed. Aspen Editore

Nella maggior parte dei casi un *sell-off* riguarda la cessione di un business non correlato all'attività core della casa madre, poco performante e rischioso. Attraverso la vendita si favorisce il processo di *re-focusing*, predisponendo le risorse verso un numero più ridotto di attività. Il miglioramento delle performance operative, successivo al disinvestimento, è il possibile frutto dell'eliminazione di sinergie negative tra la divisione ceduta e quelle rimaste all'interno della *parent*. Un ulteriore elemento strategico che genera valore è la posizione che la *target* assume nel portafoglio dell'impresa acquirente che sarà in grado di valorizzare maggiormente l'unità precedentemente disinvestita.

Dal punto di vista finanziario il *sell-off* è in grado di generare cassa e le risorse possono contribuire a nuovi progetti a maggior valore o ridurre il livello di debito, che in situazioni di stress economico può compromettere l'attività dell'azienda. Nell'ambito dei problemi di agenzia la cessione di un business contribuisce a ridurre i confini dell'impresa, riposizionando i flussi di cassa verso progetti affini agli azionisti, rispetto la strategia di diversificazione voluta dai manager.

Quando preferire un *sell-off* rispetto ad uno *spin-off* o ad un *equity carve-out*?<sup>22</sup>

La modalità analizzata in questa sezione consente di generare cassa e l'impresa accede così a risorse finanziarie a basso costo. In situazioni di crisi un *sell-off* concede la liquidità necessaria atta a mitigare stress economici senza compromettere le performance operative. I manager sono restii ad un disinvestimento ma se costretti preferiscono un *sell-off* di dimensioni ridotte, finalizzato ad avere i fondi necessari a perseguire progetti alternativi che non pregiudicano la posizione di prestigio conseguita. Imprese maggiormente diversificate e che perseguono obiettivi di riposizionamento attorno ai/al propri/o core business, optano per un *sell-off*, poiché questa modalità è in grado di raggiungere una maggiore efficienza nella riallocazione delle risorse in un tempo ridotto. Infine l'esperienza di transazioni precedenti è correlata positivamente rispetto al *sell-off*, quindi, maggiore sarà il numero di *sell-off* e maggiore sarà il ricorso a tale modalità di disinvestimento.

---

<sup>22</sup> Peruffo E. (2014) Op. cit. pp 52-61

### 3.1.2 CORPORATE SPIN-OFF

Il *corporate spin-off* prevede la separazione di un business dalla casa madre, che apporta un complesso o un ramo aziendale ad una società preesistente o di nuova costituzione. Le azioni della nuova entità vengono distribuite proporzionalmente (pro rata) agli azionisti della casa madre. La sussidiaria, in seguito all'operazione può essere quotata sul mercato come società distinta e giuridicamente autonoma rispetto la *parent*. Mediante uno *spin-off* non viene mutato l'assetto proprietario ma si ha un cambiamento negli organi di controllo della società scorporata.

L'aspetto principale dell'operazione è la separazione legale tra la casa madre e la sussidiaria, che non incide sulla quota proprietaria detenuta dai vecchi azionisti.

Una variante dello *spin-off* è lo *split-off*. Questa seconda ipotesi si differenzia dalla prima in quanto i soci della casa madre ricevono sempre le azioni pro quota della sussidiaria, ma in cambio della restituzione delle azioni della *parent*. Si costituisce sempre una nuova entità autonoma e legalmente indipendente i cui proprietari risultano essere un sottogruppo dei soci della società primaria.

Il regime fiscale statunitense, previsto per uno *spin-off*, presenta dei caratteri specifici. Infatti, l'operazione può risultare *tax free* se qualificato sotto la sezione 355 dell' *Internal Revenue Code*, diversamente, la distribuzione di azioni verso i soci della casa madre viene considerata come distribuzione di dividendi e quindi i soci saranno considerati come soggetti passivi d'imposta.

I requisiti previsti per l'ammissione alla sezione 355 sono:<sup>23</sup>

- Controllo. Vi deve essere un rapporto di controllo tra le due società. Si richiede la proprietà dell'80% delle azioni con diritto di voto e l'80% delle altre categorie di azioni.
- No "device". Si vieta la distribuzione di redditi da dividendi non tassati attraverso un'operazione di "salvataggio".
- Commercio attivo. La controllata deve svolgere un'attività commerciale attiva.
- Distribuzione di tutte le azioni o titoli. La società di distribuzione deve assegnare tutte le azioni o i titoli della sussidiaria o un numero sufficiente da assicurarne il controllo.

---

<sup>23</sup> Kidder N.G. (2011) "Basics of U.S. tax-free spin-off under section 355" International Taxation, pp. 440-443

- Obiettivo commerciale. Viene imposta la finalità operativa, strategica e commerciale, oltre a quella finanziaria, attraverso il *sell-off*.
- Continuità di interesse. La suddivisione proporzionale delle azioni deve riflettere un controllo proprietario ristretto che garantisce l'interesse verso l'entità scorporata.

Il procedimento strutturale di un'operazione di *corporate spin-off* si compone di differenti fasi ed è caratterizzato dalla produzione di documenti informativi che viaggiano tra la società e gli organi di controllo predisposti negli U.S.A..

Il primo passo successivo all'annuncio dell'operazione, è il deposito di un prospetto informativo presso la *Security Exchange Commission* sulla base di un format prestabilito (*form 10*). Il modulo assume una rilevanza pubblica al momento della consegna e in esso vengono evidenziate tutte le caratteristiche dello *spin-off*. Nello specifico il documento dovrà contenere il progetto della separazione, informazioni di riepilogo, dati di bilancio, fattori di rischio, la serie storica di dati finanziari e informazioni sul possibile andamento futuro, una descrizione dell'attività economica, il rapporto di concambio ed infine gli accordi di transazione tra la casa madre ed il business oggetto dello *spin-off*, precedenti e successivi all'operazione.<sup>24</sup>

Il tempo di attesa per l'approvazione varia a seconda del numero delle revisioni e si prolunga se è stata richiesta contestualmente l'applicazione della fiscalità agevolata come previsto dalla sezione 355 dell'IRC. In sostanza, dalla data di annuncio al *record date* possono passare dalle 24 alle 27 settimane.

Conclusa la fase iniziale sono individuati i soci della *parent* a cui spettano le azioni della sussidiaria (*record date*) mediante approvazione assembleare. La quotazione nel mercato è successiva all'attività di *training* tra i soci e segna la conclusione dell'operazione.

Come per il *sell-off* il *corporate spin-off* presenta delle specificità di carattere strategico e finanziario, che incidono sulla creazione di valore.

Senza soffermarci sui medesimi driver evidenziati nella sezione precedente (Fig. 3.1), quali la rifocalizzazione sul core business e l'eliminazione di sinergie negative, uno *spin-off* offre altri razionali di interesse.

---

<sup>24</sup> Wachtell et al (2013) "Spin-off guide"

Nell'ambito strategico uno "scorporo" consente di evidenziare il valore intrinseco di un particolare business che risulta sottovalutato se ricompreso nel portafoglio delle attività della casa madre. La creazione di un'entità distinta e legalmente autonoma aiuta il mercato ad una più accurata valutazione, indipendente dal risultato della *parent*.

Il disinvestimento tramite spin-off può rappresentare una spinta all'innovazione. Infatti come evidenziato da Moschieri e Mair (2002) l'unità disinvestita è in grado di reagire meglio alle opportunità di sviluppo proposte dall'esterno e la sua indipendenza favorisce lo spirito imprenditoriale. La casa madre, inoltre, può mantenere rapporti con l'unità e favorire la sua crescita attraverso aiuti, non solo finanziari, così da assicurarsi un successivo riacquisto per appropriarsi del valore creato dalla scorporata.

Dal punto di vista finanziario uno *spin-off* riduce la piattaforma dell'impresa madre. La diminuzione del valore incide sugli obbligazionisti e debitori che vedono diminuito il patrimonio su cui potersi rivalere mentre la ricchezza degli azionisti rimane inalterata. La produzione di documenti informativi che sostengono il processo favorisce l'eliminazione delle asimmetrie informative tra il mercato e l'impresa, valorizzando la trasparenza attraverso un incremento del prezzo delle azioni nella maggior parte dei casi.

Inoltre, la separazione può riguardare due o più business che presentano profili di rischio diverso, scontando la capacità di accedere al mercato dei capitali in maniera più proficua e meno dispendiosa.

Infine lo *spin-off* può favorire o meno la possibilità di *take over*, poichè anche se diminuisce il patrimonio dell'impresa madre, questo può essere maggiormente valorizzato dal mercato e quindi non risultare più conveniente per i *riders*.

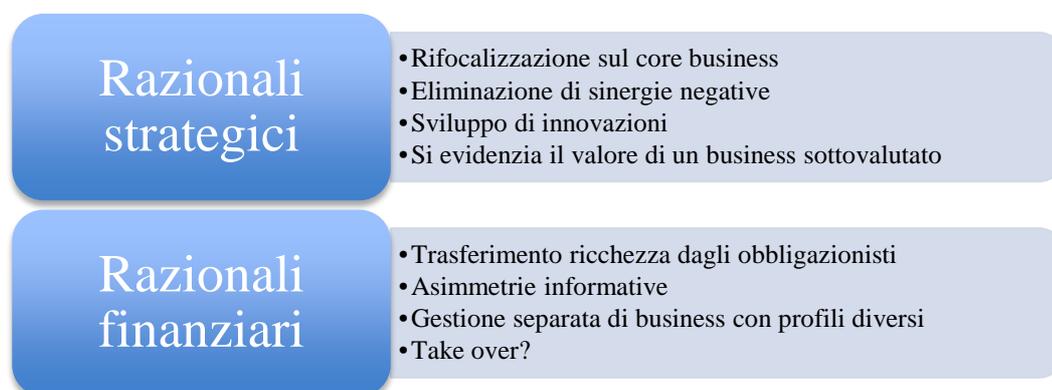


Fig. 3.3 Razionali di un'operazione di spin-off. Adattamento da Peruffo (2014) p.86

La scelta di un *corporate spin-off* è più probabile nel caso in cui l'impresa presenti performance positive ed ingloba una certa flessibilità strategica che consente di mantenere relazioni con l'unità scorporata. In aggiunta, in presenza di forti asimmetrie informative, il management non è motivato a vendere un business sottovalutato, quindi opta per uno *spin-off* piuttosto che per un *sell-off*.

Come sottolineato, in questo tipo di operazione non si modifica la proprietà delle due entità in quanto i vecchi soci rimangono gli azionisti. Dall'analisi di 205 disinvestimenti avvenuti tra il 1990 e il 1999, Bergh e Sharp (2012) ci informano dell'influenza dei *blockholders* esterni. Secondo lo studio, in presenza di un'elevata concentrazione nella proprietà e nel caso di transazioni di grandi dimensioni, il management, fortemente influenzato dall'azionariato, spingerà verso uno *spin-off* come modalità di disinvestimento.

### 3.1.3 EQUITY CARVE-OUT

Il disinvestimento tramite *equity carve-out* consiste nel destinare un ramo aziendale, che sia un business o un asset, alla quotazione nel mercato dei capitali. Questa tipologia consente di recuperare risorse finanziarie tramite la negoziazione delle azioni della divisione disinvestita. La quotazione, il più delle volte, riguarda solo una parte del patrimonio netto della casa madre che confluisce nell'unità ceduta ed avviene tramite un *Initial Public Offering* (IPO).

L'oggetto dell'operazione può essere un veicolo societario già legalmente costituito e scorporato dalla casa madre che ne detiene il controllo. Diversamente, il business target può non essere distinto dalla *parent* ed in questo secondo caso si parlerà di *subsidiary carve-out*.

Le specificità che caratterizzano un *carve-out* rispetto uno *spin-off* sono principalmente due. Dal punto di vista strettamente finanziario ed economico tale operazione consente di ottenere liquidità attraverso la quotazione nel mercato dei capitali, mentre nel caso di *spin-off* si tratta di una distribuzione di azioni della nuova società ai precedenti soci su base proporzionale. In secondo luogo si modifica l'assetto proprietario poiché si apre l'ingresso a nuovi investitori provenienti dal mercato ma, dal punto di vista del controllo della società, l'*equity carve-out* assicura una maggiore flessibilità strategica. Infatti, il più delle volte, la

quotazione riguarda solo una quota di minoranza e lascia alla casa madre una posizione di controllo preminente.

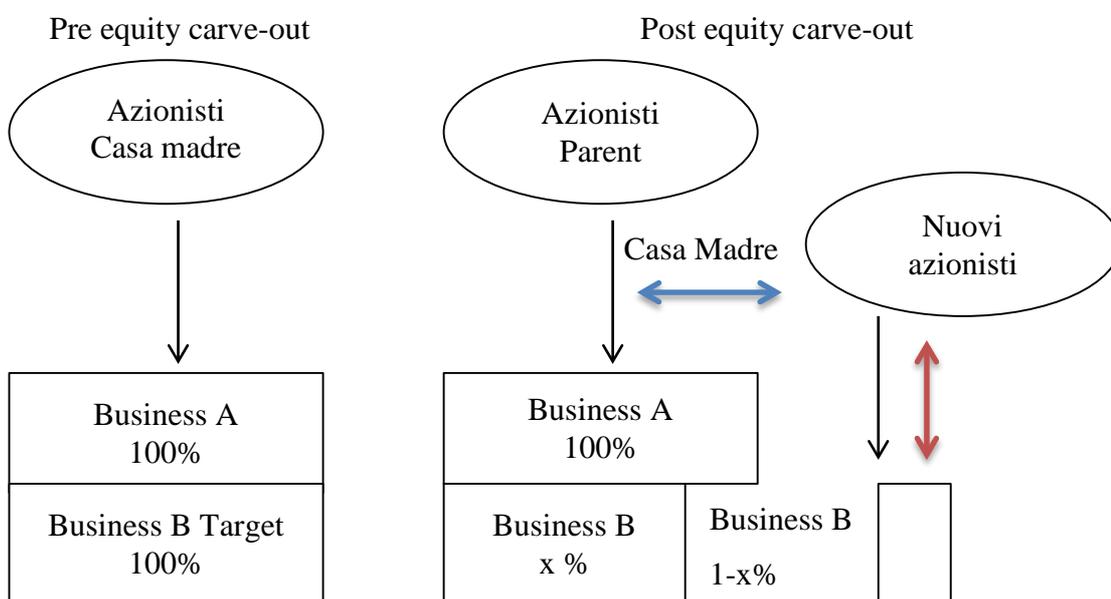


Fig. 3.4 Equity carve-out. Elaborazione dell'autore

Le caratteristiche principali di un *carve-out* riguardano il flottante immesso sul mercato ed il soggetto predisposto a cedere le azioni. Come accennato in precedenza, la quantità di azioni riguarda spesso una parte minoritaria del patrimonio netto che continua ad essere di proprietà della casa madre. Nel caso in cui la quota superi l'80% (quindi la  $x$  della Fig. 3.4 è uguale al 20%) si parlerà di *majority carve-out*.

Per quanto riguarda il soggetto offerente si possono evidenziare due situazioni ben distinte. Le azioni possono essere emesse direttamente dalla divisione disinvestita, procedendo ad un contestuale aumento di capitale ed in questo caso, le risorse finanziarie ottenute, saranno a disposizione dell'unità disinvestita (*Primary offering*). A posteriori si registrerà una diluizione della partecipazione della *parent* nell'unità *target*. Diversamente, quando le azioni sono emesse dalla casa madre, si parla di *Secondary offering* e la liquidità generata confluirà nelle casse della *parent*. In questo secondo caso, a livello contabile, si registrerà una riduzione diretta della partecipazione della casa madre nella sussidiaria.

Come nel caso dello *spin-off* il processo strutturale di un *equity carve-out* è caratterizzato da una fitta relazione con organi istituzionali, precisamente con la

*Security Exchange Commission*, sulla base del *Form S-1*, il documento informativo simile al *Form 10* analizzato in precedenza, ma con caratteristiche più stringenti dovute alla quotazione di azioni nel mercato di capitali.

Il documento in questione viene inviato alla SEC successivamente alla data di annuncio ed in esso vengono resi noti tutti i dati riguardanti il soggetto offerente, dall'attività economica esercitata ai risultati economici e finanziari conseguiti. Il modello è facilmente reperibile on-line ed è lungo solo 8 pagine ma diversamente da quanto si può pensare, l'ufficio di management e business (OMB) ha calcolato una durata media di 972,32 ore per la sua compilazione.<sup>25</sup> Il prospetto informativo evidenziato nel *Form S-1* è il mezzo più utilizzato dagli investitori esterni per valutare l'operazione e decidere se investire o meno nell'acquisto delle azioni.

All'interno del documento vanno evidenziati i seguenti aspetti:

- informazioni generali, informazioni di sintesi e informazioni dettagliate del soggetto offerente
- termini generali di offerta
- fattori di rischio
- utilizzo dei proventi derivanti dall'operazione
- determinazione del prezzo di offerta
- rapporto di diluizione (in caso di *Primary Offering*)
- soggetti individuati predisposti alla vendita
- descrizioni dei titoli offerti
- parere di esperti e consulenti aziendali
- informazioni del dichiarante.

Nell'attesa del parere della SEC è concesso avviare il *road show*.<sup>26</sup> Questo momento si caratterizza per l'incontro tra l'offerta e la domanda attraverso un contatto diretto tra il soggetto emittente e gli investitori, la maggior parte istituzionali. In base al giudizio di quest'ultimi si costituiscono i *book* di possibili ordini, anche se non vincolanti.

Nella fase successiva all'approvazione del *Form S-1* si apre il confronto tra impresa e banche sottoscrittrici, sulla base degli ordini espressi dagli investitori istituzionali, per definire il prezzo di emissione. Una volta entrate nel mercato

---

<sup>25</sup> [www.wikipedia/FormS1.com](http://www.wikipedia/FormS1.com)

<sup>26</sup> Brealey et al (2011) "Principi di finanza aziendale" McGraw-Hill pp 390-391

attraverso i sottoscrittori, le azioni sono oggetto di *trading* ed il prezzo si modifica in funzione della domanda.

L'*equity carve-out*, come le modalità precedentemente descritte, si configura in un processo finalizzato alla creazione di valore e viene sviluppato sulla base di obiettivi specifici che si realizzano mediante questo tipo di operazione. Ricorriamo ancora una volta alla distinzione tra razionali strategici e finanziari.

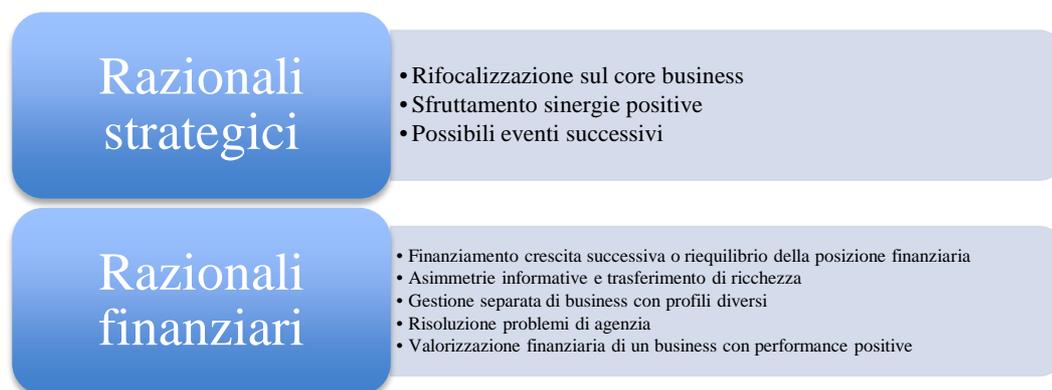


Fig. 3.5 Razionali di un'operazione di equity carve-out. Adattamento da Peruffo (2014) p.86

La specificità di tale operazione riguarda essenzialmente la flessibilità strategica che caratterizza questa modalità di disinvestimento e l'acquisizione di risorse finanziarie tramite la quotazione.

La flessibilità strategica riguarda due momenti. Il primo è precedente all'operazione e consiste nel decidere quanto flottante immettere nel mercato e di conseguenza scegliere la percentuale di controllo che continua ad essere detenuta dalla casa madre. Pur cambiando la struttura proprietaria, il controllo rimane a discrezione della *parent*. Il secondo momento è relativo a possibili operazioni strategiche successive al *carve-out*. Questa modalità, infatti, può essere il preludio di un successivo ritiro dal mercato della divisione tramite il riacquisto di azioni da parte della casa madre o mediante cessione totale dell'asset ad un terzo soggetto.

Dal punto di vista finanziario questa modalità di disinvestimento consente di generare liquidità per l'unità in caso di *Primary offering* o per la divisione in caso di *Secondary offering*. In entrambi i casi le risorse possono essere utilizzate o per nuovi investimenti o per riequilibrare il rapporto di indebitamento e stabilizzare la situazione finanziaria dell'impresa o dell'unità. Come è facile intuire l'oggetto del

disinvestimento riguarderà divisioni che presentano performance positive e che risultino attraenti per gli investitori.

L'emissione delle azioni nel mercato, impone una valutazione preventiva del business da disinvestire e dell'impresa in maniera accurata e dettagliata, atta ad eliminare le asimmetrie informative. Da tale valutazione si può liberare il valore intrinseco che precedentemente veniva scontato dal legame con la casa madre.

Nel capitolo successivo uno spazio sarà dedicato ai problemi di agenzia in relazione al disinvestimento. In questo ambito è sufficiente sottolineare che la quotazione ed il successivo controllo sui manager esercitato dal mercato rappresenta un incentivo molto importante per limitare il comportamento opportunistico dei dirigenti.

In sostanza, l'*equity carve-out* è preferibile quando si ha necessità di reperire risorse in forma liquida, a discapito di una parte di controllo o, diversamente, quando rientra a far parte di strategie di maggiore portata che connotano tale operazione di una natura transitoria.

Come evidenziato da Peruffo (2014), il valore delle operazioni di *equity carve-out* si è fortemente ridotto a seguito della cosiddetta *dot-com bubble*<sup>27</sup>, passando da poco meno di 45 milioni nel 1999, a neanche 10 milioni nel 2001. Andrew Smith ha sostenuto che l'elevato valore creato dagli IPO nel corso degli anni precedenti al 2000 ha contribuito allo scoppio della bolla<sup>28</sup>. Secondo l'autore il valore creato dalla quotazione in borsa favoriva il guadagno dei sottoscrittori iniziali, le banche e gli investitori istituzionali, piuttosto che l'azienda stessa, poiché al personale veniva vietata la vendita delle azioni proprie nel periodo immediatamente successivo all'inizio della contrattazione (*lock-in*), caratterizzato dal picco del prezzo azionario. Smith si chiede se sono state le aziende a trascinare gli investitori in qualcosa di fittizio per beneficiare della raccolta dei capitali, o se

---

<sup>27</sup> Si tratta di una bolla speculativa sviluppata tra il 1997 e gli anni 2000. Il periodo fu caratterizzato dallo sviluppo delle aziende impegnate nel settore internet (dot-com) e dalla loro sopravvalutazione nei mercati azionari, sulla base di prospettive di crescita tecnologica piuttosto che in base ad indicatori e parametri finanziari. Queste imprese erano fortemente sottocapitalizzate e ragionavano secondo la logica della quota di mercato piuttosto che in base ai profitti conseguiti, pressoché inesistenti. Sulla base di queste premesse tra il 2000 e il 2001 queste imprese collassarono ed il valore delle azioni scomparì.

<sup>28</sup> Smith A. (2012) "Totally Wired: On the Trail of the Great dotcom Swindle" Simon & Schuster

sono stati gli investitori ad ingannare queste imprese per speculare sulla base di prospettive di crescita tecnologica e futura.

### 3.2 ITALIA: DISCIPLINA DEL CODICE CIVILE

La legislazione italiana ha previsto tre istituti nell'ambito delle operazioni di disinvestimento: la cessione di un ramo d'azienda, la scissione ed il conferimento. Queste modalità sono riconducibili ai sistemi previsti nel contesto statunitense, precedentemente analizzati, ma presentano delle caratteristiche e delle specificità proprie, meritevoli di essere menzionate ed analizzate sulla base delle differenze riscontrabili con le operazioni di *sell-off*, *spin-off* ed *equity carve-out*. Il punto di partenza della nostra analisi è la considerazione del disinvestimento come fonte per la creazione di valore. L'impresa è chiamata a scegliere la modalità che risulta essere maggiormente utile ai fini aziendali che si presentano eterogeni in base a razionali specifici del settore o dell'unità.

In base alle affinità che gli istituti italiani presentano con le operazioni di *corporate divestiture* statunitensi possiamo equiparare la cessione di ramo d'azienda al *sell-off*, la scissione allo *spin-off* e il conferimento di un ramo aziendale ad un *carve-out*.

Nel primo caso la differenza risiede nella tassazione dell'eventuale plusvalenza derivante dalla vendita del ramo aziendale. In Italia viene considerata unitaria ed interamente tassabile, mentre negli USA viene suddivisa tra i vari beni oggetto della cessione. Nel nostro territorio nazionale la scissione è esentasse ed è prevista anche la scissione parziale e non proporzionale. Diversamente, lo *spin-off* risulta non tassabile solo in presenza delle condizioni previste dalla sezione 355 dell'IRC e prevede la quotazione automatica dell'unità disinvestita. In ultimo, nel conferimento, la quotazione delle azioni della sussidiaria è discrezionale.

#### 3.2.1 CESSIONE DI UN RAMO D'AZIENDA

Per poter parlare di ramo d'azienda occorre prima evidenziare l'istituto della cessione o trasferimento d'azienda, sulla base del quale andremo a modellare il nostro studio.

Come definito dall'art 2555 del codice civile "l'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa". Il complesso di beni non si riferisce solo a quelli materiali e immateriali, ma si configura nell'insieme di tutti i rapporti giuridici inerenti all'attività d'impresa. Sulla base di tale definizione consideriamo il trasferimento d'azienda una "...qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economicamente organizzata, con o senza scopo di lucro preesistente al trasferimento e che conserva nel trasferimento la propria identità..." (art. 2112 codice civile). L'articolo continua prevedendo l'applicazione delle norme presenti nel medesimo articolo al trasferimento di parte dell'azienda (ramo d'azienda), intesa come "...articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento."

In sostanza, per cessione di un ramo d'azienda si intende il trasferimento di una parte del complesso aziendale a titolo definitivo, da un soggetto (cedente) ad un altro (cessionario), dietro corrispettivo.

Il legislatore ha mosso le sue considerazioni sulla base di due specifici ambiti di analisi. L'identità dell'unità ceduta ed i rapporti giuridici intercorrenti tra l'alienante e diversi soggetti esterni, trasferiti in capo al cessionario. In base al primo tema, in questo ambito è sufficiente rimarcare la natura della divisione sulla base dell'autonomia funzionale e sulla conservazione dell'identità successiva al trasferimento.

Per quanto riguarda i rapporti giuridici, il discorso è più ampio e risulta meritevole di interesse, anche sulla base del ruolo dei lavoratori nel contesto italiano. L'art. 2112 "è espressione del principio di inerenza del rapporto di lavoro al complesso aziendale ed ha la finalità di garantire una sostanziale indifferenza dei rapporti di lavoro, quanto a continuità e regolamentazione, rispetto alla vicenda della titolarità dell'azienda".<sup>29</sup> In altre parole il rapporto di lavoro rimane invariato al mutare della titolarità e si trasferiscono al cessionario tutti gli obblighi gravanti in materia di diritto del lavoro. Specificatamente, i trattamenti economici e normativi previsti dai contratti collettivi vigenti rimangono in vita fino alla scadenza (art. 47 della l. 420/1990), a meno di una loro sostituzione con contratti

---

<sup>29</sup> Persiani et al (2013) "Fondamenti del diritto del lavoro" CEDAM p. 204

di medesimo livello (art. 1 d.lgs. 18/2001). L'art. 47 della legge del 1990 ha introdotto, inoltre, una procedura speciale in caso di trasferimento d'azienda con più di 15 dipendenti. Sia il cedente che il cessionario sono tenuti a dare comunicazione dell'operazione alle rappresentanze sindacali almeno 25 giorni prima del trasferimento. Il contenuto dell'informazione deve riguardare la data, le motivazioni del trasferimento e soprattutto le conseguenze giuridiche, economiche e sociali relative ai lavoratori e le eventuali misure di sostegno predisposte a loro favore. Le rappresentanze possono richiedere un esame congiunto con le parti chiamate alla negoziazione. Il confronto si chiude nell'arco di 10 giorni anche se non è stato raggiunto alcun accordo.

Gli articoli 2556 e seguenti del codice civile disciplinano le procedure e i rapporti che insorgono nell'ambito del trasferimento di azienda o di un ramo di essa.

Secondo il primo di questi articoli, l'atto del trasferimento deve essere redatto per iscritto in forma pubblica o mediante scrittura privata autenticata e depositato, nell'arco dei 30 giorni successivi, presso l'Ufficio del registro delle imprese per la registrazione.

L'art. 2557 dispone il divieto di concorrenza per l'alienante nell'esercizio dell'attività economica ceduta, fissando un termine perentorio di 5 anni.

Sulla base dell'articolo successivo, i contratti stipulati dal cedente si susseguono e subentrano in capo al cessionario, salvo la natura personale di essi. Viene data la possibilità al terzo soggetto coinvolto nel contratto di recedere da esso nell'arco di tre mesi dal trasferimento e salvo giusta causa. Rimane in capo all'alienante la responsabilità.

Gli articoli 2559 e 2560 del codice civile disciplinano rispettivamente i crediti e i debiti relativi all'azienda ceduta. Nel primo caso l'iscrizione presso il registro delle imprese produce l'effetto del trasferimento, anche in mancanza dell'accettazione del debitore ceduto. Per quanto riguarda i debiti vale il principio di responsabilità solidale dell'acquirente nel caso in cui questi risultino dai libri contabili obbligatori. Diversamente, l'alienante non è liberato dalle obbligazioni contratte in data anteriore al trasferimento, salvo diverso accordo previsto con i creditori.

Dalla vendita di un ramo d'azienda si può ricavare una plusvalenza, misurata come la differenza positiva tra il prezzo pagato dall'acquirente, al netto degli oneri accessori e il valore netto contabile dei beni ceduti. La plusvalenza è

tassabile e rientra nei redditi di impresa. Sono previsti tre diversi regimi di imposizione fiscale in base alla natura del soggetto cedente ed il periodo di possesso dell'unità. Nella cessione di un ramo di azienda ci riferiamo solo alla tassazione ordinaria e quella rateizzata poiché il regime di tassazione separata è previsto solo per il trasferimento di una ditta individuale e la cessione riguarda un'unica azienda.

In linea generale si può sempre ricorrere al regime di tassazione normale, secondo il quale la plusvalenza concorre per intero alla formazione del reddito realizzato in un singolo esercizio.

Si può scegliere un regime di rateizzazione se l'impresa è stata posseduta dal cedente per più di 3 anni. L'imposta può essere frazionata a quote costanti per un periodo massimo di 5 anni.

### 3.2.2 SCISSIONE

Il d.lgs. n. 22 del 16 Gennaio 1991 ha introdotto l'istituto della scissione, nell'ambito della rimodulazione di quello riguardante la fusione. La scissione, che rientra così nella sezione III del titolo V del codice civile, descrive il fenomeno della dissociazione delle imprese.

Secondo il primo comma dell'articolo 2506 del codice civile “con la scissione una società (scissa) assegna l'intero suo patrimonio a più società (beneficiarie), 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.”

In base a tale definizione possiamo operare una distinzione che modella il disinvestimento sulla base di due caratteristiche.

In primo luogo, la scissione può riguardare l'intero patrimonio della società scissa ed in questa situazione dovremo fare riferimento a minimo due beneficiarie, altrimenti si tratterebbe di cessione d'azienda, oppure, può riguardare solo una parte del patrimonio e sarebbe sufficiente l'individuazione di una sola beneficiaria.

La seconda caratteristica riguarda la natura della o delle società beneficiarie che possono essere di nuova costituzione (scissione in senso stretto) o preesistenti (scissione per incorporazione). Dal combino di queste due distinzioni possiamo

ricavare quattro modalità di scissione: scissione totale in senso stretto o per incorporazione e scissione parziale in senso stretto o per incorporazione.

I commi successivi del medesimo articolo si occupano di specificare meglio la relazione tra la distribuzione delle azioni o quote della/e beneficiaria/e e la figura dei soci della scissa. Come previsto dal secondo comma è consentito un conguaglio in denaro e si consente, inoltre, che ad alcuni soci non venga distribuito alcun titolo della/e beneficiaria/e in cambio di quote della scissa, salvo consenso unanime.

Il conguaglio si presenta nel caso in cui al socio viene attribuita una quota di azioni, il cui valore risulta inferiore al patrimonio netto da lui posseduto. Fino a che il conguaglio ricopre il gap tra il valore delle azioni e quello del patrimonio non vi è alcuna rilevanza fiscale. Nel caso in cui si supera questo valore si incorrerà nella tassazione di distribuzione di utili.

Dall'attribuzione di azioni o quote della/e beneficiaria/e ai soci della scissa possono risultare delle differenze da concambio. Si ha un disavanzo da concambio quando l'aumento del capitale sociale della beneficiaria è maggiore del corrispondente patrimonio netto contabile a lei assegnato. Viceversa abbiamo un avanzo da concambio quando l'aumento del capitale sociale della beneficiaria è inferiore al corrispondente patrimonio netto contabile a lei assegnato. Nel primo caso il disavanzo deve essere imputato negli elementi dell'attivo dello stato patrimoniale della beneficiaria e solo per il valore residuo ad avviamento.

Una scissione presenta ragioni strategici e finanziari che possono riguardare la ridefinizione degli aspetti proprietari e organizzativi o configurare una ristrutturazione finanziaria più in generale. Inoltre attraverso questa modalità si può agevolare un processo di liquidazione o precedere una cessione parziale o totale dell'impresa, anche se il quarto comma dell'art. 2506 del codice civile vieta la scissione nel caso di società in liquidazione che hanno già iniziato la vendita dell'attivo patrimoniale.

Il procedimento di questa operazione è caratterizzato da un fitto dialogo tra le parti coinvolte, attraverso documenti caratterizzanti l'andamento dell'istituto.

Il procedimento di scissione si compone di tre distinte fasi, configurate sull'impronta dell'istituto della fusione, a cui il codice civile fa ampio rimando<sup>30</sup>

- Redazione del progetto di scissione (art. 2506 *bis* codice civile). Il contenuto del progetto si basa sull'art. 2501 *ter*, relativo al progetto di fusione. Gli amministratori sono tenuti alla redazione del progetto, da cui deve risultare un'attenta e dettagliata descrizione dell'operazione, avendo una finalità informativa per soci e terzi. In via generale il progetto deve indicare (art. 2501 *ter* codice civile): il tipo, la denominazione o ragione sociale e la sede delle società partecipanti alla scissione; l'atto costitutivo della/e società risultanti dalla scissione; la modalità di assegnazione delle azioni o quote della/e beneficiaria/e (comma 4° art. 2506 *bis*); il rapporto di concambio e l'eventuale determinazione del conguaglio in denaro; la data a decorrere della quale le azioni della/e beneficiaria/e producono utili e dalla quale le operazioni sono esposte a bilancio della scissa e della beneficiaria; eventuali trattamenti favorevoli riservati a particolari categorie di soci; eventuali vantaggi a favore di amministratori; "l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna delle società beneficiarie e dell'eventuale conguaglio in danaro" (comma 1° art. 2506 *bis* codice civile).
- Redazione della situazione patrimoniale, relazione degli amministratori e relazione degli esperti. La redazione di questi tre documenti può essere omessa nel caso di consenso unanime di tutti i soci e detentori di strumenti finanziari con diritto di voto nell'assemblea. L'adempimento della redazione della situazione patrimoniale è posto a garanzia di terzi e creditori. Viene disciplinato dall'art. 2506 *ter* del codice civile, con ampio rimando all'art. 2501 *quarter* in tema di fusioni. La relazione degli amministratori evidenzia i rapporti giuridico, amministrativi ed economici scaturenti da un'operazione di scissione, nonché le evidenze strategiche determinanti la stessa, inoltre ampia trattazione viene dedicata alla stima ed ai criteri utilizzati per la determinazione del rapporto da concambio tra le quote e azioni, sulla base del criterio proporzionale o non proporzionale. Infine, si richiede la relazione degli esperti poiché è necessaria una valutazione esterna ed indipendente,

---

<sup>30</sup> Buonocore V. *et al* (2009) "Manuale di diritto commerciale" Giappichelli Editore, p. 501

rispetto agli amministratori, per la quantificazione del patrimonio trasferito e soprattutto per qualificare il rapporto di cambio tra azioni e quote.

- Stipulazione dell'atto di scissione. Sulla base del progetto di scissione, dei bilanci delle società partecipanti all'operazione e delle situazioni patrimoniali, l'assemblea è chiamata a deliberare per l'approvazione del progetto. La scissione ha effetto con il deposito dell'atto presso il registro delle imprese e successiva pubblicazione.

Prima dell'effettiva conclusione dell'operazione, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese, devono trascorrere due mesi, nei quali è consentito ai creditori sociali opporsi, poiché vedono diminuire il patrimonio della scissa su cui potersi rivalere. Il termine può essere non rispettato con il consenso comune espresso dagli stessi creditori, se sono stati pagati quelli dissenzienti e sulla base della relazione degli esperti.

Sulla base dell'art. 173 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, la scissione, totale o parziale di una società in altre preesistenti o di nuova costituzione, non dà luogo né al realizzo né alla distribuzione di plusvalenze e minusvalenze dei beni della società scissa, comprese quelle relative a rimanenze e al valore di avviamento. Viene garantita in questo modo la neutralità fiscale dell'operazione poiché la scissione non è idonea a generare reddito ma è finalizzata alla sola riorganizzazione dell'attività di impresa.

### 3.2.3 CONFERIMENTO DI RAMO D'AZIENDA E SUCCESSIVA IPO

Il legislatore italiano non ha previsto una disciplina specifica del conferimento di ramo d'azienda, reputando sufficiente il rimando agli articoli 2342, 2343, 2440, 2464, 2465 del codice civile in materia di conferimenti societari e a quelli riguardanti il trasferimento d'azienda, disciplinato dall'articolo 2556 e successivi. Coronella, nel 2008, definisce il conferimento di ramo d'azienda come un'operazione mediante la quale un'azienda scorpora un suo ramo dotato di autonoma capacità di reddito e lo apporta ad una società giuridicamente diversa dal soggetto conferente. Come contropartita il conferente riceve azioni dalla conferitaria.

Diversamente, nella cessione di ramo aziendale, la cedente riceve risorse finanziarie. Tale istituto si distingue anche da quello della scissione, poiché le

azioni ricevute dalla conferitaria sono iscritte a bilancio della conferente ed entrano a far parte del suo patrimonio attivo, quindi non vengono distribuite ai soci come nel caso della scissione. Il risultato più evidente di questa operazione è il mantenimento di un vincolo tra conferente e conferitaria sulla base della partecipazione detenuta dalla prima sulla seconda, fino all'eventuale futura vendita della quota partecipativa.

L'operazione di scorporo si distingue sulla base della natura della società conferitaria. Se quest'ultima è preesistente all'operazione si parla di conferimento per apporto o concentrazione ed in questo caso la conferitaria dovrà provvedere ad una delibera per l'aumento di capitale. Diversamente, se la società è di nuova costituzione, si tratta di conferimento per scorporo.

Anche in questo caso, il procedimento di un conferimento di ramo d'azienda si compone essenzialmente in tre fasi.

La decisione, salvo qualche eccezione, spetta al consiglio di amministrazione che svolge una funzione propedeutica all'espletamento dell'operazione. La delibera del CDA si baserà essenzialmente su una descrizione esaustiva dell'operazione con evidenza dei fattori strategici ed economici. Inoltre nella delibera si delegherà il soggetto atto ad individuare il perito chiamato alla valutazione del progetto. È necessaria l'assemblea degli azionisti nel caso di mutamento dell'oggetto sociale. Per quanto riguarda la società conferitaria nel caso di un conferimento per apporto si provvederà all'aumento di capitale con le limitazioni previste dall'art. 2441 del codice civile in materia di esclusione del diritto di opzione.

Come stabilito dall'art. 2343 del codice civile "chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni e dei crediti conferiti, l'attestazione che il valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti." Tale relazione svolge un ruolo di garanzia nei confronti di terzi creditori della conferente.

Infine, la redazione dell'atto del conferimento segna il momento costitutivo dell'operazione. Nel termine di 180 giorni gli amministratori della conferitaria sono chiamati a valutare la veridicità della perizia e delle valutazioni in essa contenute.

Nel caso in cui il conferimento riguardi società quotate il procedimento si arricchisce di ulteriori documenti, volti a garantire la trasparenza dell'operazione a garanzia del mercato. Oltre alla perizia di stima sono richiesti nella fase propedeutica la relazione degli amministratori, il parere di congruità della società di revisione e il prospetto informativo per operazioni significative. Il procedimento è altresì caratterizzato dal fitto dialogo che intercorre tra l'impresa e la CONSOB, la quale richiede il deposito della relazione degli amministratori, il parere della società di revisione ed un ulteriore documento informativo. Infine, sempre alla CONSOB, deve essere inviata una copia della delibera avente ad oggetto il conferimento del ramo d'azienda, unito all'atto costitutivo della conferitaria.

Le caratteristiche dell'operazione di conferimento di un ramo aziendale rispondono a motivazioni di carattere economico ed organizzativo. L'istituto consente di ristrutturare l'impresa sul piano sia organizzativo che produttivo, modificando l'assetto integrato di grandi compagnie. La separazione di un ramo consente di enfatizzare una struttura finanziaria autonoma di un particolare business, capace di muoversi più agevolmente in un mercato più dinamico, con un'organizzazione più snella e flessibile. Inoltre, l'eventuale quotazione in borsa del business conferito consente di reperire importanti risorse finanziarie.

In un'ottica diversa, il conferimento agevola i processi di liquidazione, esponendo la redditività autonoma dei business ed evidenziando le eventuali basse performance di rami aziendali che vanno così cedute al mercato attraverso questo tipo di disinvestimento.

In ultimo, è giusto richiamare la possibilità di rivalutare beni aziendali, attraverso il conferimento, senza oneri tributari ed in questo caso l'istituto è stato motivato ed incentivato da ragioni di carattere fiscale.

La conferitaria è chiamata a rinunciare ad una quota di controllo attraverso la cessione di azioni che può avvenire in forma privata o pubblica. In questa ultima opzione si parla di IPO (Offerta Pubblica Iniziale) della conferitaria, nel caso in cui la società è di nuova costituzione o non partecipi ancora al mercato dei capitali e l'istituto è facilmente assimilabile, nel suo funzionamento, all'*equity carve-out* analizzato nel paragrafo 3.1.3.

Esistono tre differenti modalità attraverso le quali un'impresa può offrire una quota del capitale azionario:<sup>31</sup>

- offerta pubblica di sottoscrizione, nella quale vengono offerte nuove azioni appositamente emesse.
- Offerta pubblica di vendita, in cui le azioni sono già esistenti e vengono offerte nel mercato pubblico regolamentato.
- Offerta pubblica di vendita e sottoscrizione, nel caso in cui vengono offerte sia azioni preesistenti che quelle di nuovo corso.

Il procedimento di un IPO in Italia si caratterizza dalla presenza di molteplici attori coinvolti nel processo, oltre che da un numero elevato di obblighi e regole da rispettare, che si traducono in una lievitazione del costo associato all'operazione, rendendo la fattispecie complessa oltre che onerosa.

Il processo è schematizzato nella figura che segue e si compone di sei distinte fasi.



Fig. 3.6 Procedimento di un IPO in Italia. Elaborazione dell'autore.

Nella fase iniziale vengono valutate da parte del management aziendale le varie opzioni disponibili, a seconda della finalità ricercata ed in base alle risorse a disposizione. Come ricordato in precedenza, questo tipo di disinvestimento consente di reperire risorse finanziarie attraverso la quotazione in borsa, ma vi possono essere differenti motivazioni che influiscono sull'operazione e sulla sua configurazione. Contestualmente vengono individuate le modalità di offerta in relazione al numero di azioni da quotare, in mano ai vecchi soci o di nuova

<sup>31</sup> [www.wikipedia/offertapubblicainiziale.it](http://www.wikipedia/offertapubblicainiziale.it)

emissione. In questo momento la decisione dell'impresa è seguita da un *advisor* che in qualità di consulente strategico accompagnerà la società alla quotazione.

Nella seconda fase vengono individuati tutti quegli intermediari dotati di conoscenze e competenze nell'ambito di offerte pubbliche iniziali. Come sottolineato, l'operazione richiede una certa maestranza nel governare più dinamiche che coinvolgono l'impresa in un ciclo complesso, che può portare a scarsi risultati se non gestito nella maniera più appropriata e il cui obiettivo viene pesantemente condizionato dal costo sostenuto. L'intermediario vero e proprio è il *global coordinator* e si occupa sostanzialmente di mantenere i rapporti con gli investitori istituzionali interessati all'acquisto del titolo, promuovendo l'IPO attraverso una solida struttura di relazioni maturata nel tempo. Un altro soggetto chiamato a svolgere un ruolo di promozione è lo *sponsor*. Tale figura può coincidere con il *global coordinator*. L'*underwriter* è un membro del consorzio di collocamento e gestisce la fase successiva all'emissione, accollandosi il rischio di acquistare i titoli non venduti.

La quotazione viene preceduta da un fitto scambio di informazioni tra Borsa italiana ed impresa emittente, caratterizzato anche dall'attenzione posta dalla CONSOB e dagli investitori istituzionali. Il piano industriale si compone di informazioni di natura economica e finanziaria. Il modello Q-Mat indica la posizione competitiva dell'impresa. Il sistema di controllo e gestione viene descritto nel *Management Information System*. Il contenuto del prospetto informativo viene disciplinato dall'autorità amministrativa deputata alla regolamentazione e vigilanza sui mercati finanziari (CONSOB). In via del tutto approssimativa il prospetto deve contenere tutte quelle informazioni necessarie a valutare l'impresa dal punto di vista patrimoniale, finanziario ed economico, in un'ottica di lungo periodo e continuazione dell'attività. Tale documento viene sempre richiamato ogni qual volta si "sollecita" il pubblico all'acquisto di titoli. Nel documento, inoltre, viene indicato il *range* del prezzo di offerta giudicato equo dall'impresa e dagli intermediari, sulla base delle valutazioni che concorrono alla formazione del documento nell'ambito delle strategie di crescita futura.

Nell'attesa dell'approvazione del prospetto informativo da parte della CONSOB, è consentito, per le banche sottoscrittrici proporre l'offerta ad analisti finanziari che produrranno valutazioni sotto forma di *equity research*. A questo punto le

banche, con il supporto di tali documenti, svilupperanno un'intensa attività di promozione definita *pre marketing*.

Una volta approvato il prospetto informativo, che entra in questo modo a contatto con i sottoscrittori iniziali il management aziendale è chiamato a presentare la propria offerta ad investitori istituzionali, attraverso i road show che prevedono il contatto diretto ed incontri finalizzati ad ottenere informazioni relative a quante azioni hanno intenzione di acquistare e a quale prezzo. Queste informazioni comporranno il *book building*, che è lo strumento predisposto alla raccolta degli ordini.

Nella fase conclusiva i diversi attori coinvolti nell'operazione fisseranno il prezzo finale, sarebbe meglio dire iniziale, di emissione, che viene comunicato solo il giorno prima della quotazione. Sulla base degli ordini registrati nel *book building* vengono distribuite le azioni.

Risulta rilevante la determinazione del prezzo iniziale di emissione. Nel caso in cui il valore effettivo dell'azione superi il prezzo del titolo (*underpricing* delle IPO), saranno gli azionisti successivi ad assicurarsi un guadagno a discapito dei sottoscrittori iniziali. La scelta di un prezzo inferiore, a volte, viene incentivata dall'emittente, che preferisce far decollare il prezzo delle azioni per poter ricorrere con più facilità, in un secondo momento, al capitale di rischio.

## CAPITOLO 4

### BARRIERE AL DISINVESTIMENTO

Può apparire scontato introdurre il capitolo sulla base dell'intuizione di Michael E. Porter ma, un elaborato che parla di strategia aziendale, non può non richiamare il lavoro condotto dal Professore della Harvard Business School, riconoscendo a lui un ruolo da protagonista assoluto nel campo dell'arte manageriale.

Nel 1976 Porter introdusse il concetto di barriere all'uscita, nell'ambito dei processi di disinvestimento che iniziavano a configurarsi nel contesto statunitense, andando a motivare le difficoltà riscontrate dalle aziende nel configurare tali tipi di operazioni. Secondo l'autore esistono una serie di barriere all'uscita rispetto alla decisione di disinvestire, che compromettono l'operazione e si traducono in un'attesa, che può risultare indeterminata.

La suddivisione del capitolo segue l'impostazione proposta da Porter, il quale distingue le barriere all'uscita in strutturali o economiche, strategiche e manageriali. Nell'ambito di quest'ultime si approfondirà il conflitto di agenzia che connota il rapporto tra manager e proprietari dell'impresa ed assume un ruolo preminente nelle operazioni di disinvestimento che, come accennato nei capitoli precedenti, consentono se non di risolvere, almeno di attenuare il problema.

I manager aziendali devono essere a conoscenza di queste barriere per poter muoversi in maniera consapevole nella gestione strategica delle imprese, promuovendo azioni per la creazione di valore, che, come abbiamo potuto constatare, può essere costruito attorno ad un disinvestimento strategico. L'individuazione delle barriere all'uscita è una naturale conseguenza dell'accezione negativa associata al termine disinvestimento, ma la loro definizione non vuole scoraggiarne l'utilizzo, anzi, deve essere inserito nell'ottica di un approfondimento del tema poiché come afferma Sun Tzu nel suo trattato di strategia militare "Chi conosce bene l'avversario e se stesso affronta cento battaglie senza correre alcun rischio; chi conosce se stesso ma non il proprio

avversario alterna vittorie e sconfitte; chi non conosce ne il proprio avversario ne se stesso è destinato a esporsi al pericolo ad ogni battaglia”<sup>32</sup>.

#### 4.1 BARRIERE STRUTTURALI O ECONOMICHE

Le barriere di uscita strutturali sono relative alle caratteristiche degli elementi costitutivi dell'impresa che, data la loro natura fissa, compromettono ed influenzano l'azione strategica della stessa. Tali barriere scontano il valore creato attraverso un disinvestimento poiché riguardano tutte quelle attività immutabili e difficilmente riqualificabili, che si traducono in un costo continuo e permanente alla decisione di cessione, senza alcun valore positivo, prodotto da queste stesse attività, che possa andare a compensare, anche se solo in parte, il prezzo sostenuto per la loro acquisizione precedente. Nell'analisi di questi fattori dobbiamo comprendere sia i beni materiali che quelli immateriali in possesso dell'impresa, con un'attenzione particolare al personale occupato in azienda che, in base al profilo, può diventare una barriera all'uscita.

Le caratteristiche distintive delle risorse che possono creare questo tipo di barriere sono la specificità e la durabilità (Porter, 1976). In base a questi aspetti l'impresa ed il management aziendale si mostrerà riluttante alla decisione di disinvestire business, anche se questi presentano performance non positive. In un senso strettamente economico, l'uscita da un business diventa conveniente solo se questa produce un ritorno positivo che può essere sfruttato altrove, così come gli asset occupati in precedenza.

La specificità di determinati elementi ne compromettono un utilizzo diverso e vanno ad inficiare su un'eventuale riconversione industriale. Inoltre, un'attività specifica rischia di non poter essere rivenduta, poiché il suo utilizzo è circoscritto e il numero di eventuali compratori sarà limitato e difficile da raggiungere per poter ricavarne un qualche profitto. Dal punto di vista della durabilità un asset che presenta un ciclo di vita pluriennale richiederà molto tempo per recuperare il costo sostenuto attraverso l'ammortamento. L'azienda sarà poco propensa a cedere una

---

<sup>32</sup> Sun Tzu “L'arte della guerra” a cura di Andreini A. e Biondi M., Einaudi p. 21

risorsa che contestualmente alla sua durabilità ha richiesto un ingente investimento.

Soprattutto in un contesto dinamico come quello del XXI secolo le imprese sono chiamate ad effettuare attente valutazioni in un'ottica di flessibilità strategica, favorendo lo sviluppo di network reticolari e relazionali, piuttosto che integrarsi con forme e strutture fisse che non consentono ampi margini di manovra.

L'assunzione di personale è un investimento che presenta le caratteristiche di durabilità e specificità. In quest'ottica si rende quindi necessaria una riflessione sulle capacità e competenze richieste ai nuovi dipendenti, i quali si devono integrare in questo contesto dinamico, adattandosi e mantenendo un'apertura mentale, unita ad una spiccata motivazione ad un lavoro in evoluzione. A questo punto non dobbiamo solo richiamare la volontà proattiva e lo spirito intraprendente della nuova forza lavoro, ma qualche spunto di riflessione può essere suggerito anche alle imprese. In questa direzione si muove il lavoro di Song (2014) in tema di disinvestimento delle sussidiarie. Secondo l'autore uno dei principali vantaggi delle multinazionali è la capacità di sopperire a situazioni di crisi rimodulando la propria *value chain* attraverso una maggiore flessibilità del mercato interno. Dall'analisi del contesto coreano è risultata una propensione minore al disinvestimento quando, pur aumentando il costo del lavoro, le sussidiarie si muovevano dentro un reticolo di relazioni organizzato dall'impresa madre, continuando quindi ad operare evitando cessioni e successivi licenziamenti di forza lavoro.

I principali fattori strutturali che influenzano il disinvestimento sono tre e riguardano la struttura proprietaria, le caratteristiche dell'unità venduta e l'inerzia organizzativa. Tutte e tre le dimensioni si muovono nelle ipotesi suggerite dalla teoria dell'agenzia, che andiamo così a comprendere nella sua logica per poi essere approfondita in una sezione autonoma a conclusione del capitolo.

Il punto di partenza per indagare sul come la composizione della struttura proprietaria possa influenzare la decisione di *corporate restructuring* è il mutamento, a cavallo degli anni '80, da una strategia di diversificazione conglomerata ad un processo di *re-focusing*, attraverso il disinvestimento e sulla base del rapporto azionisti/manager. Alla base della teoria dell'agenzia vi è un disallineamento di interessi tra i proprietari dell'impresa e i manager. Secondo tale impostazione il problema di *overdiversification* si basa sugli obiettivi conseguiti

dagli amministratori che si muovono in questa direzione poiché la loro ricchezza ed il loro benessere si basano sulla crescita dimensionale, pregiudicando l'obiettivo di massimizzazione del valore dell'impresa.

Bethel e Libeskind (1993) mostrano, sulla base di uno studio condotto tra il 1981 e il 1987, l'influenza del *blockholder* per le decisioni relative a ristrutturazioni finanziarie e di portafoglio. Gli autori si muovono sulle considerazioni espresse dalla teoria dell'agenzia, per la quale il processo di ristrutturazione avviato nel 1980 è posto a correzione di errori passati commessi dai manager a discapito del benessere degli azionisti. I risultati della ricerca dimostrano come, in presenza di una struttura proprietaria concentrata, dove l'azionista o gli azionisti di maggioranza detengono un controllo stabile e possono, di conseguenza, influenzare i processi decisionali, l'impresa sarà più propensa a disinvestire. I manager sono riluttanti a ristrutturazioni che si riflettono negativamente in una minor dimensione dell'impresa, ma la presenza di un *blockholder* gioca un ruolo fondamentale, spingendo verso una o l'altra direzione. Possiamo portare le nostre considerazioni anche un po' oltre, andando a richiamare lo studio condotto da Peruffo nel 2014 per misurare la performance delle operazioni di disinvestimento in relazione alla composizione della struttura proprietaria. Infatti, anche se la presenza di un azionista dominante incentiva i processi di ristrutturazione, influenzando le scelte manageriali, i rendimenti registrati dalle imprese con socio che detiene una quota superiore al 50% sono meno positivi rispetto al socio che mantiene un controllo tra il 20% ed il 50%.

Riprendendo il rapporto proprietari e manager continuiamo la nostra analisi dei fattori strutturali. Quando sono i manager ad avere maggior potere, poiché il controllo risulta frammentato, vengono preferiti *sell-off* di grandi unità e correlate tra di loro, perseguendo una strategia di crescita conglomerata. Viceversa, quando sono i proprietari ad influenzare le scelte strategiche (*blockholder*), i *sell-off* riguardano unità non correlate e di dimensioni ridotte, perseguendo finalità cooperative che si basano sulla condivisione di sinergie (Bergh, 1995). Secondo questa logica i manager preferiscono vendere unità di grandi dimensioni per proteggersi da scalate ostili e mantenere così la loro posizione, rendendo meno appetibile l'impresa. Sempre Bergh, assieme a Sharp, nel 2012, sostengono una tesi che può sembrare opposta in quanto affermano che i manager, quando dispongono di un certo potere e grado di libertà, preferiscono un *sell-off* di

dimensioni ridotte poiché consentono di ottenere risorse finanziarie immediate e non incidono sul prestigio acquisito. La differenza è da ricercare nei diversi obiettivi presentati dalle due ricerche, poiché nella prima (1995) lo studio è condotto su un campione di 112 sell-off intervenuti tra il 1986 e il 1990 mentre la seconda ricerca (2012) si pone l'obiettivo di analizzare le differenze nella scelta tra uno *spin-off* ed un *sell-off*.

In ultimo ci occupiamo dell'inerzia organizzativa come fonte di barriere strutturali di uscita. Questa può essere definita come “*an overarching concept that encompasses personal commitments, financial investments and institutional mechanisms supporting the current way of doing things*”<sup>33</sup>. Anche questa determinante è influenzata dalla teoria dell'agenzia e principalmente dal ruolo del manager nella valutazione delle proprie strategie e dalla miopia che accompagna gli amministratori una volta definita ed implementata una guida d'azione. Le principali cause dell'inerzia organizzativa, influenzata da strategie precedenti di fusioni e acquisizioni sono tre (Shimizu e Hitt, 2005):

- Il top management si concentra sul successo delle strategie di acquisizione, assumendo il valore positivo come dato ed ignorando eventuali segnali negativi, mostrando sintomi di tracotanza.
- Precedenti strategie di M&A comportano ingenti investimenti, generando costi sommersi, difficilmente recuperabili che costringono l'impresa a continuare in un'unica direzione, ormai intrapresa, simile ad una strada senza uscita.
- L'attenzione viene posta sui processi di integrazione e l'intento è quello di promuovere il successo dell'acquisizione. Ipotesi di disinvestimento difficilmente vengono considerate.

Seguendo strategie precedenti si vengono a conformare accettazioni attorno ad impegni già assunti che producono inerzia cognitiva e strutturale, sulla base di routine e meccanismi conosciuti che non vengono posti in discussione. Il management aziendale si trova limitato nelle scelte e la sua visuale viene oscurata dai precedenti programmi di azione, impedendo strategie di uscita da business non profittevoli attraverso il disinvestimento.

---

<sup>33</sup> Huff J.O., Huff A.S. and Thomas H. (1992) “Strategic renewal and the interaction of cumulative stress and inertia” *Strategic Management Journal*, 13, p.55

Aziende “vecchie” e di grandi dimensioni sono meno propense a disinvestire business che presentano scarsi risultati, così come acquisizioni precedenti di unità relativamente più grandi (Shimitzu e Hitt, 2005). In conclusione possiamo affermare che l’età e la dimensione dell’impresa e dell’unità sono fattori che influenzano negativamente il disinvestimento poiché si traducono in un’inerzia organizzativa che impedisce di prendere decisioni volte alla creazione di valore e si evidenzia in forme di stagnazione.

#### 4.2 BARRIERE STRATEGICHE

Le barriere di uscita strategiche riguardano il grado di correlazione tra i business e la loro rilevanza strategica, in relazione alla composizione del portafoglio attività dell’impresa. Sulla base della configurazione di queste due determinanti il manager aziendale sarà meno propenso a disinvestire unità, anche se poco performanti, rilevanti dal punto di vista strategico.

L’interdipendenza dei business rappresenta la principale barriera all’uscita (Porter, 1976). Anche se una divisione presenta margini di guadagno ristretti, questa è comunque inclusa in un *network* aziendale, costituito da relazioni, che favoriscono la diffusione di risorse ed informazioni, sviluppando sinergie che incidono positivamente sulla riduzione di costi totali. Accanto alla logica di creazione di valore attraverso il disinvestimento, si prendono in considerazione le conseguenze negative che derivano dall’abbandono di un business a livello finanziario, giustificando la permanenza in un settore o in un’attività come la scelta meno peggiore, piuttosto che la soluzione migliore.

Come sottolineato da Duhaime e Grant (1984), precedentemente menzionati, la decisione di disinvestire riguarda unità poco interdipendenti. Sulla base della loro ricerca le divisioni che condividono tecnologie, strutture, clienti, canali di vendita e che si trovano all’interno del medesimo mercato interno difficilmente sono oggetto di disinvestimento, indipendentemente dal loro valore economico (Fig. 2.1).

Sempre Porter consiglia, nel lavoro pionieristico presentato nel 1976, alcune accortezze che il management dovrebbe avere nello sviluppare l’interdipendenza tra i business. L’autore sostiene che la condivisione di personale, strutture, canali

distributivi dovrebbe avvenire solo in presenza di effettivi vantaggi di costo (“*Avoid sharing for sharin’s sake*”<sup>34</sup>).

Come deterrenti alla decisione di disinvestire vi sono altri fattori che si concentrano sulla relazione tra le divisioni e sulle aspettative e le risorse impegnate in quella particolare attività. Sulla base della ricerca condotta da Harrigan (1980), tali barriere riguardano la condivisione di strutture, impegni finanziari in attività promozionali, le perdite già conseguite, le aspettative di crescita, soprattutto in relazione ad una particolare nicchia di mercato e barriere generate dagli investimenti in tecnologia e sviluppo.

È utile ribadire in questo contesto come, uno dei principali vantaggi di uno *spin-off* o di un *equity carve-out*, è la capacità della *parent* di mantenere una relazione proficua con l’unità disinvestita. Non è sempre detto che i processi di ristrutturazione aziendale coinvolgono in maniera definitiva i contatti tra le sussidiarie, anzi, la flessibilità organizzativa offerta da questo tipo di scelta strategica deve essere attentamente analizzata e presa in considerazione dai dirigenti aziendali.

Accanto all’importanza delle interrelazioni tra i business, Harrigan, nel 1980, individua il ruolo strategico dell’unità come fattore che influenza il disinvestimento (correlazione negativa). Maggiore sarà il rilievo strategico del business nel portafoglio delle attività dell’azienda, minore sarà la propensione del management a disinvestire quell’unità. Sulla base di queste considerazioni, la ricerca proposta dall’autore individua tre principali deterrenti che influenzano il disinvestimento quando è alto il rilievo strategico della divisione.

---

<sup>34</sup> Porter (1976) “Please note location of nearest exit” California Management Review, 2 p. 32

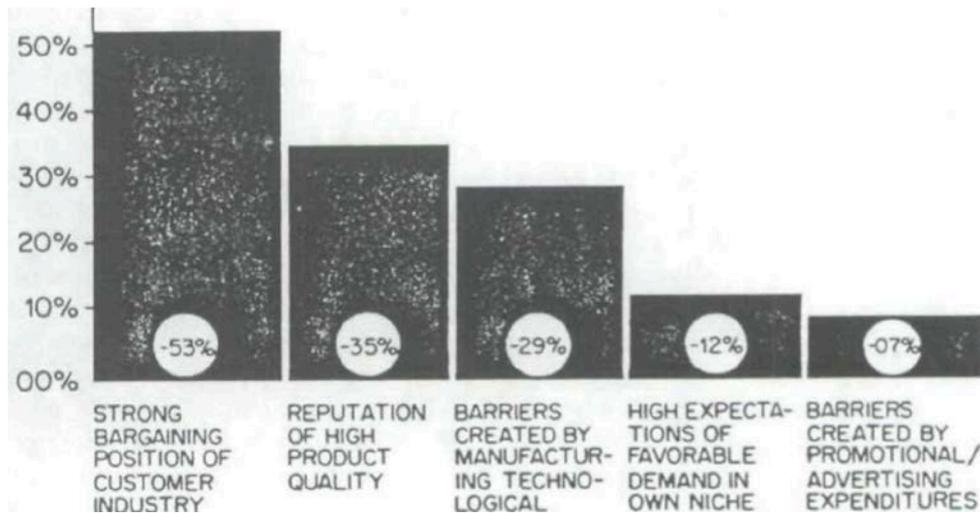


Fig. 4.1 Average relative deterrent effect to exit in business of high strategic importance. Harrigan (1980) "The effect of exit barriers upon strategic flexibility" Strategic Management Journal, 1 p. 171

Come si evidenzia dalla figura il fattore di maggiore influenza è il potere contrattuale nei confronti del cliente, che si collega alla posizione del brand e del prodotto nell'immaginario comune. La fedeltà del consumatore potrebbe venir meno con una cessione e si potrebbe ripercuotere negativamente anche in altri segmenti prodotto/mercato in cui l'impresa opera. Oltre alla forza contrattuale sviluppata negli anni, un importante aspetto che viene preso in considerazione e che limita i processi di ristrutturazione mediante cessione, è la reputazione acquisita attraverso precedenti investimenti che connotano l'elevata qualità del prodotto. In queste situazioni i dirigenti aziendali oltre ad aumentare il valore delle sinergie prodotte dalle relazioni tra le unità esaltano la qualità delle singole divisioni nell'ottica dei consumatori, promuovendo azioni di breve periodo, dispendiose e poco profittevoli per l'impresa. Continuare a coprire una nicchia di mercato che non presenta margini equi non risponde certamente alle finalità di creazione di valore per l'impresa.

L'impresa si deve muovere in un'ottica dinamica ed evolutiva, senza "perdere tempo" in mercati poco profittevoli o peggio ancora, con bassi margini di crescita. Saper disinvestire significa anche saper investire, muovendo il cliente verso direzioni più congeniali all'attività d'impresa. La rilevanza strategica non deve spingersi verso una barriera strutturale ma si può conformare attorno alla flessibilità richiesta dai mutamenti del mercato poiché le posizioni di vantaggio acquisite, seppur con notevoli sforzi economici e manageriali, non durano a lungo

e hanno bisogno di essere mantenute con programmi di azioni decise e lungimiranti.

#### 4.3 BARRIERE MANAGERIALI

Le barriere manageriali riguardano il ruolo dei dirigenti dell'azienda, nella loro relazione con l'impresa e con i proprietari della società, attraverso i processi decisionali. Sulla base di questa definizione il disinvestimento viene influenzato negativamente dalla propensione dei manager a perseguire strategie che non includono l'uscita da business poco profittevoli, compromettendo il fine della creazione di valore.

I fattori determinanti di questo tipo di barriere sono il grado di asimmetria informativa e gli obiettivi confliggenti tra manager e l'impresa (Porter, 1976).

Il una grande impresa diversificata risulta difficile conoscere nel dettaglio i dati contabili suddivisi per ogni centro di profitto. Di conseguenza i manager si trovano in difficoltà nel determinare eventuali perdite causate da una singola divisione, che incide negativamente sulla performance dell'intero gruppo aziendale. Altre volte questa cecità è voluta, poiché si cercano di nascondere i risultati negativi di un business suddividendo le perdite in più attività, senza intaccare l'immagine aziendale. Una struttura verticale e business correlati sono alcuni dei fattori che influenzano negativamente la possibilità di raccogliere informazioni separate per ogni centro di imputazione. È arbitrario suddividere la redditività per singoli centri che concorrono ad un unico risultato, anche sulla base del mercato interno, poiché esistono degli accordi volti alla massimizzazione del profitto globale dell'azienda e non dipendono dalla struttura dei costi interna ad una singola sussidiaria. Accanto ai dati finanziari, per una corretta valutazione delle unità, i manager devono considerare quei razionali strategici che connotano un particolare business per poter intraprendere decisioni coerenti.

In definitiva, la difficoltà di raggiungere informazioni finanziarie e strategiche, non rilevano perdite imputabili a singole divisioni e quindi il management non prende in considerazione il disinvestimento come rimedio, poiché non conosce o non vuole conoscere.

Seguendo il filone logico delle asimmetrie informative, i manager, nella scelta dei business da disinvestire sono fortemente influenzati dalla familiarità e quindi dalle informazioni che detengono su un preciso settore rispetto ad un altro (Ang *et al*, 2014). Il dirigente aziendale è più propenso a disinvestire segmenti poco conosciuti, rispetto a quelli con cui risulta più familiare. Esperienze passate in particolari business condizionano la valutazione della miglior strategia da seguire. Questa familiarità si esplica in una maggiore conoscenza del business interessato, scontando il problema delle asimmetrie informative. Inoltre l'amministratore delegato, se proviene da quel medesimo settore, è in grado di meglio comprendere le esigenze di una divisione, riuscendo a condividere le esperienze con i *middle manager* e facendosi coinvolgere emotivamente.

Il secondo fattore che andiamo ad analizzare riguarda gli obiettivi confliggenti tra i manager ed i principi di efficienza economica seguiti dall'impresa. Porter, nel 1976, individua le fonti che generano una conflittualità di obiettivi, distinguendo tra imprese *monobusiness* e società *multibusiness*. Nel primo caso un'uscita incide profondamente, in maniera negativa, sull'orgoglio di un manager e sulle sue competenze professionali, recide l'identificazione con uno specifico business e viene vista come un segno di fallimento, pregiudicando la carriera manageriale. Ancora, il disinvestimento risulta in contrasto con obiettivi sociali riguardanti il personale e gli incentivi economici dei dirigenti si sviluppano nella direzione opposta alle ristrutturazioni. Nel caso di imprese *multibusiness* l'uscita da un mercato può essere vista dall'esterno come il risultato di una cattiva gestione o segnare una mancanza di fiducia verso i manager sottoposti o ancora, come nel caso di imprese *monobusiness*, può essere un duro colpo per l'orgoglio dei manager. Inoltre, la familiarità del top manager verso un particolare segmento e la sopravvalutazione delle sinergie tra le divisioni crea barriere all'uscita, dato che non si perseguono obiettivi di efficienza economica. In ultimo la pressione per l'aumento delle vendite muove specifiche barriere contro il disinvestimento, a discapito di una strategia di lungo periodo.

Il fattore comune è l'accezione negativa che connota l'istituto del disinvestimento nell'ottica dei manager, eppure, le conseguenze riguardo la loro remunerazione sembrano stridere con questa connotazione (Haynes *et al*, 2007). Diversamente da quanto si può pensare in merito alla remunerazione dei manager, incentivati a sovradimensionare la struttura delle imprese, allargando il confine delle attività, i

processi di dismissione non contribuiscono negativamente al loro salario. La ricerca condotta da Haynes, Thompson e Wright nel 2007 non ha evidenziato un'evidenza diretta tra busta paga e processi di disinvestimento, anzi, in presenza di azionista dominante, o *blockholder*, il manager viene incentivato economicamente a perseguire tale strategia per la creazione di valore.

Le barriere manageriali si fondano sull'aspetto negativo che viene imputato al termine e viene a costituirsi una barriera psicologica, basata sull'ammissione di precedenti errori manageriali e sull'eventuale coinvolgimento familiare nella decisione (Peruffo, 2014). Come sottolineato da Hayes nel 1972 "*people like to buy, they don't like to be sold*"<sup>35</sup>. Mentre i progetti di fusione e di acquisizione sono accompagnati dall'entusiasmo generale, il disinvestimento lascia spazio all'idea di un fallimento come conseguenza di precedenti errori manageriali. Per questa motivazione, i dirigenti, con reticenza ricorrono a meccanismi di exit poiché, nell'immaginario comune, è un ritorno sui propri passi ed un'ammissione delle proprie responsabilità. La principale difficoltà incontrata nei processi di disinvestimento, è la mancata considerazione che vede nelle operazioni di ristrutturazione di portafoglio un mezzo di creazione di valore, come scelta finalizzata al benessere dell'impresa in un ciclo dinamico che vede nel moto continuo non una condizione necessaria di sopravvivenza ma una condizione per poter progredire verso nuovi obiettivi maggiormente profittevoli.

Il valore negativo che accompagna il termine disinvestimento non viene espresso solo nell'immaginario esterno ma pervade l'intera organizzazione al suo interno. In questo contesto è fondamentale il ruolo del *division manager* o *middle manager* (Nees, 1981). La ricerca condotta evidenzia come il successo del disinvestimento dipende in misura rilevante dall'interazione tra il *top manager* e i manager della divisione, oggetto di ristrutturazione, favorendo lo scambio continuo di informazioni e privilegiando un ruolo proattivo dei dirigenti di unità, poiché, parte del risultato dipende dal loro impegno, fortemente influenzato dalla natura che viene affidata al disinvestimento.

Una forte barriera psicologica è, ancora una volta, l'attaccamento familiare ed emotivo che impedisce una valutazione ponderata delle decisioni. Sharma e Manikutty, nel 2005, analizzano il ruolo della cultura comunitaria e della struttura

---

<sup>35</sup> Hayes R. H. (1972) "New emphasis on divestment opportunities" Harvard Business Review p. 57

familiare quali elementi che influenzano le decisioni di disinvestimento, ponendo a contrasto obiettivi economici e di efficienza con barriere emozionali.

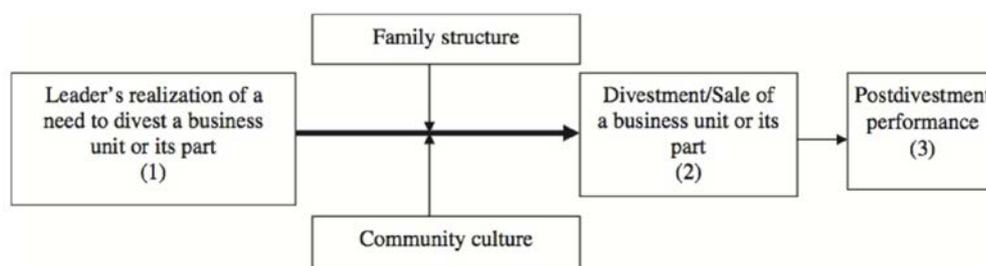


Fig. 4.2 Process underlying divestment decisions. Sharma P. e Manikutty S. (2005) “Strategic divestment in family firms: role of family structure and community culture” *Entrepreneurship Theory and Practice*, p.299

Più che per ragioni economiche, il mantenimento di una struttura aziendale è sollecitata dall’identificazione della famiglia con il complesso imprenditoriale. L’attaccamento emotivo e le frizioni sociali impediscono di destrutturare l’attività che si è configurata attorno allo sforzo comune dei componenti della famiglia in più decenni.

Oltre alla struttura familiare, il secondo fattore di influenza psicologica è rappresentato dalla cultura, definita come “*the collecting programming of the mind that distinguishes the member of one group or category of people from another*”<sup>36</sup>. Sulla base di questi due fattori gli autori evidenziano delle linee guida che caratterizzano il comportamento della famiglia: ineguaglianza/eguaglianza e autorità/libertà. L’influenza culturale esercitata dal contesto in cui opera l’impresa e la relazione che si instaura tra le generazioni, sulla base di credenze condivise, condizionano la scelta di disinvestire. Le famiglie autoritarie con principi di uguaglianza ritardano i processi di ristrutturazione e pregiudicando la performance positiva che può essere conseguita attraverso operazioni di cessione.

#### 4.3.1 RISOLUZIONE DEI PROBLEMI DI AGENZIA ATTRAVERSO IL DISINVESTIMENTO

Ho deciso di inserire la trattazione dell’argomento in questa sezione, poiché è proprio nell’ambito delle barriere manageriali che si erige quel muro che

<sup>36</sup> Hofstade G. (2001) “Culture’s consequences” Thousand Oaks, CA: Sage p.9

caratterizza la relazione tra manager ed azionisti, in rapporto ai processi decisionali che caratterizzano l'attività d'impresa.

Per ricostruire il nucleo essenziale del disinvestimento abbiamo fatto ricorso a tre principali spiegazioni di carattere strategico e finanziario, analizzando il fenomeno sotto la lente di ingrandimento della *resource based view*, della *institution based view* ed in termini di efficienza. Proprio in questa ultima ipotesi non ci siamo soffermati sul principale razionale, sottolineato dai numerosi interventi della letteratura manageriale, rappresentato dalla teoria dell'agenzia. In quest'ottica le scelte strategiche vengono fortemente condizionate dal rapporto azionisti e management, soprattutto in relazione al mutamento intervenuto dal 1980 in poi che ha portato le imprese a perseguire strade opposte alla diversificazione conglomerata voluta dai dirigenti aziendali.

Prima di definire in dettaglio l'implicazione di tale teoria nell'evoluzione dell'impresa, è opportuna una piccola, ma significativa, trattazione teorica dell'argomento.

Il punto di partenza non può non essere lo studio condotto da Berle e Means nel 1932. Gli autori intendevano mostrare la struttura che deteneva il controllo di 200 grandi imprese statunitensi negli anni '20. I risultati, mostrati nella figura che segue, evidenziarono un disallineamento tra proprietà e controllo, incentivato dalla polverizzazione della quota di proprietà tra un gruppo considerevole di azionisti.

Num. imprese	% del capitale detenuto dal maggiore azionista	Tipo di controllo
44	0-20	Manageriale
23	20-50	Controllo di minoranza
5	50-80	Controllo di maggioranza
6	80-100	Controllo della proprietà
21	Altro (ex. Controllo a cascata)	

Fig. 4.3 Tipo di controllo nelle grandi imprese statunitensi. Adattamento da Berle e Means (1936) "The modern corporation and private property"

Nella maggioranza dei casi il controllo era in mano ai manager (capitalismo manageriale) poiché, se suddiviso in una moltitudine di soci, questo appariva troppo oneroso ed i benefici derivanti da un monitoraggio accorto verso l'operato dei dirigenti risultava essere inferiore al costo sostenuto. Viene segnata la separazione tra controllo e proprietà e di conseguenza si affida al management aziendale un potere connotato da una forte discrezionalità.

Questo risulta essere l'antecedente ai conflitti di agenzia segnati dal disallineamento di obiettivi tra azionisti (*principal*) e manager (*agent*). L'assunto alla base dei problemi di agenzia è la divergenza di interessi tra *principal* ed *agent*, anche se quest'ultimo agisce per conto del primo, poiché ogni individuo si muove nella direzione di massimizzare la propria utilità.

La teoria dell'agenzia viene ampliata e definita dal lavoro di Jensen e Meckling (1976). I due autori si muovono all'interno dell'asimmetria informativa che connota il rapporto *principal/agent* poiché, nella gestione dell'impresa, i manager hanno un vantaggio conoscitivo che può essere usato a loro interesse. Vengono individuati tre principali costi legati ai conflitti di agenzia:

- Costi di monitoraggio. Sono rappresentati dai costi sostenuti dagli azionisti per monitorare e misurare l'operato dei manager.
- Costi di obbligazione. Si tratta di limitazioni poste all'esercizio dirigenziale e vincolano le scelte del management.
- *Residual loss*. La distanza che permane tra gli obiettivi del principale e dell'agente, una volta sostenuti i costi di monitoraggio ed incentivati i manager a comportamenti in linea con quelli degli azionisti, viene definita perdita residuale.

L'operato del manager è connotato da una certa discrezionalità in base alla struttura della *corporate governance*. Maggiore sarà la polverizzazione della proprietà tra diversi azionisti e maggiore risulterà la libertà d'azione del management.

La presente analisi del disinvestimento nell'ambito della teoria dell'agenzia andrà a scomporsi in tre differenti aree di approfondimento, nelle quali risulta evidente la divergenza di interessi tra la proprietà ed il controllo.

Il primo tema esaminerà la scelta di diversificazione o disinvestimento, enfatizzando il valore della composizione della *corporate governance* come fattore determinante. Come ripetuto più volte, gli anni che vanno dal 1960 al 1980

sono stati caratterizzati da una forte ondata di acquisizioni e fusioni. Le operazioni riguardavano il più delle volte un modello di crescita orizzontale finalizzata all'occupazione di più settori con una conseguente crescita dimensionale dell'impresa. I fattori che hanno spinto verso questa direzione sono già stati richiamati nel primo capitolo. In questa sezione ci soffermeremo sul ruolo del management aziendale e sulla sua influenza. In tale contesto risulta evidente il disallineamento di obiettivi tra dirigenti e proprietari poiché la creazione di valore attraverso strategie viene superata dalle finalità individuali dei manager, motivati da fattori personali, collegati a considerazioni di tipo remunerativo e riflessi sulla carriera professionale. Infatti, il successo del manager veniva dipeso da una struttura remunerativa che favoriva la crescita dimensionale spinta fino all'*overdiversification*, motivata dalla stagnazione di alcuni settori economici in cui l'azienda già operava e sfruttando le risorse che ne derivavano per ingrandire l'ambito di attività dell'organizzazione, a discapito degli azionisti che si vedevano sottrarre quei flussi di cassa dalla mancata distribuzione dei dividendi. I manager sono certamente motivati a mantenere tali risorse all'interno della medesima industria, mentre, restituendo parte del capitale ai soci quest'utiles potrebbero dirigere altrove le proprie disponibilità. Markides, nel 1995, evidenzia l'inefficienza dell'organizzazione diversificata sulla base degli elevati costi di coordinamento rispetto ad una struttura di minori dimensioni. La domanda principale è la seguente: per quale motivo i manager sono riusciti a muovere le imprese verso questa direzione senza essere contrastati dai proprietari? Come sottolineato da alcuni autori, tra i quali Bethel *et al* (1993) e Hoskisson *et al* (1994) si tratta di un problema di *corporate governance*, più precisamente di *poor corporate governance*. L'assenza di un blockholder e di un conseguente monitoraggio, ha favorito le strategie di diversificazione poiché il potere era nelle mani dei manager che perseguivano finalità in contrasto con la performance aziendale. Attraverso la pressione degli azionisti di maggioranza i manager, a cavallo del 1980 sono stati incentivati (o costretti?) a tornare sui propri passi e rimodulare i confini aziendali attraverso processi di disinvestimento. Durante la descrizione dei processi di *sell-off*, *spin-off* ed *equity carve-out* ho richiamato la capacità di queste operazioni di risolvere i problemi di agenzia proprio in relazione alla possibilità di riallineare gli obiettivi manageriali, non tanto a quelli degli azionisti, quanto a quelli espressi dall'organizzazione.

Il secondo tema da affrontare è l'influenza dei problemi di agenzia nella scelta della modalità di disinvestimento. In estrema sintesi gli *spin-off* sono preferiti nel caso di una proprietà concentrata, poiché risponde ad un'esigenza di flessibilità strategica nella costruzione del portafoglio dell'azionista dominante, mentre i manager spingono verso *sell-off* capaci di generare risorse finanziari da impiegare in altri progetti di investimento (Bergh e Sharp, 2012). Difficilmente i *carve-out* sono promossi dai dirigenti aziendali, poiché il mercato azionario pone una lente di ingrandimento sulla testa degli stessi dirigenti e del loro operato.

In ultimo, non in ordine di importanza, il conflitto tra azionisti e manager riguarda l'allocazione degli eventuali flussi di cassa in eccesso. I manager spingono verso acquisizioni e fusioni per rispondere alle proprie manie di grandezza e costituire dei veri e propri imperi (*empire building*). Diversamente gli azionisti preferirebbero la distribuzione dei dividendi che viene ostacolata dai dirigenti per tre ordini di ragioni (Peruffo, 2014). In primo luogo può denotare l'incapacità di intravedere progetti alternativi a VAN positivo. Secondariamente la restituzione dei capitali compromette la gestione ed il controllo su di essi esercitato dal management ed in ultimo diminuisce le risorse finanziarie a disposizione per promuovere altri investimenti.

I principali interventi che possono contribuire se non ad eliminare, ad attenuare i conflitti di agenzia si configurano in due diverse tipologie, che da una parte favoriscono l'allineamento degli interessi attraverso la partecipazione al capitale azionario dei manager e dall'altra, sostengono meccanismi di monitoraggio e misurazione della performance.

Nella prima tipologia è consuetudine assegnare ai manager delle azioni o delle opzioni su queste (*stock option*) così da incentivare il perseguimento dei medesimi fini auspicati dagli azionisti che sottendono la creazione di valore azionario (l'amministratore delegato della FCA, Sergio Marchionne, detiene una quota dell'1% dell'azioni). Nella seconda tipologia, oltre ad evidenziare, ancora una volta, il ruolo positivo assunto dall'azionariato di maggioranza nel saper controllare e monitorare l'operato dei manager, l'impresa può favorire l'inserimento di figure indipendenti nella composizione del consiglio di amministrazione, atte a monitorare le azioni promosse dai dirigenti e predisposte a contemperare le diverse esigenze espresse dai proprietari e dagli alti funzionari.

## CAPITOLO 5

### VALUTAZIONE FINANZIARIA DELLA STRATEGIA DI DISINVESTIMENTO

Il presente capitolo andrà a riprendere alcuni dei concetti espressi nella sezione 2.3, supportando il ruolo della valutazione economica e finanziaria nella scelta di strategie di disinvestimento volte alla creazione di valore per l'azionista. Diversamente da quanto fatto in precedenza ci soffermeremo sui principali modelli di valutazione, argomentando i molteplici approcci proposti dalla teoria finanziaria. La valutazione di una ristrutturazione di portafoglio si presenta complessa e modulare per cui è necessario l'intervento di più fattori capaci di determinare in via previsionale i risultati di un particolare tipo di strategia, soprattutto in relazione ai diversi tipi di operazione che si possono configurare in tale ambito.

La decisione di disinvestire un'unità o una divisione necessita di un supporto concreto. I razionali evidenziati alla luce della teoria dell'agenzia, della teoria istituzionale, della teoria basata sulle risorse e dall'efficienza organizzativa non bastano a sostenere un processo che coinvolge numerosi attori e si manifesta in una pluralità di fasi, comportando un notevole dispendio di risorse. La principale dimensione che caratterizza l'analisi finanziaria delle scelte strategiche è il supporto alle decisioni. La funzione finanziaria fornisce le tecniche per misurare la creazione o distruzione di valore associata alla decisione.

La struttura del capitolo seguirà le diverse modalità di disinvestimento, specificando le molteplici tecniche di analisi in relazione alla tipologia, enfatizzando le particolarità che accompagnano la scelta.

In questa introduzione è giusto soffermarci sulle particolarità che richiede la valutazione, non tanto di una semplice impresa privata, ma di un'azienda multibusiness che occupa diversi settori, presentando delle specificità in ogni ambiente e differenziando sostanzialmente l'attività a seconda del segmento e del mercato coinvolti. In un tale contesto poliedrico le divisioni presentano profili di rischio e prospettive di crescita molto diversi tra di loro, inoltre è presente un confronto con una concorrenza differente in termini di entità e di peso specifico acquisito nel mercato. In questo caso si ricorre ad una valutazione per "somma di

parti” (*Sum of Parts valuation-SoP*). Tale tecnica di analisi si sostanzia nella valutazione autonoma di ogni singolo business che compone il portafoglio delle attività dell’impresa. I valori così individuati, anche attraverso diversi procedimenti che rispettano la natura e le specificità delle singole entità, vengono poi sommati per avere come risultato complessivo il valore effettivo della *corporate* che andrà poi confrontato con il valore di mercato e permette di individuare se il gruppo sia sopra o sottovalutato ed eventualmente, in caso di sottovalutazione, procedere ad un disinvestimento in grado di ripristinare il valore reale, andando a chiudere il *value gap* evidenziato dalle differenti valutazioni.

Il metodo di valutazione così definito è preferibile per l’analisi di imprese multibusiness o gruppi per tre principali ordini di ragioni, insite nella diversa natura data dalla complessità di questa forma organizzativa rispetto ad entità monobusiness. In primo luogo i bilanci individuali delle eventuali singole società che compongono il gruppo e il bilancio consolidato non costituiscono la base per l’avvio della valutazione poiché in una valutazione *equity side* la somma degli utili netti delle singole società non individua il risultato di pertinenza mentre e nell’approccio *asset side*<sup>37</sup> lo stato patrimoniale non esprime la posizione finanziaria effettiva del gruppo e nel conto economico non si distingue tra quota di pertinenza del gruppo e quella di terzi. In secondo luogo l’utile netto espresso nel bilancio consolidato è il risultato della somma di flussi che provengono da diversi business non confrontabili tra loro e che discordano, principalmente, in termini di profili di rischio e prospettive di crescita. Infine, l’allocazione delle risorse finanziarie, interne al gruppo, può non seguire la logica della massimizzazione del valore per gli azionisti, poiché alcuni business sono considerati di supporto ed una valutazione sintetica non tiene conto di tali specificità.

Da ciò risulta evidente come, una stima dell’impresa ante disinvestimento, necessita di un’attenta analisi che si esplica in diversi passaggi, che compongono la cosiddetta *Sum of Parts valuation*.

---

<sup>37</sup> Secondo l’approccio *equity side* la stima del valore del capitale economico avviene in modo diretto e si considerano i flussi spettanti agli azionisti, scontati al tasso che ne riflette il profilo di rischio ( $k_e$ ).

Diversamente con una valutazione *asset side* il valore del capitale economico viene individuato indirettamente, sottraendo al capitale operativo la posizione finanziaria netta. In questo caso vengono presi i flussi di cassa operativi, scontati al costo medio ponderato del capitale ( $wacc$ ).

Il procedimento si esplica principalmente in quattro distinte fasi.<sup>38</sup> Per prima cosa vengono valutati i singoli business come entità separate tra loro ed in relazione alle loro caratteristiche, evidenziando per ognuna il peso specifico a livello di *corporate*. La valutazione viene effettuata seguendo la logica *stand alone*. Una volta in possesso di tali stime il valore della casa madre è composto dalla somma di queste. A questo punto è necessario porre l'attenzione sui costi comuni che sono presenti a livello centrale ma non possono essere allocati a livello di singole *unit*. Tali elementi vengono scontati al costo del capitale per la casa madre e vanno ad abbattere l'*Enterprise value* precedentemente calcolato. Infine, una volta sottratto il debito *corporate* non allocabile, si giunge all'*Equity value*, che rappresenta il valore intrinseco dell'impresa. Questo valore andrà a confrontarsi con la capitalizzazione in borsa, sempre che l'impresa sia quotata, determinando una differenza. Se positiva il gruppo viene sottovalutato dal mercato, viceversa se negativa.

Naturalmente esistono molteplici criteri di valutazione, atti a definire il valore delle imprese. In questo contesto non viene richiesto di esaminare ogni metodologia o criterio, ma è necessario richiamare i principali aspetti sui quali noi focalizzeremo l'attenzione poiché vengono spesso coinvolti nei processi di disinvestimento. Utile ribadire che un criterio non ne esclude un altro, anzi, per operazioni così complesse vengono presi in considerazione più modelli che vengono confrontati tra di loro per un risultato il più possibile attendibile.

La differenza sostanziale nella scelta del criterio di valutazione risiede nello scopo che ha quest'ultima. In parole diverse bisogna essere consapevoli di cosa cerchiamo e per quale scopo. In secondo luogo la natura e le caratteristiche dell'oggetto di valutazione impongono differenti scelte. È evidente che non potrà utilizzare un multiplo di borsa per un'impresa non quotata.

Schematicamente possiamo sintetizzare il quadro generale nell'immagine che segue.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Hunt P. (2004) "Structuring, mergers & acquisition: A guide to creating shareholder value" 2° ed. Aspen Editore, p. 362

<sup>39</sup> Rocco M. e Barra L. Ernst & Young. Presentazione "I metodi di valutazione"

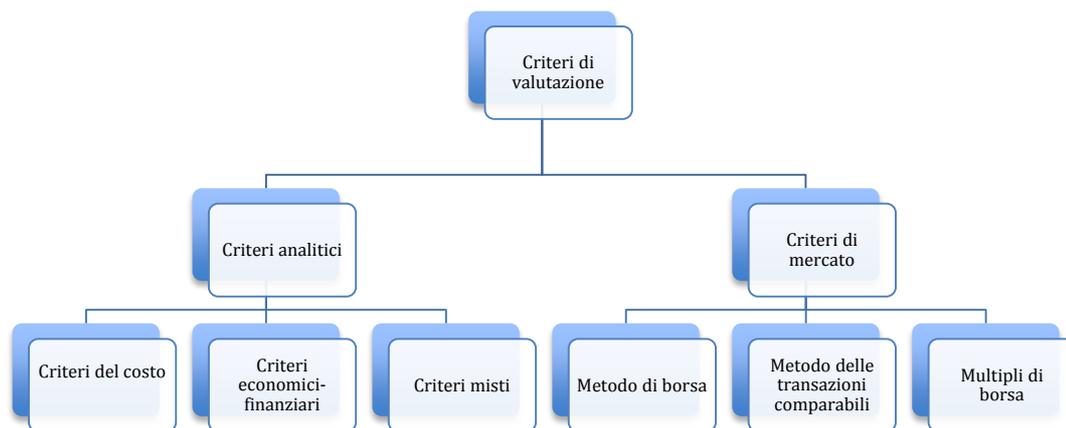


Fig. 5.1 Criteri di valutazione. Ernst & Young.

Il nostro interesse riguarderà i metodi finanziari, con un approfondimento del *Discounted Cash Flow model*. Inoltre andremo a prendere in considerazione alcuni multipli rilevanti e ci interesseremo dell'*accretion* o *dilution* attraverso l'analisi dell'*earning per share* (EPS) per la misurazione di creazione di valore.

In questo capitolo ci occuperemo esclusivamente dei metodi di valutazione di una strategia, mentre, nel capitolo conclusivo verrà registrata la performance del disinvestimento attraverso lo studio del valore azionario attorno alla data di annuncio dell'operazione.

## 5.1 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN SELL-OFF

L'operazione di sell-off è stata oggetto di approfondimento nella sezione 3.1.1. In questo capitolo è opportuno richiamare solo alcuni dei tratti caratterizzanti l'istituto. Il disinvestimento tramite sell-off è rappresentato dalla vendita, totale o parziale di un business o asset, mediante transazione privata, che si sostanzia nel mutamento di controllo e proprietà susseguente alla cessione.

L'aspetto cruciale che ci interessa sottolineare in questo ambiente è la valutazione della divisione oggetto del disinvestimento. L'obiettivo principale per un venditore è la massimizzazione del ricavo derivante dalla cessione e per fare questo è necessario valorizzare, o meglio valutare, nel migliore dei modi l'oggetto del trasferimento. A questo punto entrano in gioco differenti variabili e differenti criteri valutativi atti a meglio interpretare questa esigenza.

La prima considerazione che siamo tenuti a fare riguarda la natura del business che andremo a vendere. Questa è da intendere come l'insieme delle attività in cui si muove l'entità da analizzare, iniziando l'analisi degli studi macroeconomici sull'andamento del settore fino a ricercare le serie storiche dell'impresa individuabili attraverso i bilanci societari. Una volta effettuato questo passaggio viene scelto il criterio di valutazione da utilizzare. In linea generale, in questo tipo di operazioni si ricorre principalmente ad una valutazione *stand alone* attraverso il metodo del *Discounted Cash Flow* e con il metodo dei multipli di transazioni comparabili si può confrontare il *premium price* pagato dall'acquirente per operazioni analoghe di imprese simili.

In base al DCF il valore dell'unità è calcolato come la somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri che l'entità stessa sarà in grado di generare.

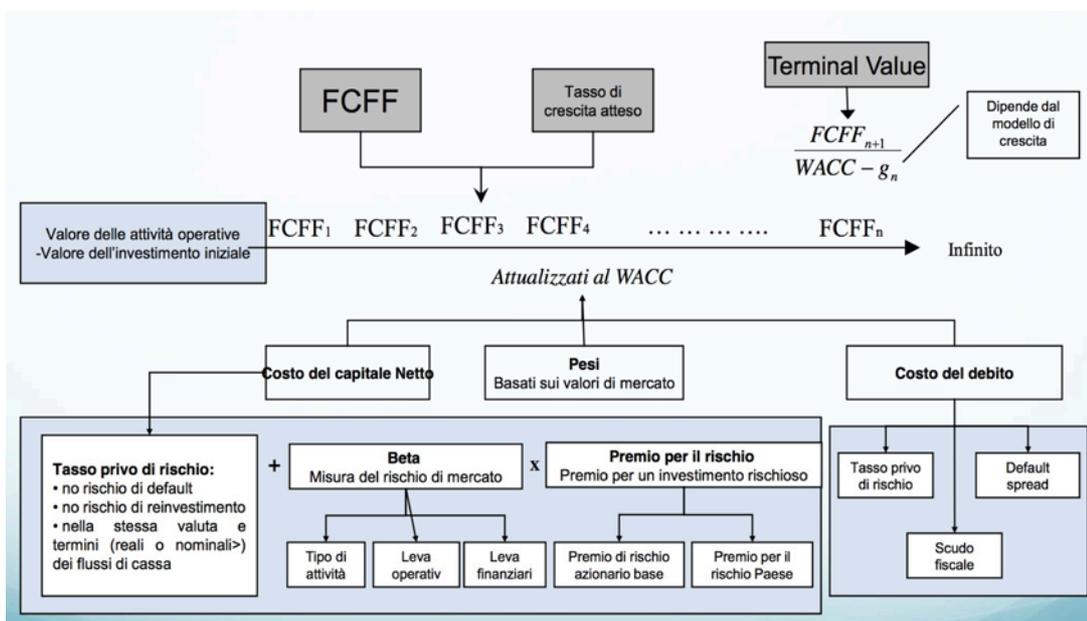


Fig. 5.2 Metodo DCF. Peruffo (2014)

Procedendo con ordine il passaggio successivo sarà quello di illustrare le singole voci che sono interessate nella figura, partendo dal metodo utilizzato per il calcolo dei flussi di cassa. È diffuso l'utilizzo dei flussi di cassa *unlevered*, a disposizione dell'impresa, rispetto i flussi *levered*, spettanti agli azionisti. Nell'immagine successiva è presente il procedimento per determinare entrambe le poste.

(+) Ricavi  
 (-) Costi  
 = EBITDA  
 (-) Amm.ti/Acc.ti  
 = EBIT  
 (-) Imposte  
 =NOPAT  
 (+) Amm.ti/Acc.ti  
 = MOL al netto d'imposte  
 +/- Ccn  
 +/- Invest./Disinv. In capitale fisso  
 = **CF Operativo (Unlevered)**

(-) Oneri fin.ri  
 (-) Rimborso fin.ti  
 (+) Nuovi fin.ti  
 = **CF Disponibile (Levered)**

I flussi di cassa avanzano ad un tasso di crescita che è determinato dal tasso di reinvestimento degli utili, ossia la percentuale dei dividendi non distribuiti e la redditività sugli investimenti operativi (ROI).

Questo strumento si predilige poiché presenta determinate caratteristiche non riscontrabili in altri metodi di analisi. A titolo esemplificativo ricordiamo che il VAN è in grado di valutare un solo progetto di investimento e non di una strategia mentre i cosiddetti indicatori contabili, tra cui il ROE, il ROA e il ROI non tengono in considerazione il fattore temporale.

Come suggerito nel paragrafo 2.3 il valore di una strategia, in questo caso di un disinvestimento tramite sell-off, è dato dalla differenza tra il valore societario iniziale e quello a termine dell'espletamento dell'operazione. Il valore iniziale, nel caso in cui l'impresa non sia quotata è determinabile attraverso due approcci:

$$Equity Side \quad \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCL_t}{(1+r_e)^t}$$

$$Asset Side \quad \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCU_t}{(1+WACC)^t} - PFN$$

dove PFN = DB Fin.ri - (Titoli + Liq. Imm.)

Nel primo caso vengono utilizzati i flussi di cassa *levered* ed il valore dell'equity è determinato in modo diretto. I flussi vengono scontati ad un tasso rappresentativo del costo dell'equity ( $r_e$ ), ottenibile dall'utilizzo del modello del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

$r_f$  è il tasso risk free, rappresentato dai titoli di Stato (BTP). La differenza tra il rendimento di un portafoglio ben diversificato ( $r_m$ ) e il tasso privo di rischio è l'extra rendimento che viene richiesto dall'investitore e rappresenta il rischio specifico, non eliminabile, dell'azienda. L'investitore vuole essere ricompensato se si assume un rischio maggiore di un portafoglio ben diversificato e viene richiesto un extra rendimento per ogni unità di rischio supportato.

Il *Beta* è il coefficiente che determina come la variabilità dei rendimenti del portafoglio di mercato si riflette sulla variabilità dei rendimenti del titolo. Quando è maggiore di 1 viene richiesto un rendimento maggiore poiché vi è un rischio aggiuntivo. In diverse parole è l'indice di rischiosità sistemica e ci mostra di quanto l'azienda è esposta rispetto al mercato. Le determinanti del *Beta* sono il grado di leva operativa, il grado di leva finanziaria e la ciclicità del business. Più alti sono questi parametri e maggiore risulterà il *Beta*.

Diversamente, nell'approccio *Asset Side*, i flussi sono attualizzati al costo medio ponderato del capitale (WACC).

$$WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{D+E} (1 - t)$$

Il costo del debito ( $r_d$ ) dipende dal livello di indebitamento, dal livello degli interessi generali e dalle tasse. Tale posta risente indubbiamente dell'andamento dell'economia mondiale poiché il tasso applicato dalle banche si compone di uno spread influenzato dal credit rating dell'impresa.

Utilizzando questa seconda impostazione il valore azionario finale si compone della differenza tra l'*Enterprise Value* e la posizione finanziaria netta. Il primo argomento è così determinato:

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCU_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VR_n}{(1+WACC)^n}$$

$$VR_n = \frac{FCU_{n+1}}{WACC-g}$$

Il valore residuo, calcolato dal tempo n in poi, prende la forma di una rendita perpetua che cresce in ragione di g, che rappresenta il tasso di crescita dei flussi di cassa. Tendenzialmente g non si discosta di molto dal tasso di inflazione.

Si utilizza tale metodo poiché presenta dei vantaggi in termini di applicazione. Consente di legare le decisioni del management alla capacità di creazione di valore attraverso una strategia, creando un legame tra le scelte operative e gli elementi del valore dell'impresa (*cash flow*, tasso di attualizzazione e tasso di indebitamento).

È opportuno presentare anche le due maggiori criticità nell'azione di tale modello, ossia la complessità e la stima dei flussi di cassa che, ad ogni modo, sono previsionali.

Un'interessante analisi finanziaria di un'operazione di sell-off può essere effettuata attraverso il metodo dei multipli di transazioni comparabili. Diversamente da una valutazione per multipli, che andremo ad illustrare nelle successive sezioni, tale tipologia è in grado di evidenziare il rapporto tra valori impliciti in un'operazione di compravendita e grandezze economico-patrimoniali di un'impresa. In questo caso ci soffermiamo sulle transazioni simili per natura e non sulla somiglianza tra impresa per la costruzione del campione.

In un esercizio di compravendita è evidente il trade-off tra venditore e compratore ed il prezzo pagato, che in linea teorica dovrebbe corrispondere al valore dell'*Equity* dell'impresa ceduta, viene influenzato da numerosi elementi soggettivi che si manifestano in una tipica operazione di sell-off. Dal lato del venditore vi è una necessità di monetizzare quanto più possibile il capitale azionario. Il compratore viene spesso ingannato dalle proprie considerazioni sulle capacità sinergiche derivanti dall'acquisizione. In linea teorica vi sono tre principali fattori che influenzano il prezzo dell'operazione ed il valore effettivamente pagato si discosta da quello obiettivo: fattori sinergici, fattori finanziari, fattori fiscali e

fattori negoziali. Nei primi rientrano l'importanza strategica del progetto, le sinergie attese, l'unicità dell'operazione, l'eventuale eliminazione di un concorrente o la sottrazione di un'alternativa ai competitor. Nel secondo gruppo ritroviamo l'entità dell'investimento, la struttura e la stabilità dei flussi generati dall'impresa acquisita, le conseguenze sulla struttura del capitale della società acquirente e la possibilità di ridurre la tassazione in capo al compratore. Infine la disparità del potere contrattuale, le condizioni di pagamento, le clausole accessorie e le eventuali garanzie contrattuali rientrano nei fattori negoziali.

Il vantaggio nell'utilizzo di tale metodo è l'individuazione del *premium price* pagato per operazioni simili. Secondo Porter (1985) il *premium price* è la differenza tra il valore oggettivo di un prodotto e quanto gli acquirenti sono disposti a pagarlo. Nelle operazioni di sell-off più il compratore considererà di valore il business acquisito, maggiore sarà questa differenza. Valutare un disinvestimento tramite sell-off richiede il confronto con operazioni simili e quindi *premium price* simili. Una volta confrontati tali indicatori, sarò in grado di giudicare la qualità dell'operazione, anche se con evidenti limiti, dati soprattutto dalla soggettività imposta dal modello nella scelta di transazioni comparabili.

Come ricorderò nel paragrafo successivo, il metodo dei multipli ricorre solo in veste suppletiva e non sostitutiva rispetto al *DCF Method*.

Nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions* è frequente l'utilizzo di un altro indicatore per commentare il prezzo pagato dall'acquirente e si tratta dell'analisi *Accretion/Dilution* dell'EPS *pro forma*. Per completezza ci soffermiamo brevemente su questo tipo di metodologia di valutazione, specificando le differenze tra un sell-off ed un'acquisizione. L'obiettivo del test è misurare l'incidenza della transazione sull'*Earning Per Share* (EPS), ossia l'utile per azione, in termini di accrescimento o diluizione. L'EPS è calcolato come rapporto tra gli utili prodotti dall'impresa ed il numero delle azioni in circolazione. Mentre per un'operazione di M&A è evidente, a meno di transazioni negative, un accrescimento degli utili (*accretion*), poiché si amplia lo spettro delle attività del gruppo e quindi migliora il rapporto, difficilmente, nel caso di un disinvestimento, il rapporto subirà variazioni positive, determinando spesso una diluizione degli utili per azione (*dilution*). Come è evidente, nel caso di un sell-off, diminuisce la portata di azione della casa madre e di conseguenza diminuiscono gli utili, a meno che non si è trattata la cessione di un business non profittevole e con nulle

prospettive di crescita. In questo caso la casa madre sarà in grado di migliorare la propria struttura di capitale, aumentando sensibilmente le prospettive di sviluppo poiché si è liberata della sussidiaria non performante e l'analisi *accretion/dilution* presenterà un segno positivo. Chen e Zhang nel 2007 danno evidenza empirica di una divergenza di risultati nei 5 anni che precedono il disinvestimento tra casa madre e sussidiaria. Se questo non accade non significa che la vendita sia stata un cattivo affare. È necessario valutare l'operazione in termini di dimensione assoluta rispetto al segno, positivo o negativo, che descrive il modello. In questi termini è necessaria l'analisi del valore della *parent* a seguito della cessione più il valore incrementale generato per l'acquirente.

## 5.2 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UNO SPIN-OFF

Secondo la definizione data nella sezione 3.1.1 un corporate spin-off si conforma in una separazione di un business dalla casa madre. Le azioni della società, che può essere di nuova costituzione o preesistente, sono distribuite ai soci della *parent* in maniera proporzionale alla quote detenute nella casa madre. Tramite questa tipologia di disinvestimento non muta l'assetto proprietario, mentre si ha un cambiamento negli organi di controllo della società scorporata.

La valutazione finanziaria di uno spin-off si compone essenzialmente di tre fasi:

- valutazione della casa madre e dei singoli business
- individuazione del business target da disinvestire
- stima della creazione di valore post disinvestimento attraverso l'analisi delle due entità separate (*parent* e *target*).

La valutazione finanziaria della casa madre viene effettuata secondo lo schema, già discusso, della *Sum of Part valuation*. Grazie a tale tipologia si evidenzia l'eventuale *value gap* da chiudere attraverso il disinvestimento. L'ottica seguita in questo tipo di analisi è quella *stand alone* in quanto le divisioni sono analizzate partendo dai risultati economici e finanziari conseguiti dalle divisioni e si evidenzia il peso specifico di ogni singolo business all'interno del gruppo societario. Il valore *stand alone* lavora sotto l'ipotesi di autonomia gestionale e l'azienda in oggetto è considerata come entità operativamente autonoma, prescindendo da eventuali effetti sinergici.

Diversamente, per una valutazione corretta dei singoli business e quindi anche della *target*, è necessaria un'ulteriore analisi sotto ipotesi di continuità (*going concern*). Il valore che ne deriva è determinato sotto l'assunzione che l'impresa è operativamente attiva, senza la previsione di cambiamenti imminenti. Contrariamente alla logica *stand alone* in questa prospettiva il valore è legato ai risultati futuri conseguibili dall'unità come entità separata dalla casa madre. Il valore così determinato è quello implicito ed assume rilevanza particolare nella determinazione del valore azionario del singolo business che sarà oggetto di trasferimento.

Per individuare il business target da disinvestire non si prescinde da una valutazione attraverso il *Discounted Cash Flow method* e, in aggiunta, una valutazione attraverso il metodo dei multipli. Non ritorno nell'analisi della prima tipologia, per la quale si fa rimando alla sezione 5.1, mentre, in questo paragrafo, spazio sarà dedicato al metodo dei multipli.

In linea generale il multiplo è un rapporto in grado di esprimere sinteticamente il valore dell'azienda oggetto di analisi sotto il punto di vista selezionato. Al numeratore si trova l'*Enterprise Value* o l'*Equity Value*, a seconda dell'approccio scelto, mentre al denominatore poniamo una variabile in grado di sintetizzare la capacità di un'impresa di produrre ricchezza. I principali vantaggi di questa metodologia sono la semplicità di utilizzo, la confrontabilità tra più aziende, la convergenza a risultati simili per analoghe imprese, la stabilità e l'ordinabilità.

Il processo si compone di quattro fasi essenziali:

- determinazione delle imprese comparabili analizzando 3 dimensioni: profilo di rischio, tasso di crescita e flussi di cassa
- scelta dei multipli significativi
- calcolo dei multipli
- identificazione dell'intervallo di valori da confrontare con il valore del multiplo della società oggetto di valutazione.

La prima fase è la parte più delicata del processo e consente di creare un campione omogeneo con il quale confrontare il business oggetto di analisi. Alcune delle determinanti da prendere in considerazione sono il settore di riferimento, la dimensione e la redditività aziendale, i prodotti o servizi offerti e la composizione proprietaria.

Il secondo passo è scegliere quali multipli prendere in considerazione per la nostra analisi. In funzione del business di riferimento in cui opera la divisione da valutare, i diversi multipli possono essere più o meno significativi. Tale tipologia si compone di un insieme di multipli da prendere in considerazione, in grado di valutare l'azienda sotto più profili. A seconda dell'approccio utilizzato possiamo distinguere tra multipli *Asset Side* e multipli *Equity side*.

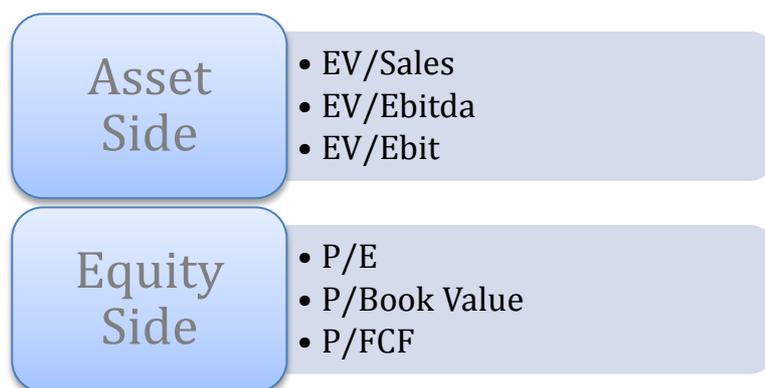


Fig. 5.3 Tipologie di multipli. Fonte: elaborazione personale.

Il primo di questi è strettamente legato alla capacità di crescita dei ricavi della società. Non è mai negativo, converge verso una certa stabilità nel tempo e risente meno delle politiche contabili che possono differire tra le imprese, soprattutto in un confronto infrasettoriale a livello internazionale.

Il rapporto tra *Enterprise Value* e margine operativo lordo viene usato molto spesso poiché riferito alla capacità di generare valore attraverso l'attività caratteristica dell'azienda. Inoltre viene solo parzialmente influenzato dalle diverse politiche fiscali e contabili. Il terzo indicatore, diversamente, si rapporta al margine operativo e viene preferito nel caso in cui l'attivo è caratterizzato da una forte presenza di immobilizzazioni materiali ma risente molto delle eventuali differenze sotto il profilo contabile tra le società.

Dal lato *Equity Side*, il multiplo maggiormente utilizzato è il rapporto tra prezzo di mercato ed utile netto per azione. Misura il numero di volte in cui la società ripagherebbe con i suoi utili l'investimento effettuato dagli azionisti nell'arco di un anno. I vantaggi principali nella scelta di tale multiplo risiedono nella semplicità nel processo di calcolo e nella disponibilità delle informazioni. Il principale contributo alla creazione di valore da parte dell'impresa è la capacità di

generare utili ed è per questo che tale rapporto è quello maggiormente interessato dagli analisti di borsa.

Il secondo indicatore nell'asse *Equity Side* esprime il rapporto tra la capitalizzazione e patrimonio netto. È indice di quanto l'investitore sia disposto a pagare in più rispetto al valore patrimoniale della società.

In ultimo, il rapporto tra il prezzo dell'azione e il flusso di cassa netto per azione indica il numero di volte in cui viene ripagato l'investimento tramite i flussi di cassa generati dalla società nell'arco di un anno.

Una volta scelti i multipli di maggiore interesse si procede al calcolo di questi per il campione di imprese comparabili e l'entità oggetto di valutazione. In questa fase è generalmente condiviso l'applicazione di uno sconto ai valori ottenuti per meglio omogenizzare la classe di imprese. Una volta che si è proceduti al calcolo dei valori si confronta quello della *target* con quello medio delle società comparabili. Dal confronto può emergere una sopravvalutazione o una sottovalutazione del titolo e di conseguenza agire. Nel caso di un disinvestimento ci troveremo di fronte, nella maggior parte dei casi, ad una sottovalutazione della divisione che è parte di un gruppo societario più grande e, attraverso lo spin-off, si persegue l'obiettivo di assicurare un corretto apprezzamento della società da parte del mercato.

Per quanto riguarda la creazione di valore tramite spin-off, misurata attraverso l'*accretion* o *dilution* dell'EPS *pro forma*, valgono le stesse considerazioni svolte per il disinvestimento tramite sell-off per cui il valore cumulato delle società post *deal* dovrebbe essere maggiore rispetto la precedente composizione. Inoltre, nell'ipotesi in cui la *target* corrisponde dei dividendi alla casa madre, a meno che la liquidità così generata non venga utilizzata per ridurre la posizione debitoria della *parent*, l'utile per azione verrà modificato in senso positivo e l'operazione registrerà un risultato positivo (*accretion*). È evidente che si tratta di una condizione *una tantum*.

### 5.3 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN EQUITY CARVE-OUT

Attraverso un equity carve-out si destina un ramo aziendale alla quotazione nel mercato azionario. La quotazione, nella maggioranza dei casi, riguarda solo una

parte del patrimonio netto della *parent* che confluisce nell'unità ceduta ed avviene tramite un IPO. Come specificato nel paragrafo 3.1.3 l'oggetto del disinvestimento può essere una sussidiaria interna al portafoglio attività della casa madre oppure può essere una società già legalmente distinta ed autonoma. Tale tipologia consente di reperire risorse finanziarie tramite la quotazione delle azioni nei mercati di capitali ed il ruolo principale della valutazione finanziaria dell'operazione risiede nella capacità di apprezzare la società distinta, definendone il *pricing* dell'offerta al pubblico.

L'apertura al mercato è la determinante principale per la creazione di valore tramite *carve-out*. Gli analisti finanziari pongono l'attenzione sul profilo di rischio e sulle prospettive di crescita della casa madre e dell'unità *target*, oggetto della quotazione, fornendo dati con maggiore precisione e trasparenza. Tali caratteristiche contribuiscono ad un miglioramento nell'apprezzamento del valore intrinseco dell'unità, ma anche della *parent*, che sceglierà la percentuale della partecipazione da detenere nella disinvestita.

Come per uno spin-off la valutazione segue la logica della *Sum of Parts valuation*, per apprendere l'eventuale sottovalutazione del gruppo. A livello di business *target* l'analisi *going concern* partecipa alla definizione del *pricing*, che, ricordiamo, deriva dalla negoziazione di più attori tra i quali le banche sottoscrittrici, le istituzioni e gli investitori, con la casa madre, influenzati dall'andamento del mercato e dall'interesse esercitato durante il *road show*.

Questo tipo di operazione presenta delle specificità particolari che incidono sulla definizione degli utili che conseguono. La particolarità dipende dalla quota di controllo che la *parent* continua a detenere nella *target*. Se maggiore dell'80% il principio contabile seguito è quello del consolidamento totale del business e agli utili della casa madre andranno aggiunti quelli della sussidiaria. In questo caso, la valutazione dell'EPS *pro forma* registrerà un segno positivo che difficilmente rispecchia il valore reale dei singoli business autonomi. Allo stesso modo, prendendo in considerazione il rapporto prezzo su utili per azioni, sarà necessario un aggiustamento per poter confrontare le due società con imprese omogenee.

Chen e Zhang (2007) propongono spiegazioni basate su evidenze empiriche, atte a motivare il disinvestimento come un impegno volontario di imprese sottovalutate per migliorare l'efficienza e la qualità delle proprie informazioni così da porre rimedio alla sottovalutazione evidenziata dalla *SoP valuation*.

Come più volte sottolineato questo tipo di operazione consente di reperire risorse finanziarie da destinare, a seconda della scelta, a ripagare debiti contratti in precedenza dalla società e riequilibrare la leva finanziaria oppure possono essere finalizzati a nuovi investimenti o essere distribuiti sotto forma di dividendi. A seconda dell'utilizzo si modificheranno i multipli utilizzati per le valutazioni precedenti.

## CAPITOLO 6

### ANALISI DEL TITOLO AZIONARIO ATTORNO ALLA DATA DI ANNUNCIO DELLE OPERAZIONI DI PORTFOLIO RESTRUCTURING

L'elaborato da me proposto ha cercato di risaltare il ruolo positivo delle operazioni di disinvestimento, rispetto all'usuale accezione negativa che si accompagna al termine. La mia finalità è quella di dare luce e mettere in evidenza l'altra faccia della medaglia di un'operazione che spesso viene sottovalutata dagli studi manageriali. Il valore strategico del fenomeno è stato analizzato dal punto di vista delle determinanti e sotto il profilo tecnico.

In questo ultimo capitolo viene proposta l'analisi di 10 operazioni di disinvestimento eterogenee tra loro, con la finalità di dimostrare empiricamente la validità delle affermazioni contenute nelle sezioni precedenti.

Numerosi sono gli studi, condotti fino ad ora, atti a dimostrare l'effetto positivo determinato dal disinvestimento, basati sulla misurazione di un rendimento anomalo del titolo azionario della *parent* attorno alla data di annuncio dell'operazione. Nella quasi totalità dei casi è stato scelto un arco temporale definito e si è cercato di omogenizzare il campione prendendo in considerazione solo determinate caratteristiche delle imprese rilevate dalle serie storiche. La figura 2.8 del paragrafo 2.3 riassume gli studi rilevanti che hanno seguito tale impostazione, partendo dal presupposto fondamentale che vede il benessere dell'azionista, misurato dai rendimenti azionari, il presupposto per la creazione di valore per l'impresa. Dai risultati è evidente la capacità di generare valore attraverso il disinvestimento, almeno per quello che riguarda l'incremento del prezzo dell'azione in mano ai soci.

Dopo aver dimostrato il ritorno positivo delle ristrutturazioni di portafoglio, le analisi precedenti hanno evidenziato anche le dimensioni delle imprese *target*, riuscendo ad approfondire il nesso tra le caratteristiche ed il valore creato. Montgomery *et al* (1984), mostrano che si hanno dei ritorni maggiori in caso di disinvestimenti strategici rispetto alla cessione di quote indesiderate e in assenza di obiettivi. In aggiunta Lansfer *et al*, nel 1996, si sono soffermati sulla capacità di generare ritorni positivi nei casi di imprese in condizioni di *distress* finanziario, destinando il valore creato al risanamento del debito. In altri casi i risultati hanno

portato a conclusioni differenti. Miles e Rosenfield (1983) sostengono che gli spin-off di dimensioni maggiori conducono a ritorni più elevati, mentre Haynes *et al* (2002), pur giungendo al medesimo risultato in termini di ritorno positivo, significativo e sostanziale, non rilevano né la differenza tra disinvestimenti di grandi dimensioni e quelli di minore entità, né la differenza tra imprese con maggiore o minore grado di diversificazione.

Diversamente dalle ricerche precedenti il mio lavoro tenterà, si di illustrare la natura certa dei ritorni azionari, ma in relazione a specifici eventi, illustrati nelle loro particolarità rispetto alla decisione di uscire da determinati business o cedere asset, sulla base delle ipotesi fino a qui sostenute. La dimostrazione verterà sul ruolo strategico del disinvestimento, come possibilità di azione straordinaria e ciclica, all'interno di una vita aziendale coinvolta in mutamenti non solo profondi ma intervallati da archi temporali sempre più brevi e quindi continui.

L'obiettivo principale della ricerca è differenziare i disinvestimenti non in base alla tipologia, ma in relazione alle specificità delle aziende che compongono il campione di ricerca, illustrando il risultato più o meno positivo dell'operazione in funzione degli obiettivi ricercati dal management. In estrema sintesi la *research question* si compone di due attività di analisi. La prima è atta a verificare la validità della creazione di valore per l'azionista attraverso l'operazione di disinvestimento, misurata tramite la metodologia dell'*event study*. La seconda parte della domanda riguarderà le specificità aziendali in relazione alla creazione di valore e come queste possono influenzare o meno la dimensione dei ritorni positivi, con un'attenzione particolare alle determinanti che hanno portato alla scelta.

## 6.1 DATA E METODOLOGIA

Il campione di analisi è formato da 9 società che hanno effettuato 10 operazioni di disinvestimento. La raccolta dei dati, in ragione delle notizie riguardanti l'oggetto del nostro esame, è stato condotto attraverso l'elaborazione di informazioni provenienti dalle banche dati di più testate giornalistiche come Il sole 24 ore, La Repubblica e il Wall street journal. Sono stati visionati anche altri siti minori per cercare conferme e raccogliere ulteriori interessi. In questo secondo gruppo

rientrano Wikipedia, Borsa italiana, Yahoo finance, La stampa, Milano finanza, Bloomberg, Il giornale, The guardian. Per le caratteristiche specifiche delle singole aziende, oltre ai dati significativi espressi dagli articoli di giornale ho preso in considerazione quelli individuabili da Yahoo finance e presenti nei siti delle singole società. Yahoo finance è stato il motore di ricerca utilizzato per individuare i rendimenti dei titoli azionari.

L'analisi si basa su 10 *case studies* (in ordine cronologico dal meno recente al più recente):

<b>Parent</b>	<b>Target</b>	<b>Tipologia</b>
General Electric	GE Plastic	Sell-off
Fiat	Fiat Industrial	Spin-off
Samsung	Samsung LCD	Spin-off
Telecom	La7	Sell-off
Sony	Sony Vaio	Sell-off
Cir	Sorgenia	Sell-off
Procter & Gamble	Duracell	Sell-off
Fiat	Ferrari	Equity carve-out
KKR	Fotolia	Sell-off
Autogrill	HMS Host	Spin-off

Fig. 6.1 Case studies. Fonte: elaborazione personale.

È in questa sezione che descriverò brevemente le aziende evidenziate sulla base delle informazioni utili, al fine di definire il disinvestimento nelle sue essenzialità. La General Electric viene fondata da Thomas Edison nel 1878 al fine di rendere profittevole il brevetto delle lampadine elettriche. Finita la guerra mondiale, che aveva arricchito notevolmente la società, iniziò ad ampliare il suo campo di attività investendo in settori lontani da quelli di origine, come motori, plastica, computer e servizi finanziari. Nel 1981 il CEO di GE divenne Jack Welch che puntò fortemente sul ridimensionamento del gruppo attorno alle attività *core*, allo scopo di migliorare la redditività attraverso il taglio dei costi. Dopo il consolidamento del gruppo negli anni '80 seguì un processo legato alla crescita per via esterne attraverso acquisizioni. Nel 2001, nel mezzo di polemiche segnate da scandali finanziari, Welch lascia la società nelle mani di Jeff Immelt. Le

acquisizioni precedenti erano state sostenute da prestiti a breve termine che avevano contribuito a rendere meno solida la struttura finanziaria del gruppo. Inoltre la GE generò diversi sospetti riguardo le informazioni cedute al mercato nella valutazione delle singole *business unit*. Immelt ha abbandonato la scelta di sviluppo legata ad acquisizioni esterne. In questo contesto si inserisce la cessione, avvenuta nel 2008, di General Electric Plastic a Sabic per 11,6 mld di dollari. È l'operazione più distante che ho scelto ed inserito nel campione oggetto di analisi. I proventi generati dal disinvestimento sono stati utilizzati principalmente per il riacquisto di azioni proprie e la divisione nell'anno precedente all'annuncio della cessione (2006) ha realizzato profitti del 22% più bassi rispetto il 2005.

Senza soffermarmi sulla storia del gruppo italiano per eccellenza, è utile ribadire in questo ambito solo alcuni dei tratti caratterizzanti la società, partendo dal 1° Giugno 2004, anno in cui Sergio Marchionne divenne Amministratore Delegato di Fiat, oggi FCA s.p.a., sotto la presidenza della famiglia Agnelli. Il gruppo ampliò il suo raggio d'azione, sotto la direzione di Gianni Agnelli (1966-1996), spostandosi verso la produzione non solo di autovetture ma anche di veicoli industriali e agricoli, dedicando un considerevole interesse ai servizi finanziari. In aggiunta, con l'aiuto di Marchionne, il gruppo aziendale iniziò ad esplorare nuovi mercati e a puntare fortemente sui Paesi in crescita, come il Brasile, attraverso una serie di acquisizioni e fusioni, la più celebre tra queste, quella con Chrysler nel 2014. Il nostro interesse, diversamente, si concentra su due disinvestimenti, il primo, ormai concluso, tra Fiat e Fiat Industrial ed il secondo, ancora in fase di approvazione tra Fiat e Ferrari.

Il 21 Luglio 2010 il consiglio di amministrazione di Fiat approvò il piano che prevedeva lo spin-off del comparto definito industriale (Fiat Industrial s.p.a.). Alla nuova società, appositamente costituita, Fiat trasferì business quali: Iveco, Fiat Powertrain Technologies e Cnh. Gli azionisti di Fiat hanno ricevuto azioni della nuova società rispettando un cambio di uno ad uno e la casa madre continuò a detenere il 3% delle azioni della *target*. Secondo quanto riportato dallo stesso CDA l'operazione risponde ad un'esigenza di "chiarezza strategica e finanziaria", promuovendo uno sviluppo separato ed autonomo delle rispettive società.

Il 28 Ottobre dello scorso anno, Sergio Marchionne ha annunciato la volontà di incorporare il cavallino da FCA e quotare il 10% delle azioni nella Borsa di Milano e New York. Il mago della finanza, così chiamato dagli esperti del settore, è

riuscito a trovare il modo per rivalutare, non tanto il titolo, quanto la casa automobilistica di Maranello, iscritta a bilancio per 1,2 miliardi di euro, incluso il debito. Il ritorno monetario dell'operazione sosterrà il piano industriale fino al 2018 che prevede investimenti pari a 48 miliardi di euro. L'obiettivo principale rimane quindi la valorizzazione della Ferrari, il cui valore, secondo gli analisti, oscilla tra i 6 e gli 8 miliardi di dollari. La strategia di disinvestimento si inserisce nello sviluppo di un piano di razionalizzazione che prevede un modello di mercato basato su business autonomi ma interrelati tra di loro, sfruttando le sinergie e salvaguardando l'indipendenza tra i marchi.

Per quanto riguarda il passato di Samsung in questo ambito è sufficiente partire dal 2006, quando SONY, che non aveva investito sui pannelli LCD di grandi dimensioni decise di cooperare con l'azienda coreana creando una joint venture. La collaborazione si fermò nel 2011 e nel Febbraio 2012 Samsung ha annunciato di procedere ad uno spin-off della divisione LCD per puntare sulla nuova tecnologia di cristalli liquidi per pannelli televisivi (OLED). Dai primi dati accolti dai principali notiziari, dallo spin-off sarà creata una nuova società (Samsung Display) con un capital iniziale di 660 milioni di dollari. L'operazione è funzionale a concentrarsi sulla produzione di schermi OLED, usati anche per smartphone, tablet e pc. La divisione in questione resterà all'interno del gruppo poiché si prevede una crescita del mercato attorno ai 20 miliardi di dollari. *"(Shifting to OLED) is an inevitable trend now. There's no reason for Samsung to pour in more investment into its LCD business, and it would rather focus on raising its OLED technology"*.<sup>40</sup> Vero che si tratta di una scelta sicuramente strategica e lungimirante, ciò non toglie il fatto che la divisione LCD nel 2011 ha chiuso con una perdita operativa pari a 840 milioni.

Il noto giornalista televisivo Gad Ledner, nella mattina del 4 Marzo 2013, anticipando la riunione del CDA di Telecom TiMedia, ha annunciato su twitter la vendita di La7 all'imprenditore Urbano Cairo. Si conclude così un processo, partito mesi avanti, che ha visto coinvolti più attori, tra i quali il patron Della Valle come possibile acquirente. Telecom Italia Media s.p.a. è una società commerciale controllata per il 77% da Telecom e le sue attività principali riguardavano lo sviluppo e la promozione della produzione televisiva,

---

<sup>40</sup> Wall Street Journal. Song Myung-sub (HI Investment & Securities analyst)

contemplando Mtv e La7 tra i suoi canali. Nel dettaglio la cessione prevede un corrispettivo di una somma pari ad un milione di euro, con alcune precisazioni da fare. Anzitutto il gruppo TiMedia si impegna a ricapitalizzare la società *target* per arrivare, alla data di cessione, ad una posizione finanziaria netta pari a 88 milioni di euro, portando il patrimonio netto della società a 138 milioni. Inoltre TiMedia rinuncerà ai crediti finanziari vantati nei confronti di La7, pari a 100 milioni. Dalla parte di Cairo, l'imprenditore si è impegnato a non vendere la neo acquisita per un periodo almeno pari a 24 mesi. Ai microfoni di Radio 24 il nuovo presidente si è espresso in questi termini "Ho preso una bella patata bollente". Con la cessione, TiMedia si concentrerà sul ritorno all'efficienza e alla redditività, come sostenuto dal suo consigliere di amministrazione Irene Bignardi al termine della riunione.

Il perché della decisione risale a Maggio 2012, quando Telecom s.p.a. ha rinunciato definitivamente a dar vita al terzo polo televisivo italiano, mettendo in vendita la sua partecipazione in TiMedia. La società televisiva di Telecom in 26 anni non è mai riuscita a chiudere un bilancio in utile e il ricavato della vendita sosterrà il debito finanziario contratto dalla *parent*, attraverso la rifocalizzazione sulle attività definite *core*.

"Valutando un insieme di fattori, inclusi i drastici cambiamenti nel mercato PC globale, la strategia generale di SONY, la necessità di supportare i clienti Vaio e tutte le questioni occupazionali, l'azienda ha deciso di concentrare la propria *line-up* di prodotti mobile su smartphone e tablet e trasferire il suo business PC ad una nuova azienda formata da JIP:" Questo è quanto emerge dal comunicato stampa diramato dall'azienda giapponese in data 2 Febbraio 2014. Rimane sconosciuta l'entità del pagamento da parte del fondo di investimento Japan Industrial Partner. Il colosso nipponico ha comunicato contestualmente che chiuderà l'anno fiscale con una perdita pari a 800 milioni di euro e previsto tagli che si aggirano sulle 5000 unità entro il 2015. La cessione della divisione Vaio risponde ad un ennesimo piano di ristrutturazione che coinvolge la casa ex leader del mercato dell'elettronica di consumo, prevedendo di concentrare i propri interessi sui settori più profittevoli con margini di crescita più elevati quali smatphone e tablet, mentre i settori audio e video, come comunicato da poco (Febbraio 2015) seguiranno lo scorporo anticipato da Vaio.

CIR-Compagnie Industriali Riunite s.p.a. è una holding italiana controllata per il 46% dalla famiglia De Benedetti. Oggi il gruppo è attivo in settori quali media, componentistica auto, sanità e investimenti non-core.

Il 23 Luglio 2014 è stato approvato il piano di ristrutturazione del debito di Sorgenia, attraverso un aumento di capitale e contestualmente, CIR e Verbund (il più grande fornitore di energia elettrica austriaco) non deterranno più alcuna partecipazione nella società in uscita dal gruppo, cedendo la propria quota agli stessi istituti di credito. L'aumento di capitale si compone di 400 milioni sottoscritti dagli ormai ex soci di Sorgenia più un prestito convertendo di 200 milioni attraverso la conversione dei crediti. L'azionista principale di Sorgenia sarà Monte dei paschi di Siena che deterrà il 22% della società valutata 1,8 miliardi di euro. Il comunicato precisa che l'operazione non avrà alcun impatto sul bilancio di CIR poiché la partecipazione era stata interamente svalutata nel bilancio del 2013.

Procter & Gamble, il gruppo industriale statunitense che occupa il settore dei beni di largo consumo, dopo aver visto un calo degli utili del 34% rispetto al trimestre dell'anno precedente, ha confermato, il 24 Ottobre 2014, di voler rinunciare alle sue attività legate alle batterie Duracell. La divisione era in vendita dal 2007 ma come data annuncio è stata scelta quella del 24 Ottobre per impossibilità di risalire a fonti informative precedenti. Quattro giorni dopo la conferma di voler disinvestire il business delle batterie l'imprenditore Warner Buffet ha confermato l'acquisto di Duracell per un valore pari a 4,7 miliardi di dollari.

L'operazione di disinvestimento riguarda un piano più ampio di razionalizzazione dei brand gestiti da P&G. L'amministratore delegato A.G. Lafley ha intenzione di ridurre l'attività su 70-80 brand ed eliminare 90-100 marchi più piccoli per ridare slancio alle vendite, grazie ai settori più redditizi con più alti margini di crescita. L'idea primaria dell'AD era quella di separare la società attraverso uno spin-off, concedendo la scelta agli azionisti di scambiare i propri titoli con la società scissa. L'offerta di Buffet ha reso indifferente la possibilità procedendo con l'acquisto dell'intera divisione leader nel mercato delle batterie.

KKR è una delle principali società di investimento a livello globale. Le attività sotto il controllo del gruppo riguardano energia, infrastrutture, immobiliare, servizi di credito e fondi di *private equity*. Lo scopo della società è garantire ritorni eccellenti mediante un approccio che contempla investimenti pazienti e

disciplinati, gestiti da personale altamente qualificato. La vicenda KKR e Fotolia inizia nel 2012, quando, con l'utilizzo del suo terzo fondo patrimoniale europeo KKR ha acquisito il 50% della società di Oleg Tscheltzoff. Fotolia offre oltre 34 milioni di immagini *royalty free*, illustrazioni grafiche e video in alta definizione, promuovendo l'accessibilità delle immagini ad un vasto pubblico. In meno di tre anni, grazie all'investimento di KKR, Fotolia ha raddoppiato il numero dei dipendenti, incrementando i ricavi e ampliando il proprio raggio d'azione verso un'area geografica più ampia. La cessione della casa guidata da Tscheltzoff a favore del colosso Adobe avviene ad una cifra pari a 800 milioni di dollari. Di seguito le parole rispettivamente del CEO di Fotolia e dell'head di KKR:

- *“Just three years ago, I was saying how proud I was to have an investment firm like KKR join Fotolia as lead investor. After two-and-a-half years of rapid international expansion, optimization of our technology platform and hiring the best specialist talent, Adobe will now become a fantastic new home for our team. Working with KKR has just been outstanding. We found a nimble partner in KKR that immediately understood our technology and product vision and supported our global expansion with capital, operational resources and access to an amazing global network -- exactly what one wants as an entrepreneur”*
- *This investment adds to the track record that we have been building: investing behind macro themes such as digitization, partnering with European corporates and entrepreneurs to build global companies and thereby offering our investors a strong return. I am especially pleased to see how the next generation of KKR London's investment team continues to deliver outstanding results for our investors”<sup>41</sup>*

Dal punto di vista delle determinanti risulta evidente la capacità di monetizzare l'investimento da parte di KKR e cedere la propria partecipazione ad un valore superiore rispetto a quanto pagato soli 2 anni prima.

È recente l'annuncio di un possibile spin-off tra Autogrill e la sua società americana che si occupa della ristorazione negli aeroporti HMS Host. La notizia proviene a margine della riunione del CDA di World Duty Free, separato sempre tramite spin-off da Autogrill solo un anno e mezzo indietro. Il presidente Gilberto

---

<sup>41</sup> [www.media.kkr.com](http://www.media.kkr.com)

Benetton ha parlato di eventuali scorpori, come già fatto per Wdf. Il disinvestimento si basa su prospettive di successive operazioni di M&A, con compagnie del medesimo settore, sviluppando un complesso industriale legato a specifici business, promuovendo l'autonomia gestionale tra asset di diversi interessi. Come Wdf, HMS Host si muove oggi all'ombra del gruppo, scontando il suo valore per l'effetto della sottovalutazione, ma presenta dei margini di crescita più elevati rispetto al mercato italiano. Secondo gli analisti del Sole 24 Ore, la società target è un asset pregiato, di peso e redditizio. In base al bilancio consolidato del gruppo HMS vale la metà dei ricavi dell'intera compagnia (2 miliardi) e pesa per il 66% della redditività.

Alcuni punti di vigilanza da definire nell'operazione: si tratta solo di un'indiscrezione e non è un annuncio ufficiale anche se il mercato ha accolto la notizia in maniera significativa, quindi valutabile. La "gamba" americana di Autogrill, pur presentando margini di crescita positivi si trova ad operare in un contesto fortemente competitivo. Inoltre, il debito del gruppo si aggira agli 800 milioni di euro e la cessione di un business potrebbe aiutare Benetton a ristabilire una giusta composizione di capitale.

La metodologia usata per la ricerca è definita *event study* (Fama *et al*, 1969; Warner *et al*, 1988). Come anticipato nel paragrafo 2.3, tale tecnica consente di misurare un risultato nell'ambito di una specifica operazione in relazione a variabili dipendenti dall'evento. Nel nostro caso l'evento scelto è la data di annuncio del disinvestimento e solo in alcuni casi la data significativa per l'avvio della procedura (per P&G e Telecom è stata scelta la data di annuncio della vendita definitiva della *target*).

L'*event study*, concretamente, è un'analisi statistica di una serie storica di dati nel periodo relativo ad un determinato evento. La finalità dello studio è quella di individuare l'impatto dell'evento sulla serie storica. L'intento dell'elaborato è quella di dimostrare la capacità di creazione di valore del disinvestimento nei confronti degli azionisti ed a questo proposito, seguendo l'impostazione promossa da più autori, tra i quali Miles e Rosenfiel (1983), Afshar *et al* (1992) e John e Ofek (1995), solo per citarne alcuni già menzionati nel lavoro, collegando la data di annuncio ad un ritorno azionario superiore a quello atteso. Grazie a tale metodologia si è in grado di stabilire se il ritorno attorno all'annuncio può considerarsi statisticamente significativo.

Il procedimento inizia con la definizione di un modello econometrico di un comportamento considerato “normale” della serie, ossia il periodo di stima che rappresenterà il riferimento con cui confrontare il ritorno attivato attorno all’evento. La definizione del campione è stata sviluppata registrando la variazione percentuale giornaliera dei titoli azionari nell’anno precedente fino al 30esimo giorno antecedente alla data considerata (-365;-30). I dati sulle variazioni giornaliere del prezzo delle azioni è stato raccolto tramite l’utilizzo del database di Yahoo Finance nella sezione dati storici.

Il secondo passaggio è la determinazione dell’*abnormal return*, che risulta dalla differenza tra il ritorno verificato attorno all’evento ( $R_{it}$ ) e il ritorno di mercato atteso ( $R_{mt}$ ):

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Il passaggio è stato ripetuto per tutti i 10 casi. Per il calcolo di  $R_{it}$  ho analizzato la variazione giornaliera attorno alla data di annuncio e il giorno successivo, *event window* (0:+1). Tale periodo non deve essere ampio poiché deve restare legato all’evento studiato, senza essere influenzato da altri fattori che possono manifestarsi nei giorni antecedenti o successivi alla decisione.

Successivamente è stato calcolato il CAR (*Cummulative Abnormal Return*) come la media dei ritorni anomali registrati nelle 10 osservazioni ed infine con il test T di Student è stata verificata la significatività della variazione registrata attorno all’evento.

$$CAR_i = \sum AR_{it}$$

La scelta della metodologia di ricerca è ricaduta su tale analisi statistica poiché consente di legare direttamente la strategia di disinvestimento al prezzo delle azioni e di conseguenza misura, seppur in maniera affrettata e non precisa, la bontà o meno della scelta del management.

Per una maggiore chiarezza sono necessarie alcune precisazioni che riguardano la metodologia (Mc William e Siegel, 1997). Si assume che i mercati siano perfetti, è essenziale scegliere il momento/data precisa in cui il mercato viene a

conoscenza dell'evento e infine bisogna saper catturare anche eventuali influenze differenti accolte dal mercato al momento del proclamo oggetto del nostro studio. La scelta di concentrarmi su 10 osservazioni mi consente di analizzare nel dettaglio la risposta del mercato non solo in base alla decisione di disinvestire ma anche in quale occasione e individuare quali motivazioni antecedenti e soprattutto successive che determinano la scelta.

Un tratto caratterizzante di tutti i casi studio esaminati è il ruolo e il peso degli amministratori delegati o presidenti, chiamati a motivare una scelta difficile da comunicare.

## 6.2 RISULTATI E DISCUSSIONE

Nella tabella successiva sono riportati i risultati dello studio. Successivamente ogni osservazione seguirà un'analisi individuale per definire le particolarità dell'evento.

Caso	Tipologia	Data	AR (0;+1)
<b>General Electric-GE Plastic</b>	Sell-off	21 Maggio 2007	-0,1438%
<b>Fiat-Fiat Industrial</b>	Spin-off	21 Luglio 2010	2,0842%
<b>Samsung-Samsung LCD</b>	Spin-off	17 Febbraio 2012	0,9776%
<b>Telecom-La7</b>	Sell-off	4 Marzo 2013	2,9252%
<b>Sony-Sony Vaio</b>	Sell-off	6 Febbraio 2014	3,7024%
<b>Cir-Sorgenia</b>	Sell-off	23 Luglio 2014	2,3324%
<b>Procter &amp; Gamble-Duracell</b>	Sell-off	24 Ottobre 2014	0,0706%
<b>Fiat-Ferrari</b>	Equity carve-out	28 Ottobre 2014	5,5110%
<b>KKR-Fotolia</b>	Sell-off	11 Dicembre 2014	0,5092%
<b>Autogrill-HMS Host</b>	Spin-off	14 Maggio 2015	2,1186%

**CAR (0;+1) 2,0087%**

Abnormal Return-10 cases studies. Fonte: elaborazione personale

Nel 90% dei casi analizzati si ha un rendimento superiore a quello registrato nei confronti del periodo preso a riferimento (-365;-30) e per il 60% delle osservazioni il ritorno è superiore all'1%. La variazione risulta significativa per un  $p < 0,05$ .<sup>42</sup>

Sulla base delle decisioni strategiche legate al disinvestimento possiamo suddividere le osservazioni in 5 macro aree che selezionano il campione in specifici gruppi di interesse.



Progetti strategici legati al disinvestimento. Fonte: elaborazione personale

Sulla base dei risultati ottenuti, è evidente la performance migliore di società intenzionate a perseguire strategie di *portfolio restructuring* per meglio evidenziare il valore intrinseco di un determinato business. Nello specifico Fiat attraverso lo spin-off del comparto Industrial è riuscita a meglio gestire i 2 rami aziendali pur condividendo sinergie legate allo sviluppo tecnologico. L'azionariato ha risposto positivamente all'operazione poiché viene osservata e valutata indipendentemente la capacità di un singolo ramo industriale in grado di potersi gestire. Allo stesso modo il mercato ha risposto in maniera molto positiva (risultato migliore per il campione osservato) all'annuncio di Marchionne di voler

<sup>42</sup> E' stato utilizzato il test T-student osservando la differenza tra le medie delle variazioni giornaliere dell'arco temporale di riferimento con i singoli *Abnormal Return*.  $t=3,6698993$  e  $p=0,0017522$

procedere ad una quotazione parziale e autonoma di Ferrari. Come accennato in precedenza, il valore della casa di Maranello preso singolarmente potrebbe arrivare a 8 miliardi di dollari mentre, all'interno di FCA soffre di uno sconto che porta ad iscriverla a bilancio per soli 1,2 miliardi di euro. In questo secondo caso merita attenzione anche la previsione di ingenti investimenti volti alla crescita ed allo sviluppo del gruppo che giocano un ruolo essenziale nella valorizzazione dell'operazione poiché rispondono direttamente alla domanda "Cosa fare con la cassa generata?".

Nel caso di Autogrill il proprietario del gruppo Gilberto Benetton ha solo precisato che una delle possibili evoluzioni della società è lo spin-off della componente americana, che presenta margini di crescita elevati rispetto il complesso. La possibile valorizzazione autonoma del business segue un disinvestimento già concluso (World Duty Free) che ha portato a risultati positivi l'anno precedente. Come nel caso di Fiat il business si presenta solido e redditizio, scontando al momento una sottovalutazione del mercato. L'AR a 2,1186% conferma le nostre previsioni secondo le quali le operazioni di disinvestimento consentono di valorizzare una divisione singola rispetto la casa madre.

Al secondo posto ho deciso di porre le attività che consentono alla *parent* di recuperare stabilità finanziaria tramite la cessione di asset non più strategici.

La volontà di cedere le quote detenute in Sorghia dalla famiglia De Benedetti è contestuale ad un accordo di ristrutturazione del debito. In cambio del rifinanziamento da parte di un pool di banche, con a capo Monte dei Paschi di Siena, CIR ha deciso di dismettere il suo interesse per l'attività di Sorghia. Il mercato ha reagito positivamente all'annuncio anche perché il comunicato ha precisato che la valutazione era stata completamente svalutata nel bilancio precedente, non andando così ad incidere negativamente sulla composizione del portafoglio attività occupate da CIR.

La decisione di Sony comprende un processo di riposizionamento verso i settori meno maturi come smartphone e tablet. L'azienda ha presentato al mercato la decisione di cedere Vaio con 800 milioni di debito in bilancio, prevedendo licenziamenti di 5000 unità. La strategia di disinvestimento è stata accolta molto positivamente perché consente al colosso giapponese di acquisire liquidità finalizzata a ridimensionare il livello di debito raggiunto.

Come le due società precedenti, nel caso Telecom la cassa generata dalla cessione della divisione, pari ad un milione di euro, sarà utilizzata per ripianare i debiti contratti dalla casa madre negli anni precedenti, anche per sostenere una divisione, come La7, che non ha mai chiuso in utile negli ultimi 26 anni.

Differentemente dal primo gruppo di analisi in queste situazioni il disinvestimento non risponde a strategie di medio-lungo termine, pur presentando ritorni molto positivi, ma è determinato da una posizione finanziaria fortemente condizionata e l'operazione si sviluppa attorno alla necessità di generare ritorni sotto forma di risorse finanziarie, non da investire, quanto utili a rimodulare la componente del capitale a sostegno delle attività principali.

Procter & Gamble e Samsung hanno deciso, tramite un disinvestimento strategico di cedere una divisione. Nel primo caso si tratta di un brand e nel secondo di una tecnologia per rimodulare le proprie forze attorno a settori maggiormente attrattivi e redditizi. L'amministratore delegato dell'azienda statunitense inserisce l'operazione in un fenomeno più ampio che comprende la volontà di dimezzare i marchi gestiti dal colosso industriale mentre Samsung ha deciso di lasciare un business non più profittevole (perdita operativa di 840 milioni di dollari nel 2011), per dedicare attenzione allo sviluppo di una nuova tecnologia. In entrambi i casi risulta evidente la volontà da parte delle aziende di riposizionarsi verso settori *core*. Il mercato ha accolto positivamente la notizia ma il ritorno anomalo rimane inferiore all'1% in entrambi i casi. Tale risultato può evidenziarsi nel caso di P&G in una trattativa molto lunga, poiché la divisione era in vendita dal 2007 e precedentemente si era opzionata la scelta di uno spin-off piuttosto che un sell-off. Per quanto riguarda Samsung il risultato è comunque positivo (0,9776%) e si lega ad un piano strategico di lungo periodo poiché si prevede una crescita esponenziale del mercato degli schermi OLED.

La cessione di un attività acquistata solo 3 anni prima risponde alle direttive imposte da KKR quale società di investimento. Una volta raggiunti gli obiettivi principali dell'alleanza con Fotolia il CEO del gruppo ha deciso di lasciare il business monetizzando così l'operato fino ad ora sviluppato. Il mercato non ha risposto in maniera molto positiva all'annuncio ma ciò non nega il successo dell'operazione vista a livello complessivo. Grazie all'investimento di KKR, Fotolia ha sviluppato il proprio business in diverse aree geografiche, proponendo soluzioni innovative anche grazie ai fondi messi a disposizione della società

“madre”. Acquisita per 150 milioni di euro nel 2012, la quota è stata ceduta per 800 milioni solo 2 anni dopo.

In ultima analisi propongo l’unico risultato negativo evidenziato attorno alla data di disinvestimento. A mio avviso si tratta dell’eccezione che conferma la regola. Il caso presenta delle proprie specificità che a secondo il mio parere incidono sull’operazione (Duhaime e Grant, 1984).

Il primo dubbio a riguardo è relativa alla data di annuncio, che deve essere considerata l’effettiva data in cui il mercato entra a conoscenza dell’operazione. Il Wall street Journal ha confermato il 21 Maggio 2007. Inoltre nell’*event window* considerato il volume di azioni trattato è stato superiore del 30% rispetto al periodo di riferimento con cui ho confrontato le variazioni giornaliere (-365;-30). Risolto il primo punto mi sono concentrato sulle motivazioni che hanno caratterizzato la decisione che riguardano principalmente un piano di risanamento, quindi potevo assimilare il caso assieme a CIR, Sony e Telecom. Il tratto distintivo risiede nella strategia che sottostava alla decisione, in riferimento all’utilizzo della cassa generata dalla cessione di GE Plastic: riacquisto di azioni proprie. Questa operazione consente di diminuire il numero delle azioni in circolazione, aumentando di conseguenza *l’earning per share*, uno dei principali indicatori che suggeriscono agli azionisti la profittabilità dell’investimento. Questo nasconde l’incapacità di accrescere il valore dell’azienda tramite strategie significative e di lungo periodo, confrontandosi solo con manovre di finanza. Eppure oggi il mercato continua a premiare questa pratica di *buyback*. C’è anche questo “trucco” nel più 40% fatto registrate dalle azioni di Apple nel 2014.

Oltre a questa particolarità è necessario richiamare il periodo di riferimento con il quale la multinazionale statunitense è andata a confrontarsi. Nel 2007 è iniziato il periodo della “grande recessione”. In tempo di crisi economica è stato sicuramente più difficile valorizzare il disinvestimento come forma di strategia condivisa e di lungo periodo e la cessione di divisioni, soprattutto di grandi dimensioni, hanno evidenziato difficoltà piuttosto che progetti lungimiranti finalizzati ad investimenti profittevoli futuri.

Dai risultati possiamo notare come le determinanti di valorizzazione e risanamento hanno portato a ritorni maggiori e significativi rispetto i tre razionali ulteriormente identificati. Sulla base di queste evidenze posso segnalare come il disinvestimento abbia acquisito maggiore rilevanza strategica rispetto alle

operazioni effettuate nel secolo precedente, configurandosi come strumento non solo di correzione ma finalizzato ad una ristrutturazione che possiamo definire strategica e funzionale ad uno sviluppo e crescita di lungo periodo, senza tralasciare per questo la capacità, insita nell'oggetto, di riformulare un piano finanziario che consente di procedere ad una ristrutturazione ancora una volta finanziaria ed economica in relazione ad attività definite *core*.

## CONCLUSIONI

L'elaborato ha preso avvio dalla volontà di ripercorrere l'evoluzione delle operazioni di disinvestimento, assicurando di evidenziare un passaggio che possiamo definire a tutti gli effetti strategico e significativo. Il termine è oggi sempre più visto con un'ottica di lungo periodo e finalizzato alla crescita e sviluppo dell'impresa mossa dal suo fine ultimo di creazione di valore. Il ritorno positivo registrato dalle aziende oggetto dello studio è sorretto da più fattori e non solo legati a principi di razionalizzazione e ristrutturazione finanziaria. È evidente come lo strumento sia in grado di dare nuova luce a divisioni che scontano un effetto di diversificazione all'interno di gruppi industriali di grandi dimensioni che soffrono più le inefficienze dei grandi numeri piuttosto che la condivisione di sinergie. Usando una metafora è sicuramente più proficuo gestire più case indipendenti tra loro che riunire tutti i business all'interno di un unico tetto.

La parte teorica del lavoro ha permesso di focalizzare il disinvestimento all'interno dei fattori specifici che influenzano tale processo. A partire dallo studio del percorso storico si sono potute evidenziare 4 classi di razionali che hanno coinvolto questa operazione durante le fasi storiche dell'evoluzione. I principi di efficienza basati sui costi di transazione, quelli della *Resource Based View* e della *Institution Based View*, assieme alla teoria dell'agenzia hanno accompagnato lo studio, con la precisazione che tutte e 4 le spinte si sono mosse per valorizzare il disinvestimento nel suo insieme, accavallandosi nella maggior parte dei casi e coesistendo nelle dinamiche del processo.

Uno degli scopi della tesi è evidenziare il passaggio del disinvestimento a mero strumento di correzione a strategia per un vantaggio competitivo sostenibile. Il moto perpetuo e dinamico nel quale operano le imprese sprona ad un movimento continuo che coinvolge non solo i processi interni aziendali ma si esplica nella necessità di adattare le proprie attività ad un contesto mutevole e difficilmente disciplinato. Concentrarsi sulle *corporate competence* ed implementarle in nuovi e proficui mercati, attraverso strategie di disinvestimento, consente all'impresa di mantenere un equilibrio all'interno del proprio portafoglio e di spingersi verso una crescita sostenibile di lungo periodo.

Un manuale sintetico sulle operazioni in senso tecnico è stato proposto nella sezione centrale dell'elaborato mentre nella parte introduttiva si è cercato di

motivare la scelta del disinvestimento, con l'aiuto della letteratura manageriale fino ad ora proposta. Spazio è stato anche lasciato alle barriere di uscita che muovono le forze contro un progetto che individua l'uscita da business o la cessione di divisioni una soluzione allo sviluppo. L'analisi finanziaria delle strategie di disinvestimento ha concluso la sezione che possiamo definire teorica, cercando di fornire uno strumento pragmatico nell'individuazione di possibili operazioni atte alla crescita economica e finanziaria attraverso ristrutturazioni di portafoglio.

Le affermazioni contenute nei capitoli precedenti e sulle quali è stata condotta l'attività di ricerca, riguardano essenzialmente tre profili del disinvestimento:

- disinvestimento come fonte per un vantaggio competitivo sostenibile e per la creazione di valore
- disinvestimento come strategia consapevole e volontaria
- operazione apprezzata dal mercato azionario e basata su progetti di lungo termine.

I risultati si sono mostrati in linea con le ipotesi sostenute e inoltre hanno potuto rimarcare ancora una volta il ruolo positivo finalizzato alla dimensione finanziaria. Il ritorno è stato analizzato sulla base degli obiettivi predisposti dal management sulla base del disinvestimento ed in tutti i casi la significatività dell'annuncio è risultata essenziale per un corretto apprezzamento.

I due principali razionali positivi sono determinati da obiettivi basati sulla valorizzazione dei business o, diversamente, sulla capacità di ripristinare una corretta base finanziaria ed economica, ripagando parte degli eccessivi debiti contratti in precedenza. Diversamente da quanto prospettato il guadagno basato su una cessione di un ramo considerato profittevole e con margini di crescita, allo scopo di monetizzare il business (caso KKR-Fotolia) non ha rilevato un abnormal return evidente anche se, come accennato in precedenza KKR è una società di investimenti e il ritorno non si è basato tanto sul mercato azionario quanto sul prezzo di cessione rispetto a quello di acquisto.

Il primo ed il secondo profilo di ricerca è stato discusso sulla base dei primi 2 capitoli, mentre il terzo riguarda la parte conclusiva dell'elaborato che sorregge empiricamente, tramite un'analisi di casi la validità delle affermazioni. Per sottolineare la pertinenza dei precedenti profili possiamo notare la capacità di creare valore di Fiat attraverso lo scorporo di Industrial e di Samsung di muovere

verso nuove tecnologie e sviluppi per assicurarsi una posizione di vantaggio competitivo sostenibile. Il Presidente Benetton muove le sue scelte secondo una logica razionale, promuovendo operazioni di disinvestimento per valorizzare le proprie divisioni. Allo stesso modo l'amministratore delegato Sergio Marchionne ha deciso di scorporare la casa automobilistica di Maranello sulla base di un progetto consapevole e di lungo termine.

In definitiva ritengo che il disinvestimento si possa inserire all'interno di operazioni straordinarie, necessarie e cicliche che l'azienda dovrebbe sempre tenere in considerazione. Così come le acquisizioni e le fusioni sono motivate da logiche di crescita e sviluppo anche l'uscita da business consente, non solo indirettamente, di muovere le proprie risorse altrove o all'interno dell'impresa diversamente rimodulata creando valore e segnando il passaggio da una visione statica delle attività industriali ad una dinamica di riconfigurazione continua rispetto ai nuovi canali di domanda richiesti dal mercato.

## Bibliografia

- Afshar K.A., Taffler R.J. and Sudarsanam P.S. (1992) "The effect of corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience" *Journal of Banking and Finance*, 16: 115-135
- Ang J., Jong A. and Poel M. (2014) "Does familiarity with business segments affect CEO's divestment decisions?" *Journal of Corporate Finance*, 29: 58-74
- Baroncelli A. and Manaresi A. (1997) "Franchising as a foorm of divestment: an italian study" *Industrial marketing management*, 26: 223-235
- Berger P.G. and Ofek E. (1995) "Diversification's effect on firm value" *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65
- Bergh D. D. (1995) "Size and relatedness of unit sold: an agency theory and resource-based perspective" *Strategic Management Journal*, 16: 221-239
- Bergh D.D. and Sharp B.M. (2012) "How far do owners reach into the divestiture process? Blockholders and the choice between spin-off and sell-off" *Journal of Management*, 20,10: 1-29
- Berle A. A. and Means G. C. (1932) "The modern corporation and private property" 2° Ed. Harcourt, Brace and World, New York
- Bethel J. E. and Libeskind J. "The effect of ownership structure on corporate restructuring" *Strategic Management Journal*, 14: 15-31
- Bhide A. (1990) "Reversing corporate diversification" *J.Appl: Corporate finance*, 3: 70-81
- Brealy R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S. (2011) "Principi di finanza aziendale" McGraw-Hill, Sesta ed.
- Brauer M. (2006) "What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda" *Journal of Management*, 32,6: 751-785
- Buonocore V. (2009) "Manuale di diritto commerciale" Giappichelli Editore
- Burt S., Dowson J. And Sparks L. (2004) "The international divestment activities of european grocery retailers" *Europea Management Journal*, 22, 5: 483-492
- Capron L., Mitchell W. And Swaminathan A. (2001) "Asset divestiture following horizontal acquisition: a dynamic view" *Strategic management Journal*, 22: 817-844
- Chen P.F. and Zhang G. (2007) "Segment profitability, misvaluation, and corporate divestment" *The Accounting Review*, 82, 1: 1-26
- Coase R.H. (1937) "The nature of the firm" *Economica*, 4: 386-405
- Cohen W.M. and Levinthal D.A. (1990) "Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation" *Cornell University*, 35: 128-152
- Collins D.J. and Montgomery C.A. (2007) "Corporate strategy" McGraw-Hill, p. 166
- Davis G.F., Diekmann K.A. and Tinsley C.H. (1994) "The decline and fall of the conglomerate firms in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form" *American Sociological Review*, 59, 4: 547-570
- Defren T., Bernd W.W. and Ullrich S. (2012) "Divestment management: Success factors in the negotiation process of a sell-off" *Long Range Planning*, 45: 58-276

- Decker C. and Mellewigt T. (2007) "Thirty years after Michel E. Porter: what we know about business exit?" *Academy of Management Perspectives*, 41-55
- Di Maggio P.J. and Powell W.W. (1983) "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields" *American Sociological Review*, 48, 2: 147-160
- Duhaime I.M. and Grant J.H. (1984) "Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study" *Strategic Management Journal*, 5: 301-318
- Fama E., Fisher L., Jensen M. and Roll. R. (1969) "The adjustment of stock prices to new information" *International Economic Review*, 10,1: 1-12
- Fontana F. e Caroli M. (2009) "Economia e gestione delle imprese" McGraw-hill, Terza ed.
- Gole W.J. (2009) "A structured approach to corporate divestiture transaction" *CMA Management*, 22-25
- Gole W.J. and Hilger P.J. (2008) "Managing corporate divestiture transaction" *Journal of Accountancy*, 48-51
- Hayes R. H. (1972) "New emphasis on divestment opportunities" *Harvard Business Review* 55-64
- Haynes M., Thompson S. and Wright M. (2007) "Executive remuneration and corporate divestment: motivating managers to make unpalatable decisions" *Journal of Business Finance and Accounting*, 34: 792-818
- Harrigan K. R. (1980) "The effect of exit barriers upon strategic flexibility" *Strategic Management Journal*, 1, 165:165-176
- Helfat C.E. and Eisenhardt K. (2004) "Inter-temporal economies of scope, organizational modularity, and the dynamics of diversification" *Strategic Management Journal*, 25: 1217-1232
- Hofstade G. (2001) "Culture's consequences" Thousand Oaks, CA: Sage
- Hoskisson R.E., Johnson R.A., Mosel D.D. (1994) "Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effect of governance, strategy, and performance" *Academy of Management Journal*, 37,5: 1207-1251
- Hunt P. (2004) "Structuring, mergers & acquisition: A guide to creating shareholder value" 2° ed. Aspen Editore
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure" *Journal of Financial Economics*, 4: 305-360
- John K. And Ofek E. (1995) "Asset sales and increase in focus" *Journal of Financial Economics*, 37: 105-126
- Lang L.H.P. and Stulz R.M. (1994) "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance" *Journal of Political Economy*, 102,6: 1248-1280
- Lang L.H.P., Poulsen A. and Stulz R. (1995) "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion" *Journal of Financial Economics*, 37:3-37
- Levinthal D.A. and Wu B. (2010) "Opportunity costs and non-scale free capabilities: profit maximization, corporaate scope, and profit margin" *Strategic Management Journa*, 31: 780-801
- Markides C.C. (1993) "Corporate refocusing" *Business Strategy Review*, 4(1): 1-15

- Markides C.C. (1995) "Diversification, restructuring and economic performance" *Strategic Management Journal*, 16: 101-118
- Markides C. C. and Singh H. (1997) "Corporate restructuring: a symptom of poor governance or a solution to past managerial mistake" *European Management Journal*, 15, 3: 213-219
- Matusaka J.G. and Nanada V. (2002) "Internal capital markets and corporate refocusing" *Journal of Financial Intermediation*, 11:176-211
- Mc Williams A. and Siegel D. (1997) "Event studies in management research: theoretical and empirical issues" *Accademy of Management Journal*, 40,3: 626-657
- Meyer J.W. and Rowan B. (1997) "Institutionalized organizations: Formal structures as myth and ceremony" *American Journal of Sociology*, 83, 2: 340-363
- Moliterno T.P. and Wiersema M.F. (2007) "Firm performance, rent appropriation, and the strategic resource divestment capability" *Strategic Managemnt Journal*, 28: 1065-1087
- Montgomery C.A. and Thomas A.R. (1988) "Divestment: motives and gains" *Strategic Management Journal*, 9: 93-97
- Moschieri C. and Mair J. (2011) "Adapting for innovation: Including divestiture in the debate" *Long Range Planning*, 44: 4-25
- Nees D. (1981) "Increase your divestment effectiveness" *Strategic Management Journal*, 2: 119-130
- Peng M.W., Sun S.L., Pinkham B. and Chen H. (2009) "The institution-based view as a third leg for a strategy tripod" *Academy of a Management Perspective*, 23, 3: 63-81
- Penrose E.T. (1959) "The theory of the growth of the firm" Oxford University Press, Oxford
- Peruffo E. (2013) "Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico" Franco Angeli Editore
- Porter M.E. (1976) "Please note location of nearest exit: exit barriers and planning" *California Management Review*, 2: 21-33
- Porter M. (1985) "Competitive advantage: creating and sustaining superior performance" Free press
- Rappaport A. (1981) "Selecting strategies that create shareholder value" *Harvard Business Review*, 139-150
- Rappaport A. (1987) "Stock market signals to managers" *Harvard Business review*, 57-62
- Ritchie J. and Dowlatabadi H. (2014) "Understanding the shadow impacts of investment and divestment decisions: Adapting economic input-output models to calculate biophysical factors of financial returns" *Ecological Economics*, 106: 132-140
- Scott W.R. (2003) "Institutional carriers: reviewing modes of transporting ideas over time and space and considering their consequences" *Industrial and Corporate Change* 12,4: 879-894

- Selznick P. (1957) "Leadership in administration: a sociological interpretation"  
Evaston, IL: Row, Peterson
- Sharma P. and Manikutty S. (2005) "Strategic divestment in family firms: role of family structure and community culture" *Entrepreneurship Theory and Practice*, 293-311
- Shimizu K. And Hitt M. A. (2005) "What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effect of organizational inertia" *Journal of Management*, 31: 50-72
- Shleifer A. and Vishny R.W. (1991) "Takeovers in '60s and the 80s:evidence and implications" *Strategic Management Journal*, Winter Special Issues,12: 51-59
- Smith A. (2012) "Totally Wired: On the Trail of the Great dotcom Swindle" Simon & Schuster
- Song S. (2014) "Subsidiary divestment: the role of multinational flexibility" *Manager Internal Review*, 54: 47-70
- Steiner T. L. (1997) "The corporate sell-off decision of diversified firms" *Journal of Finance Research*, 20: 231-241
- Steingold F.S. (2012)"The complete guide to selling a business" Nolo Editore
- Stibel J. (2011) "Don't divest just because the economy is rotten" *Harvard Business Review*
- Sun Tzu "L'arte della guerra" a cura di Andreini A. e Biondi M., Einaudi
- Wachtell, Lipton, Rosen and Katz (2013) "Spin-off guide" [www.wlrk.com](http://www.wlrk.com)
- Warner J.B., Watts R.L. and Wruck K.H. (1988) "Stock prices and top management changes" *Journal of Financial Economics*, 20, 1-2: 461-492
- Wernerfelt B. (1984) "A resource based view of the firm" *Strategic Management Journal*, 5,2: 171-180
- Divestiture survey report 2013. Sharpening your strategy (Deloitte, January 2013)
- Don't miss the exit. Creating shareholder value through divestitures (Boston Consulting Group, September 2014)

## Sitografia

America24.com  
 Ansa.it  
 Bbc.com  
 Bloomberg.com  
 Borsaitaliana.it  
 Cirgroup.com  
 Euronews.com  
 Fca.com  
 Ft.com  
 Ge.com  
 Ilfattoquotidiano.it  
 Ilpost.it

Ilsole24ore.it  
Kkr.com  
Lastampa.it  
Managersonline.com  
Marketwatch.com  
Media.kkr.com  
Milanofinanza.it  
Pg.com  
Repubblica.it  
Reuters.com  
Samsung.com  
Sky.it  
Sony.com  
Telecom.it  
Wallstreetjournal.com  
Wikipedia.com  
Yahoofinance.com