

DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT
Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

Diversificazione e Holdings.

I limiti, le opportunità e le preferenze del mercato.

Il caso Finmeccanica.

RELATORE
Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO
Francesco Maria Milicia
Matr. 187321

Anno Accademico 2014/2015

INDICE

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO I	6
1.1 La Diversificazione come strategia di impresa	6
1.1.1 Definizioni	6
1.1.2 Cenni storici	7
1.1.3 I motivi della diversificazione produttiva	9
1.1.4 Diversificazione correlata	12
1.1.5 Diversificazione conglomerale	15
1.1.6 Vantaggi e rischi della diversificazione produttiva	16
1.2 La Diversificazione come strategia di portafoglio	20
1.2.1 Definizioni	20
1.2.2 I motivi della diversificazione di portafoglio	21
1.2.3 Le tipologie di diversificazione di portafoglio	24
1.2.4 Vantaggi e svantaggi della diversificazione di portafoglio	25
CAPITOLO II	27
2.1 Le Holdings	27
2.1.1 Cenni storici e tipologie di holding	27
2.1.2 Perché creare una holding	29
2.1.3 L'esercizio dell'attività di una holding	31
2.1.4 Holding e leadership di costo: creazione del valore	33
2.1.5 Il valore di una holding: misurazione	35

2.2 La gestione di un portafoglio di investimenti	38
2.2.1 Tipologie di mercato mobiliare e concetto di indice di mercato	38
2.2.2 La gestione passiva	40
2.2.3 La gestione attiva	43
2.2.4 La Teoria del portafoglio di Harry Markowitz	46
CAPITOLO III	51
3.1 Holdings e preferenze del mercato: il caso Finmeccanica	51
3.1.1 Cenni storici	51
3.1.2 La ristrutturazione del 1997	54
3.1.3 Da società a Holding capogruppo pura: la privatizzazione del 2000	57
3.1.4 L'espansione internazionale dal 2002 alla crisi del 2008	58
3.1.5 Gli effetti della crisi del 2008 ed il passaggio a Holding capogruppo mista	60
3.1.6 Un confronto tra mercato finanziario e andamento del titolo Finmeccanica	62
CONCLUSIONI	66
BIBLIOGRAFIA	69
SITOGRAFIA	73

INTRODUZIONE

In un contesto economico particolarmente influenzato dagli effetti della crisi finanziaria scatenatasi nel 2008, le politiche restrittive riguardanti il credito concesso dalle banche hanno fatto sì che per molte realtà imprenditoriali sia divenuto necessario il ricorso al finanziamento da investitori privati.

La diversificazione produttiva, tema che fin dalla sua nascita rappresenta una tra le principali fonti di dibattito in campo economico, appare spesso agli occhi dei manager come una delle più efficaci strategie di creazione di valore. Non sempre tuttavia i mercati premiano le decisioni del management di avviare politiche di questo genere, penalizzando anzi le imprese coinvolte attraverso una diminuzione del valore dei titoli finanziari da queste emessi.

Le Holding, in quanto gruppi di imprese spesso quotate sui mercati finanziari, costituiscono un chiaro esempio degli effetti negativi che una diversificazione troppo accentuata può comportare. Esse rappresentano inoltre un utile strumento di analisi per l'osservazione dei legami che intercorrono tra le due macro categorie di diversificazione: produttiva e di portafoglio.

Questo lavoro è diretto a sviluppare un approfondimento in materia, domandandosi quali siano le motivazioni di fondo che si celano dietro ai casi, non poco frequenti, in cui delle realtà industriali, seppur valide, non siano sufficientemente apprezzate dai mercati finanziari perché troppo estese.

Sulla base di tale interrogativo il presente elaborato si pone l'obiettivo di individuare una risposta, prendendo in esame il caso Finmeccanica ed identificando una possibile spiegazione per le scelte, apprezzate dai mercati, intraprese dai vertici amministrativi a partire dal 2014.

Il primo capitolo traccia un quadro generale sulla diversificazione sia dal punto di vista produttivo che finanziario. In quest'ottica verrà inizialmente approfondito il tema della diversificazione produttiva, partendo dalla nascita di tale strategia per poi giungere alle principali tipologie oggi esistenti ed alle rispettive ragioni alla base dell'adozione delle stesse, descrivendone infine le opportunità ma anche i possibili rischi.

Successivamente sarà esaminato il fenomeno della diversificazione di portafoglio. Anche in questo caso verranno fornite al lettore le informazioni necessarie alla comprensione delle motivazioni alla base dell'esistenza di tale strategia e dei possibili vantaggi o pericoli che un investitore si trova ad affrontare a seconda della riuscita o meno della stessa.

Nel secondo capitolo viene affrontato il tema delle holding e della gestione di portafoglio da parte di intermediari professionisti. A tal proposito si partirà da un approfondimento sui gruppi di imprese, tracciando anche in questo caso un breve percorso storico ed un quadro delle varie tipologie esistenti. Ci si concentrerà infine sulla creazione di valore da parte delle holding quale argomento di particolare interesse al fine di soddisfare l'obiettivo dell'intero lavoro.

La seconda parte fornisce invece una descrizione delle principali caratteristiche della gestione di portafoglio, descrivendo sinteticamente le fondamentali tipologie di gestione esistenti e concludendo con l'esposizione della Teoria del portafoglio di Harry Markowitz, fonte alla base della nascita della diversificazione di portafoglio.

A conclusione dell'elaborato, viene presentato un caso di analisi di una realtà imprenditoriale funzionale alla comprensione delle interrelazioni esistenti tra diversificazione e holding. Il caso in esame è quello di Finmeccanica. A tal proposito si percorrerà il percorso storico attraversato dal Gruppo, evidenziando i particolari momenti in cui le scelte strategiche del management ne hanno influenzato la formazione della struttura organizzativa ma anche il grado di apprezzamento presso il mercato finanziario dei capitali. Sarà infine sviluppato un confronto tra l'andamento

di un indice azionario di riferimento per il comparto aerospaziale europeo e l'andamento del titolo Finmeccanica S.p.A., sottolineando le similitudini tra i due ma soprattutto le divergenze, delle quali si esporrà una possibile spiegazione come conclusione dell'analisi sviluppata.

Capitolo I

1.1 La Diversificazione come strategia di impresa

1.1.1 Definizioni

Per diversificazione produttiva si intende l'entrata di un'impresa o di una business unit in una nuova linea di attività, attraverso lo sviluppo interno oppure attraverso acquisizioni e alleanze (Ramanujam, Varadarajan, 1989). È una strategia di crescita dell'impresa mirata all'accrescimento della propria quota di mercato ed all'acquisizione di un vantaggio competitivo sostenibile.

È possibile distinguere quattro tipologie di diversificazione in base alla collocazione del nuovo business rispetto alla catena del valore dell'impresa ed in base al grado di correlazione che il nuovo prodotto presenta con l'attuale output dell'impresa, sia sul fronte produttivo che su quello distributivo e commerciale¹:

- Diversificazione orizzontale: è una conseguenza diretta di un processo di innovazione tecnologica, che prevede l'introduzione da parte dell'impresa, sugli stessi segmenti di mercato in cui essa è attualmente presente, di nuove funzioni – tecnologie di prodotto che interpretano sostanziali discontinuità tecnologiche con quelle attuali.
- Diversificazione concentrica o correlata: si manifesta quando il nuovo prodotto presenta dei significativi legami di complementarietà, sul piano tecnologico o commerciale, con quello attuale. L'obiettivo è quindi quello di allargare il mercato dell'impresa beneficiando di effetti sinergici derivanti dalla complementarietà tra le attività (Lambin).

¹ FERRUCCI L. (2000), *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*. Franco Angeli.

- Diversificazione conglomerale o non correlata: consiste in un processo di crescita dimensionale che presenta caratteristiche esattamente opposte rispetto alla tipologia precedente. In questo caso infatti l'impresa avvia la produzione e commercializzazione di beni che non hanno nessun legame con le attività tradizionali.
- Diversificazione verticale: è una particolare forma di diversificazione molto simile ad una strategia di integrazione verticale che consiste nell'estensione dell'attività dell'impresa a monte o a valle della propria catena del valore. In tale strategia di espansione l'azienda è cliente di se stessa (Penrose, 1959).

1.1.2 Cenni Storici

Il tema della diversificazione produttiva costituisce frequentemente oggetto di dibattito in dottrina sia a livello pratico che accademico. Il fenomeno in questione sembra infatti avere avuto negli anni, andamenti ciclici e di segno opposto. La coporation diversificata fa la sua prima comparsa negli Stati Uniti attorno agli anni '50. Il grado di diversificazione delle imprese, fino ad allora, risultava piuttosto contenuto: "più del 60 per cento delle maggiori 500 imprese industriali derivava il proprio fatturato per oltre il 75 per cento da un solo settore di attività"².

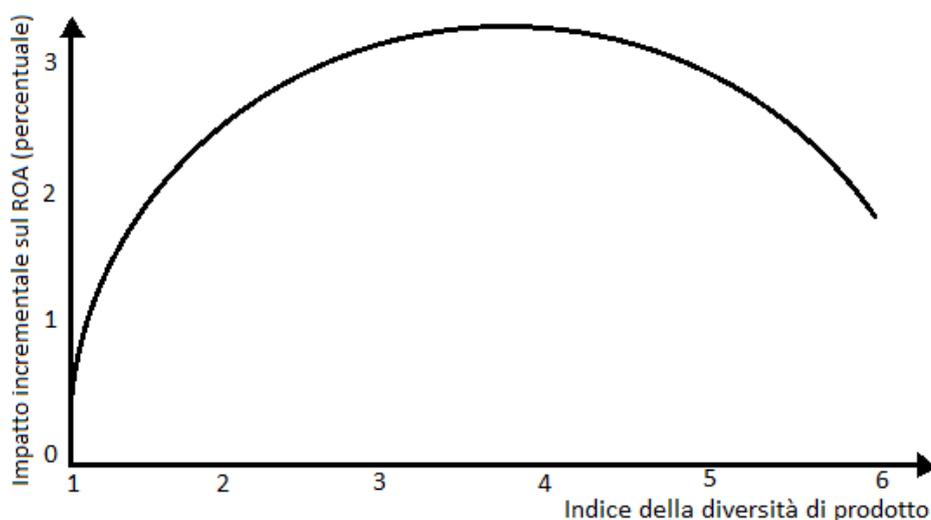
La fine della seconda guerra mondiale segna un punto di svolta. Dalla metà degli anni '50 infatti, si può notare una forte spinta alla diversificazione da parte delle maggiori imprese di tutto il mondo, agevolata anche dalla diffusione della forma organizzativa societaria multidivisionale, promossa dalla società di consulenza McKinsey e altre società. Negli stessi anni si diffonde il pensiero secondo il quale il fulcro dell'attività manageriale sia rappresentato dall'applicazione di regole di carattere generale, slegando così la funzione manageriale dal settore di appartenenza e rendendola adattabile ad ogni nuovo business in cui la grande impresa decidesse di entrare.

² DONNA G. (2003), *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?* Università Bocconi.

Una nuova inversione di tendenza si verifica in corrispondenza delle crisi petrolifere, delle impennate dei tassi di interesse e di inflazione degli anni '80, che contribuirono a diminuire i rendimenti sul capitale investito e ad intensificare il controllo degli azionisti sull'attività manageriale.

Verso la fine degli anni '90 la corsa alla diversificazione è tornata ad accelerare, si è potuto infatti assistere a fenomeni di fusione e acquisizione tra grandi aziende ed alla formazione di grandi holding e multinazionali.

Figura 1.1 - RELAZIONE FRA DIVERSIFICAZIONE E PROFITABILITA'
IN 304 IMPRESE MANIFATTURIERE BRITANNICHE, 1972-1984



Fonte: Grant, Jammine e Thomas (1988)

Il grafico in questione rappresenta la tesi sulla quale tutti gli studiosi più autorevoli sembrano convergere. Appare tuttavia troppo semplice affermare che la diversificazione, *entro certi limiti*, possa costituire fattore di miglioramento della performance di impresa, costituendo al tempo stesso sia un'opportunità che una minaccia. Il vero problema sta nell'identificare quali siano i limiti da non superare e quando un'impresa debba o meno intraprendere tale strategia.

1.1.3 I motivi della diversificazione produttiva

“Un’impresa che produce molti prodotti ed opera su molti mercati non ha bisogno di guardare alla massimizzazione dei profitti in tutti i mercati in cui opera come lo schema tradizionale presupporrebbe [...]. Essa può possedere potere in un particolare mercato non solo in virtù dell’importanza che ricopre nell’organizzazione di quel mercato ma anche in virtù dell’ampiezza e della tipologia delle sue attività in qualche altro mercato. Può essere in grado di sfruttare e di estendere o di difendere il suo potere tramite tattiche che tradizionalmente sono associate all’idea del monopolista.”

(C. Edwards, 1955)

Il punto di vista di Edwards è stato abbracciato da molti studiosi che, concentrandosi principalmente sull’effetto che la diversificazione ha sul raggiungimento di economie di ampiezza o di gamma, hanno indagato sulla capacità delle imprese stesse di ottenere un elevato potere di mercato e sulla loro possibilità di praticare politiche lesive della concorrenza quale ad esempio il dumping. La politica appena citata consiste nello sfruttamento da parte dell’impresa dei profitti ottenuti in uno dei mercati in cui essa opera per praticare dei prezzi particolarmente competitivi in un altro mercato.

La ragione che può spingere un’impresa a diversificare non deve tuttavia avere carattere del tutto offensivo³. E’ infatti possibile che l’impresa guardi alla diversificazione in un’ottica identificabile come difensiva. Fondamentale in questo caso risulta l’analisi della condizione in cui l’impresa si trova a operare nel proprio settore di origine. Può infatti accadere che il settore in questione non offra sufficienti opportunità di crescita a causa di un elevato grado di concorrenza o semplicemente di un tasso di crescita della domanda piuttosto contenuto.

³ FONTANA F. CAROLI M. (2013), *Economia e gestione delle imprese*, IV edizione. McGraw-Hill.

E' anche piuttosto frequente che la diversificazione abbia come obiettivo il più efficiente utilizzo di particolari risorse e competenze facilmente impiegabili in mercati o settori differenti.

“Imprese con assets meno specifici massimizzeranno i loro profitti in corrispondenza di alti livelli di diversificazione, mentre imprese con risorse più specifiche, con livelli relativamente minori.”

(Montgomery, 1994)

Questa condizione tende a verificarsi quando l'impresa abbia perseguito con successo una strategia di valorizzazione delle proprie risorse, giungendo a disporre di competenze caratterizzate da un'elevata trasversalità.

Un'ulteriore spinta alla diversificazione può essere costituita dall'eccessiva disponibilità di risorse, l'esempio in questo caso più evidente è rappresentato dal capitale finanziario. L'eccessiva disponibilità di questa risorsa è spesso riconducibile ad una condizione di vantaggio competitivo sostenibile che caratterizza l'operare dell'impresa nel proprio mercato di origine.

La strategia di diversificazione non necessariamente ha degli effetti positivi sul valore dell'impresa inteso come valore azionario. Questa particolare condizione si verifica quando l'attività di management è condotta in modo egoistico e mirata alla soddisfazione dei soli interessi manageriali piuttosto che a quella degli stakeholders in generale. In questo ambito si colloca la Teoria dell'Agenzia, che studia le problematiche che intervengono in un rapporto lavorativo in cui una delle due parti (Agent) agisce o dovrebbe agire nell'interesse dell'altra parte (Principal).

“[...] quando i manager hanno un po' di utili e gli azionisti sono abbastanza dispersi da non poter perseguire una politica di massimizzazione del valore, gli assets possono essere impiegati a beneficio dei manager piuttosto che degli azionisti [...]”

(Vishny, 1988)

Nel nostro caso, come ovvio, la figura dell'Agent è rappresentata dal management mentre quella del Principal dagli azionisti. Il controllo di questi ultimi risulta fondamentale per ridurre il rischio che le problematiche studiate dalla Teoria sopra citata conducano ad una situazione critica per l'impresa.

Un'ultima motivazione, non certamente in termini di importanza ai fini di questo elaborato, è rappresentata dalla riduzione del rischio. Anche in questo caso gli effetti della diversificazione non sempre sono positivi ai fini dell'accrescimento del valore dell'impresa. Dal punto di vista del management, la diversificazione mirata alla crescita ed allo sviluppo dell'impresa può essere inquadrata come strategia offensiva. Al contrario, diversificare per ridurre il rischio è spesso sinonimo di tutelare ed assicurare la propria posizione e può di conseguenza essere inquadrata come strategia difensiva. L'obiettivo principale che viene perseguito in questo caso è quello di scindere il destino dell'impresa da quello del business in cui essa opera. Come è facilmente intuibile, affinché tale politica risulti efficace è necessario che il nuovo business, oltre che essere redditizio e non eccessivamente rischioso, presenti con quello di origine un grado di correlazione il più contenuto possibile. Considerando due differenti aree di business ("x" e "y") con redditività potenziale non perfettamente correlata, la variabilità totale dei profitti potenziali di un'impresa che decidesse di investire su entrambi i mercati sarebbe ottenibile con la formula⁴:

$$a^2\text{Var}(x) + b^2\text{Var}(y) + 2abcov(x,y)$$

Il valore della covarianza tra i due titoli risulta in questo caso fondamentale: minore risulterà la covarianza e minore sarà la variabilità dei profitti e di conseguenza il rischio associato agli stessi. Come verrà approfondito in seguito tuttavia, questo tipo di diversificazione non sempre è apprezzato dagli azionisti.

⁴ FONTANA F. CAROLI M. (2013), *Economia e gestione delle imprese*, IV edizione. McGraw-Hill.

1.1.4 Diversificazione correlata

Una strategia di diversificazione, come già accennato al paragrafo 1.1.1, è definibile correlata quando, in relazione a determinati fattori di rilievo strategico ed economico, vi è una chiara connessione tra le aree di business in cui l'impresa si trova a operare.

Fontana e Caroli analizzano la correlazione tra due settori diversificati concentrandosi su tre criteri fondamentali⁵:

- La sua intensità;
- La sua direzione;
- I fattori in relazione ai quali si esprime la correlazione stessa.

Il primo criterio tende a mutare nel tempo, inoltre esso non è facilmente quantificabile in maniera oggettiva in quanto, descrivendo la componente qualitativa della connessione strategico-economica tra due settori, è determinato da fattori prettamente qualitativi e non quantificabili.

In base alla direzione è possibile invece distinguere tra diversificazione correlata orizzontalmente o verticalmente. Nel primo caso la correlazione si individua tra business che condividono tra loro uno stesso mercato o una stessa applicazione tecnologica. Il secondo caso invece prevede che la correlazione sia presente tra il settore di origine dell'impresa e un settore collocato a monte o a valle lungo la medesima filiera produttiva in cui l'impresa stessa opera.

Nel condurre un'analisi sulla correlazione tra settori non sono infine trascurabili i fattori da cui questa dipende. Tali fattori sono raggruppabili in due macro-categorie a seconda della natura da cui sono caratterizzati:

- di mercato;
- tecnologico-produttivi.

La correlazione può essere determinata da fattori appartenenti alla prima tipologia al verificarsi di particolari situazioni.

⁵ FONTANA F. CAROLI M. (2013), *Economia e gestione delle imprese*, IV edizione. McGraw-Hill.

“non bisogna cercare di vendere un solo prodotto a quanti più consumatori possibili, ma quanti più prodotti diversi a un solo consumatore, in un arco di tempo prolungato.”

Peppers, Rogers (1993)

Può ad esempio accadere che ci si trovi in presenza di un cluster di consumatori caratterizzati da un elevato grado di fedeltà verso il prodotto principale dell'impresa, che a sua volta potrà sfruttare questa caratteristica per collocare la nuova produzione derivante dalla diversificazione. In questo caso si tenderà a riconoscere una certa importanza al cosiddetto *lifetime value*: *il valore che viene associato alla relazione che si instaura tra l'impresa e un determinato cliente definita in un arco temporale pari all'intera vita del cliente stesso.*

Un'ulteriore contesto prevede che il nuovo prodotto ed il core product dell'impresa siano adatti a soddisfare funzioni d'uso piuttosto simili tra loro. In questo caso il consumatore tenderà ad acquistare entrambi i beni prodotti dall'impresa associando la soddisfazione di bisogni simili all'utilizzo di prodotti con la medesima provenienza. Un ruolo fondamentale in questo ambito è rivestito dal brand, che, essendo unico per una gamma intera di prodotti, stimolerà la percezione dei clienti in merito alle sinergie esistenti tra i prodotti stessi in termini qualitativi e agevolerà il raggiungimento di economie di scopo riguardanti le attività pubblicitarie.

Il secondo caso evidenzia una situazione in cui l'impresa ha sviluppato nel tempo una serie di competenze e professionalità dotate di un'accentuata flessibilità, che, se adoperate con efficienza, rendono possibile la valorizzazione dei legami esistenti tra le funzioni di produzione di due beni differenti.

“è chiaro che la presenza di economies of scope farà sorgere imprese multi – prodotto e che in presenza di economies of scope la produzione congiunta di due beni da parte

di una singola impresa risulta meno costosa rispetto ai costi combinati di produzione di due imprese specializzate.”

(Panzar, Willing, 1979)

Negli ultimi decenni le competenze più adatte a questo tipo di processo sono risultate essere quelle sviluppate dalle funzioni marketing e ricerca e sviluppo. Le caratteristiche implicite di queste funzioni sono infatti tali da far sì che la conoscenza sviluppata durante il loro svolgimento sia particolarmente trasversale e adoperabile in riferimento a vari settori differenti tra loro.

Spesso il successo in una strategia di diversificazione correlata si traduce in una condizione che vede l'impresa diversificata in grado di produrre due o più beni differenti tra loro ad un costo complessivo inferiore rispetto a quello che due differenti imprese monoprodotto specializzate sarebbero costrette a sostenere per la produzione di un uguale ammontare dei beni stessi.

È a questo punto facilmente intuibile come la diversificazione correlata, rendendo possibile la conversione della corrispondenza strategica tra i business in vantaggio competitivo attraverso l'utilizzo di economie di scopo, di scala o di esperienza, costituisca spesso una strategia di particolare interesse e rilevanza per il management. Un caso estremo di diversificazione correlata riguarda la strategia avviata con l'intento di una riconversione industriale dell'impresa. In questo caso il nuovo prodotto non andrà a costituire un'espansione dell'offerta dell'impresa bensì diverrà, al termine del processo, il prodotto principale dell'impresa stessa. La correlazione in questa particolare situazione spesso dipende da fattori tecnologici ed il management tende ad avviare strategie di questo genere in contesti che evidenziano condizioni critiche per l'impresa o per l'intero settore di appartenenza.

1.1.5 Diversificazione conglomerale

La diversificazione conglomerale è un processo di crescita dimensionale attraverso il quale l'impresa entra a far parte di nuovi settori estendendo la propria produzione a beni che non presentano legami con la produzione tradizionale né sul piano tecnologico né su quello organizzativo-manageriale⁶.

Al contrario del precedente tipo di diversificazione non sono perciò presenti corrispondenze strategiche da trasformare in vantaggio competitivo tra i business in cui l'impresa si trova a operare.

Condizione necessaria per il successo di una strategia di questo genere è che la valutazione del nuovo business od impresa da acquisire, oltre che essere realistica, riporti un sufficiente potenziale di crescita e di profitto ed un buon equilibrio economico sia dal punto di vista interno all'impresa che da quello esterno, ovvero del settore di appartenenza. Solo in questo caso la strategia rappresenterà per l'impresa una valida opportunità commerciale e di crescita.

Gran parte delle strategie di diversificazione attuate nel periodo che va dal secondo dopoguerra alle crisi petrolifere degli anni '80 furono di tipo conglomerale. È stato però già evidenziato al paragrafo 1.1.2 come gli squilibri economici emersi a partire dai primi anni '80 abbiano avuto un'influenza negativa sui trend che concepivano la diversificazione come la strategia più efficace per ottenere una crescita dell'impresa. Proprio in questi anni infatti si poté assistere ad un'inversione di tendenza che portò le imprese a realizzare strategie di focalizzazione su un solo settore o prodotto dismettendo intere aziende o business.

⁶ FERRUCCI L. (2000), *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*. Franco Angeli.

1.1.6 Vantaggi e rischi della diversificazione produttiva

A conclusione di quanto detto nei paragrafi precedenti possiamo affermare che la diversificazione presenta alcune opportunità che, se sfruttate in maniera opportuna, genereranno un vantaggio competitivo sostenibile per l'impresa. Non possiamo tuttavia trascurare il fatto che, come ogni strategia, anche la diversificazione comporti dei rischi che, se sottovalutati o mal gestiti, potrebbero condurre ad una situazione di perdita.

Tra le principali opportunità dobbiamo in primo luogo analizzare quelle legate ad uno sviluppo dell'intera realtà aziendale. Vi è infatti la possibilità di creare un clima di particolare euforia ed entusiasmo, che può senza dubbio contribuire al raggiungimento di una maggiore efficienza e di un maggiore person-organization fit da parte dei dipendenti. A tal riguardo numerose ricerche scientifiche condotte su una serie di campioni di imprese hanno dimostrato che, mettendo a confronto il tasso di sviluppo del settore di ingresso con quello del settore di appartenenza, il primo risulta quasi sempre essere maggiore rispetto al secondo.

Il contenimento delle fluttuazioni economiche, ed in primo luogo dei profitti e delle perdite, costituisce un altro obiettivo del management, legato soprattutto al mantenimento di una certa stabilità economico-organizzativa aziendale, caratteristica che senz'altro contribuisce ad invogliare gli azionisti ad investire nella propria impresa. Un altro vantaggio conseguibile attraverso la diversificazione è rappresentato dall'acquisizione di determinate conoscenze tecnologiche e capacità organizzative già presenti in altre imprese mediante, ad esempio, l'acquisizione delle imprese in questione. Ci si può tuttavia anche trovare nella situazione in cui sia le competenze specializzate facciano già parte del patrimonio di risorse dell'impresa e che questa punti a raggiungere una maggiore efficienza nell'utilizzo delle stesse attraverso la diversificazione.

Anche se in misura piuttosto differente a seconda che si parli di diversificazione correlata o conglomerale, una strategia di diversificazione ben articolata e condotta in

maniera ottimale genera un'espansione dell'impresa. In questo caso, oltre al potenziale raggiungimento di economie di scala o scopo di cui già si è trattato al paragrafo 1.1.3, un obiettivo del management è spesso quello di far sì che l'impresa risulti maggiormente tutelata sul fronte della concorrenza. Nel caso in cui la strategia sia poi particolarmente offensiva, obiettivo del management non sarà solo la tutela dell'impresa bensì assisteremo ad un tentativo di spiazzare la concorrenza stessa e rafforzare la posizione dell'impresa in termini di quote del mercato ricoperte e soddisfatte.

Una volta affrontata la discussione riguardante le maggiori opportunità conseguibili attraverso una strategia di diversificazione, dobbiamo focalizzare la nostra attenzione sui fattori dai quali dipende il pericolo che la strategia non solo non crei valore per gli azionisti ma, al contrario ne distrugga una parte di quello creato in precedenza.

In primo luogo risulta indispensabile affrontare un argomento che spesso trae in inganno i manager: i costi della strategia. Per quanto possa apparire banale, non è assolutamente infrequente che degli errori in sede di valutazione dei costi, spingano il management ad intraprendere strategie per le quali questi ultimi risulteranno in futuro superiori al valore creato. La valutazione sopra citata è infatti cosa tutt'altro che semplice in quanto effettuata per stimare, tra gli altri, anche i costi di organizzazione e coordinamento che derivano dalla risultante di due componenti non sempre facilmente stimabili⁷:

- la complessità: all'aumentare del numero di Business Unit, aumentano anche i costi derivanti dalla complessità del coordinamento tra le stesse;
- l'intensità del coordinamento: l'importanza di questa variabile è direttamente proporzionale alla rilevanza ricoperta dal raggiungimento di sinergie tra SBU all'interno degli obiettivi della strategia.

⁷ GRANT R.M. (1999), *L'analisi strategica per le decisioni aziendali. Concetti, tecniche, applicazioni*. Il Mulino.

Un ulteriore pericolo è quello di entrare in un settore con poche potenzialità di sviluppo o di avviare la produzione di un bene che non assicuri profitti tali da garantire la creazione di valore per l'impresa. A tal proposito negli anni sessanta il Boston Consulting Group, una nota multinazionale di consulenza di management, ha ideato una matrice riportata in figura in grado di classificare le aree strategiche di affari (SBU) in base a due variabili:

- il tasso annuale di crescita del mercato all'interno del quale opera la SBU (sull'asse delle ordinate);
- la quota relativa di mercato detenuta dall'impresa, ottenuta attraverso il rapporto tra la quota di mercato $\left(\frac{\text{fatturato impresa}}{\text{fatturato complessivo delle imprese del settore}}\right)$ e la quota di mercato detenuta dal concorrente principale (sull'asse delle ascisse)

Figura 1.2 - MATRICE BCG, THE BOSTON CONSULTING GROUP

BCG-Matrix		QUOTA DI MERCATO	
		BASSA	ALTA
CRESCITA	ALTA	 question mark	 star
	BASSA	 dog	 cash cow

Si possono perciò distinguere quattro tipologie di prodotti⁸:

⁸ The BCG, Boston Consulting Group

❖ **Question mark** (*quadrante in alto a sinistra*)

A causa dell'accentuato tasso di crescita del mercato e della necessità di conquistare nuove quote di mercato, queste attività tendono ad assorbire risorse finanziarie, costringendo l'impresa ad effettuare una scelta tra una strategia di sostegno e una strategia di disinvestimento. L'impresa deve decidere se investire in question mark e trasformare in star oppure disinvestire.

❖ **Star** (*quadrante in alto a destra*)

Questa è la tipologia di attività che presenta il maggiore tasso di redditività e crescita. In questo caso l'impresa è molto competitiva sul mercato con i suoi prodotti che dovranno fronteggiare gli attacchi dei concorrenti. Sono i prodotti, o servizi da curare in modo particolare e per i quali occorrerà uno sviluppo programmato.

❖ **Cash cow** (*quadrante in basso a destra*)

Grazie all'elevata quota di mercato ricoperta, questi prodotti servizi sono in grado di garantire un'elevata liquidità in maniera piuttosto stabile nel tempo e risultano perciò fondamentali all'interno dell'impresa. Le prospettive di crescita sono tuttavia limitate e di conseguenza i profitti realizzati dovranno essere investiti in altre tipologie di prodotti.

❖ **Dog** (*quadrante in basso a sinistra*)

Con questo termine si vuole far riferimento alle attività che l'impresa dovrebbe dismettere. Le prospettive di crescita sono pressoché nulle e la quota di mercato ricoperta risulta essere piuttosto contenuta. Oltre che non assicurare profitti sufficienti, l'investimento in questi prodotti rischia di generare delle perdite.

1.2 La Diversificazione come strategia di portafoglio

1.2.1 Definizioni

Per diversificazione di portafoglio si intende l'investimento in più attività finanziarie con coefficienti di correlazione inferiori a 1 in valore assoluto al fine di ottenere una riduzione della rischiosità del rendimento di un portafoglio titoli. Come teorizzato da Caparrelli e Camerini (2004) è possibile distinguere tre configurazioni di diversificazione finanziaria⁹:

- Diversificazione semplice: attraverso questo tipo di diversificazione l'investitore non professionale, nella composizione del proprio portafoglio, si affida ad un terzo intermediario specializzato. Tale gestione consente al "piccolo" investitore di accedere a mercati ed attività che per le loro caratteristiche sarebbero consigliate ai soli "grandi" risparmiatori.
- Diversificazione temporale: è la composizione di un portafoglio di lungo termine con una consistente quota di titoli azionari. In questo caso ci si basa sul presupposto che le azioni, nel lungo termine, siano meno rischiose. I rendimenti più elevati compensano quelli meno elevati e la probabilità di incidere sul capitale investito diminuisce. Questo tipo di diversificazione opera solo nel caso in cui sia valida l'ipotesi secondo la quale la distribuzione dei rendimenti è indipendente e identica.
- Diversificazione internazionale: è la composizione di un portafoglio di investimento con titoli, sia azionari che obbligazionari, emessi da imprese e istituzioni in aree geografiche differenti fra loro. Diversi studiosi hanno dimostrato che la variazione dei corsi azionari di più paesi ha un indice di

⁹ CAPARRELLI F. CAMERINI C. (2004), *Guida all'Asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica*. Bancaria Editrice

correlazione molto basso e che investire in più mercati riduce il rischio in misura significativa (Solnik, 1974).

1.2.2 I motivi della diversificazione di portafoglio

“Risk is one word, but not one number”

Harry Kat

La riduzione del rischio complessivo è senza dubbio la spinta principale alla diversificazione di portafoglio. In termini finanziari il rischio di un titolo è associato alla sua volatilità, ovvero alla frequenza e all'entità dello scostamento del valore del titolo stesso dal suo valore atteso. La volatilità dipende tuttavia da due componenti che rappresentano due differenti categorie di rischio¹⁰:

- Rischio specifico (σ)
- Rischio sistematico (β)

Le oscillazioni del valore di un asset dovute al rischio sistematico non dipendono dalle sue caratteristiche intrinseche bensì sono la diretta conseguenza di oscillazioni che coinvolgono l'intero mercato di cui esso fa parte. Questa categoria di rischio tende perciò a persistere a livello di portafoglio nonostante un'efficiente diversificazione.

Al contrario il rischio specifico, tipicamente misurato attraverso la deviazione standard, è una conseguenza degli elementi fondamentali che caratterizzano il titolo in questione, quali ad esempio l'incertezza sui rendimenti o sulla sua solvibilità e liquidità ecc.. Come risulta perciò facilmente intuibile questa è esattamente la componente di rischio che una strategia di diversificazione di portafoglio mira a rendere ininfluente.

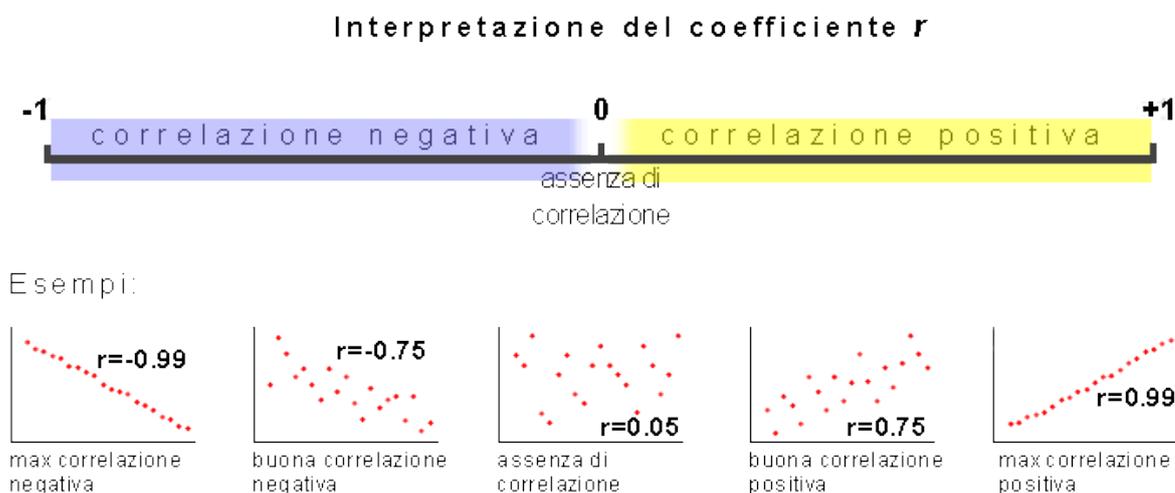
¹⁰ BREALEY R.A. MYERS S.C. ALLEN F. SANDRI S. (2014), *Principi di Finanza Aziendale*, VII edizione. McGraw-Hill Education.

Fondamentale in questo caso è l'analisi del coefficiente di correlazione (ρ), uno strumento matematico-statistico generalmente utilizzato per misurare la tendenza di una variabile a modificare il proprio andamento al modificarsi dell'andamento di una seconda variabile.

Il coefficiente di correlazione tra due titoli può assumere qualsiasi valore compreso nell'intervallo $(-1;1)$ e può rappresentare nello specifico tre situazioni estreme in corrispondenza di altrettanti valori:

- 1, nel caso in cui la correlazione sia perfetta e positiva: all'aumentare del rendimento del primo titolo, aumenta anche quello del secondo;
- -1, nel caso in cui la correlazione sia perfetta e negativa: all'aumentare del rendimento del primo titolo, diminuisce quello del secondo;
- 0, nel caso in cui la correlazione risulti assente: non vi è relazione tra i rendimenti dei due titoli.

Figura 1.3 – INTERPRETAZIONE DEL COEFFICIENTE DI CORRELAZIONE

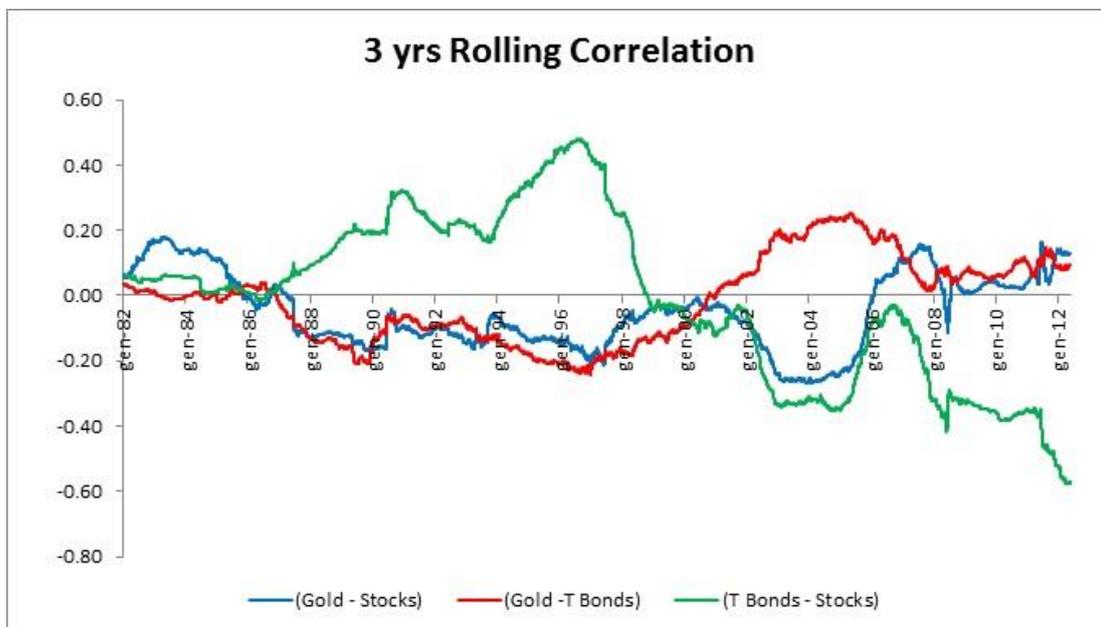


Fonte: www.quadernodiepidemiologia.it

La diversificazione di portafoglio fa leva sul fatto che i differenti asset non presentano quasi mai una correlazione perfetta tra di loro (ovvero non tendono a muoversi tutti insieme nella stessa direzione). Ciò sta a significare che nell'eventualità in cui un

investimento all'interno del proprio portafoglio generasse dei risultati inferiori a quelli attesi o addirittura negativi, la perdita potrebbe essere coperta dal rendimento di un altro investimento che risultasse superiore alle aspettative.

Figura 1.4 – CORRELAZIONE TRA ORO, AZIONI E BUONI DEL TESORO, 1982-2012



Fonte Dati: Bloomberg e Federal Reserve of St. Louis

Minore è la correlazione tra gli asset che lo compongono, minore sarà la volatilità di un determinato portafoglio di investimento. Generalmente, come indicato in Figura 1.3, per orizzonti temporali molto ampi valgono i seguenti principi guida:

- bond (con riferimento ai titoli di stato) e azioni hanno correlazione bassa se non negativa;
- azioni e oro tendono ad avere correlazione negativa in periodi di alta inflazione e tassi reali negativi.

L'importanza della diversificazione aumenta con l'aumentare dell'incertezza sui mercati e diminuisce con l'aumentare delle informazioni a disposizione dell'investitore.

1.2.3 Le tipologie di diversificazione di portafoglio

Come abbiamo visto al paragrafo 1.2.1, la diversificazione può avvenire principalmente su tre livelli¹¹: tra asset classes, tra paesi ed emittenti ed a livello temporale.

Il primo livello di diversificazione risulta fondamentale per la composizione di qualsiasi portafoglio il cui rischio non debba essere troppo elevato. È stato infatti dimostrato che titoli appartenenti alla medesima asset class tendono ad avere una correlazione piuttosto elevata e che quest'ultima in contesti di crisi tende anche ad aumentare. Possiamo distinguere tra asset classes principali o secondarie. Nella prima categoria troviamo le azioni (stocks), le obbligazioni (bonds) ed infine la liquidità (cash). Gli strumenti appartenenti alla seconda categoria sono invece tipicamente le commodities (oro e petrolio tra tutte), il settore immobiliare (real estate), i fondi speculativi (hedge funds) ed infine il private equity che consiste nell'investimento in società non quotate sui mercati regolamentati.

Volendo diversificare ulteriormente si passerà al secondo livello. In questa fase l'operatore non si limiterà a comporre il proprio portafoglio con titoli appartenenti a differenti asset classes bensì diversificherà anche sulla provenienza dei titoli stessi, includendone di appartenenti a diversi emittenti o addirittura ad emittenti collocati in diverse macroaree geografiche.

Il terzo ed ultimo livello riguarda invece la diversificazione temporale o time diversification. In questo caso l'investimento sarà effettuato mirando ad un obiettivo di lungo termine basandosi fondamentalmente sul dato di fatto secondo il quale titoli con una maturity più elevata presentano una deviazione standard e quindi tasso di volatilità più contenuti. Come vedremo al paragrafo successivo tuttavia questa

¹¹ CAPARRELLI F. CAMERINI C. (2004), *Guida all'Asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica*. Bancaria Editrice

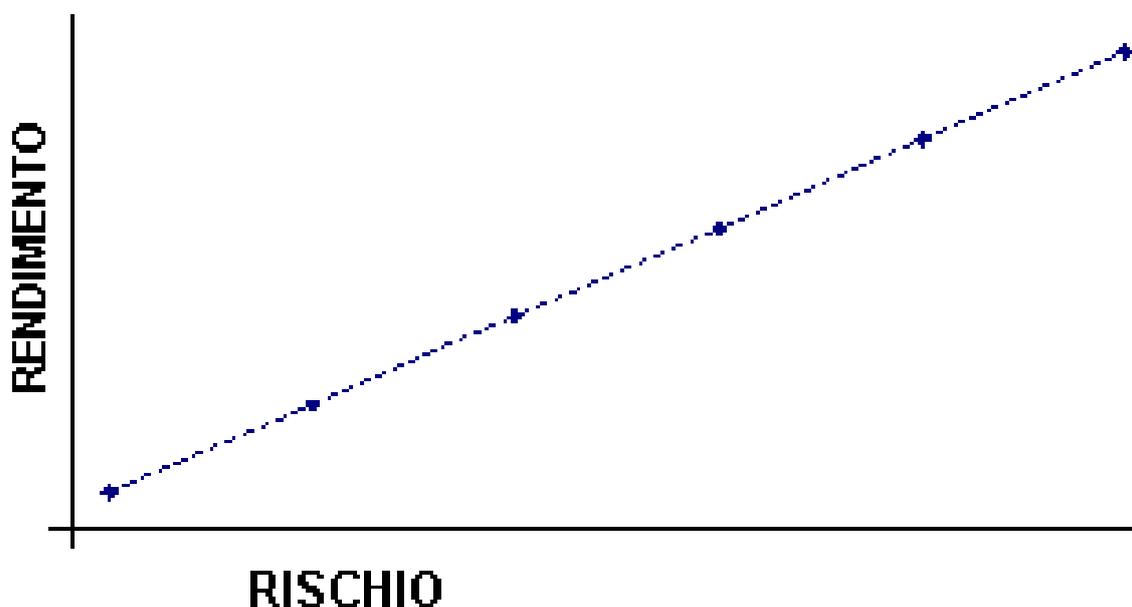
tipologia di diversificazione in particolari situazioni può anche generare degli svantaggi.

1.2.4 Vantaggi e svantaggi della diversificazione di portafoglio

Il principale vantaggio di un'efficiente diversificazione di portafoglio, come intuibile dalla lettura dei paragrafi precedenti, è perciò la riduzione del rischio complessivo di portafoglio attraverso la neutralizzazione, totale o parziale, del rischio specifico dei singoli assets oggetto di investimento.

In finanza tuttavia vige da sempre una regola di carattere generale secondo la quale rischio e rendimento sono legati da una relazione di proporzionalità diretta come illustrato in figura 1.5.

Figura 1.5 – GRAFICO RISCHIO RENDIMENTO



Fonte: www.investimenti-finanziari.it

Un portafoglio sicuro pertanto avrà un rendimento che, seppur meno incerto, risulterà minore rispetto a quello di un portafoglio più rischioso. Per questa ragione la diversificazione, in finanza come nell'economia reale, va contenuta entro un certo limite.

“Un’ampissima diversificazione serve solo agli investitori che non hanno idea di ciò che stanno facendo.”

Warren Buffett

Nel caso specifico di time diversification è stato già accennato come l’investimento sia riferito ad un periodo piuttosto lungo, che in media risulta essere di circa dieci anni. In questo contesto l’investitore si trova a correre un rischio principale e difficilmente remunerato a sufficienza dal mercato: il rischio di avere necessità di liquidità immediata e dover di conseguenza smobilizzare i propri fondi in un periodo inferiore alla duration degli stessi. Ovviamente, essendo la duration il tempo di recupero dell’investimento, l’uscita dal mercato da parte dell’investitore comporterebbe una perdita di capitale dovuta alla vendita forzata di determinati titoli ad un prezzo inferiore a quello di acquisto.

Capitolo II

2.1 Le Holdings

2.1.1 Cenni storici e tipologie di holding

Il termine inglese Holding nasce in Lussemburgo nel luglio del 1929 per descrivere una società tipicamente privata che detiene partecipazioni di altre società. Nei primi anni a partire dal '29 lo spiccato sviluppo di questa forma societaria fu legato soprattutto a due sue particolari caratteristiche quali la contenuta imposizione fiscale e la circolazione delle azioni al portatore. Il legislatore negli ultimi anni è tuttavia intervenuto, sia a livello nazionale che internazionale, con l'obiettivo di disciplinare i particolari privilegi derivanti dalle caratteristiche appena citate, soprattutto vincolando la concessione dei benefici fiscali a particolari condizioni da soddisfare. Nonostante ciò la struttura societaria ad holding continua a ricoprire un ruolo fondamentale nello scacchiere economico internazionale.

Attraverso gli interventi legislativi e con il consolidamento di questa struttura durante gli anni si è giunti a poter condurre una principale distinzione tra modelli di holding concentrandosi sull'attività esercitata dalla società madre, possiamo perciò classificare due differenti tipologie di holding:

- Holding finanziaria di gestione, si intende una società il cui unico scopo è rappresentato dalla valorizzazione del patrimonio partecipativo da essa posseduto. La gestione delle partecipazioni è perciò la sola attività svolta dalla holding che attraverso tale procedimento tenta di creare un portafoglio, sufficientemente diversificato e redditizio, da offrire direttamente agli investitori sul mercato. Secondo questa configurazione non vi è pertanto alcun interesse da parte della società madre verso le attività operative svolte dalle partecipate ed è escluso ogni contributo diretto della holding nel processo di trasformazione dell'output che verrà interamente e indipendentemente gestito dalle singole imprese.

- Holding caposettore/capogruppo, si intende invece la società holding che unitamente alla valorizzazione delle partecipazioni esercita attività di direzione e coordinamento sulle imprese partecipate, con l'obiettivo di creare quante più possibili sinergie operative tra le attività concretamente svolte da ciascuna delle partecipate.

È inoltre possibile nel caso di holding capogruppo effettuare un'ulteriore distinzione tra holdings pure ed holdings miste. La prima categoria in questione prevede che la società capogruppo limiti la propria attività alla direzione ed al coordinamento dei vari business esercitati dalle società partecipate. Nel caso delle holdings miste è invece statutariamente contemplata, in aggiunta al caso precedente, la possibilità per il titolare delle partecipazioni di svolgere direttamente attività di carattere operativo riguardanti determinati settori produttivi, unitamente alla possibilità di occuparsi della fornitura alle società partecipate di determinati servizi quali ad esempio il marketing o la logistica.

È infine possibile effettuare un'ulteriore distinzione in ragione del soggetto titolare delle partecipazioni tra holdings societarie ed holdings personali. Mentre nel secondo caso le quote partecipative sono detenute da una persona fisica, nella prima tipologia sarà una società o un ente a detenere le partecipazioni.

2.1.2 Perché creare una holding

“Le holding rappresentano lo strumento funzionale a perpetuare la separazione giuridica tra imprese distinte, pur quando un soggetto acquisisca partecipazioni – anche maggioritarie o, addirittura, totalitarie – nelle stesse¹²”

(Dalla Verità, 2007)

Le ragioni che potrebbero portare alla creazione di una holding sono ovviamente molteplici e distinte tra loro, specialmente in riferimento alla singola tipologia societaria cui ci si voglia ispirare. Esiste tuttavia almeno una motivazione di fondo che accomuna tutte le holdings a prescindere dall'attività da esse svolta e dalla struttura (personale o societaria). Attraverso la creazione di una holding diviene possibile la condivisione pro quota, ovvero in misura proporzionale alla partecipazione, dei risultati economici derivanti dall'esercizio dell'attività dell'impresa partecipata, la quale manterrà comunque la propria autonomia giuridica e risulterà perciò separata dalle altre società partecipate non influenzandone l'attività e gli effetti economici.

La natura giuridica della holding comporta perciò un principale vantaggio economico che consiste nel poter cogliere al meglio i frutti della segmentazione dei rischi. Come abbiamo infatti visto in precedenza, la società madre, per effetto dell'esercizio della propria attività istituzionale, è in grado di disporre della propria quota di dividendi distribuiti dalle partecipate che abbiano conseguito risultati economici di esercizio positivi. Grazie tuttavia al principio di separazione patrimoniale, sancito e tutelato dalle legislazioni di quasi ogni paese sviluppato, qualora una o più partecipate conseguissero dei risultati negativi e quindi delle perdite, queste non produrrebbero alcun effetto sui business esercitati dalle altre partecipate e non andrebbero ad

¹² DALLA VERITÀ G. M. (2007), *Le società holding nell'Unione Europea: Teoria e prassi*. Ipsoa.

intaccare il patrimonio della holding, essendo naturalmente escluso il caso in cui la partecipazione da questa detenuta comporti una responsabilità illimitata.

Quanto finora esposto è certamente valido nel caso di holding finanziarie ma l'equilibrio fin qui tracciato inizia a vacillare quando si contempi il caso in cui la società madre eserciti attività di direzione e coordinamento sulle partecipate, ovvero nel caso di holding capogruppo/caposettore. In questo contesto però il maggior rischio di impresa risulta spesso compensato da una maggiore redditività del gruppo nel suo complesso grazie alla creazione di particolari sinergie in grado di valorizzare maggiormente le singole attività delle società partecipate. Come vedremo in seguito l'ultima ipotesi viene spesso apprezzata in misura maggiore dal mercato e quindi dagli investitori.

Al paragrafo 1.1.5 si è parlato della diversificazione conglomerale e si è visto come nell'adottare tale strategia l'impresa si affacci su nuovi business che nulla hanno a che vedere con quello di origine. Spesso una elevata diversificazione di tipo conglomerale porta alla formazione di holdings. Non è raro infatti che l'impresa diversificata si trovi in una condizione in cui le singole business unit, pur essendo efficienti, comportino degli elevati costi di gestione per l'unità centrale, costi che risulterebbero ridotti se tutte le funzioni necessarie venissero trasferite all'interno delle business unit stesse. È perciò abbastanza frequente che la direzione trovandosi in circostanze simili a quelle appena descritte opti per la concessione dell'autonomia giuridica alle singole unità allineandosi con una situazione di fatto in cui queste ultime già godevano di autonomia patrimoniale.

2.1.3 L'esercizio dell'attività di una holding

Come già accennato nei paragrafi precedenti, le holdings svolgono la propria attività servendosi dello strumento principale di cui dispongono: le partecipazioni. Dalla partecipazione in una società terza derivano due categorie di diritti in capo alla società madre: i diritti di carattere economico e quelli di carattere amministrativo. Alla prima categoria di diritti, definibili anche patrimoniali, è legata soprattutto l'attività di percezione dei dividendi da distribuire ai propri soci o da collocare nel patrimonio delle altre partecipate ai fini di una maggiore valorizzazione dell'intero gruppo. È inoltre possibile che in un contesto in cui le quote detenute dalla holding eccedano la quantità necessaria a garantire il controllo dell'impresa, si decida di collocare sul mercato parte delle quote stesse con l'obiettivo di ottenere un profitto derivante dal loro maggior valore al momento della vendita rispetto a quello di acquisto.

L'attività legata alla gestione dei diritti di carattere amministrativo risulta essere di carattere leggermente più complesso. Il diritto amministrativo per eccellenza è il diritto di voto, esercitandolo nelle assemblee delle partecipate, la holding fa in modo di determinare o comunque contribuire all'adozione di decisioni che risultino funzionali agli interessi, patrimoniali e non, dei propri soci. Può inoltre capitare che la società madre goda di particolari diritti amministrativi quali ad esempio i diritti di opzione o di prelazione. Spesso in queste situazioni non è tanto l'esercizio di tali diritti a caratterizzarne la funzionalità bensì la compravendita degli stessi con lo scopo di mantenere o ristabilire determinati equilibri che contribuiscano al rafforzamento della posizione di influenza e controllo. Tutte le alternative finora citate non costituiscono tuttavia politiche separate ed indipendenti. È infatti frequente che i vari piani si intreccino e concorrano tutti insieme alla realizzazione di un unico obiettivo che spesso coinvolge una o più delle altre società facenti parte del gruppo. Può ad esempio accadere che il voto sia esercitato al fine di favorire la collaborazione commerciale tra due partecipate.

Fin qui nulla sarebbe sorprendente, ma cosa accadrebbe nel caso in cui in una delle due società la holding vantasse una maggiore quota partecipativa e di conseguenza un diritto alla distribuzione di una quantità maggiore di utili? Al verificarsi di questa condizione si potrebbe chiaramente affermare che l'operazione di partnership commerciale guidata dalla holding avrebbe l'obiettivo principale di assicurarsi una maggior quota dei profitti totali generati dalle due società.

Non si è finora fatto riferimento ad una particolare categoria di diritto di voto che tuttavia risulta essere il principale strumento di influenza della holding nei processi decisionali della partecipata: il voto sull'elezione degli organi societari. Non è un caso che il legislatore di quasi ogni stato abbia dedicato una particolare attenzione a questo tema. La scelta degli organi amministrativi delle società partecipate può infatti determinare una situazione di controllo molto forte da parte della holding, situazione che a sua volta potrebbe essere causa di uno dei rischi principali in tema di gruppi societari. Il rischio in questione è rappresentato dalla possibilità che l'attività della partecipata venga completamente dirottata non nell'interesse della stessa ma nell'interesse di terze parti, generando senza dubbio un danno in capo ai propri soci. Generalmente gli interventi legislativi in questo campo tendono a garantire una maggiore trasparenza e quindi informazione dei soci di minoranza affinché questi possano prendere i dovuti accorgimenti in tempi ragionevoli.

2.1.4 Holding e leadership di costo: creazione del valore

Il concetto di valore è spesso accostato alla realtà economica aziendale. Il valore creato da un'impresa è frequentemente misurabile in termini di vantaggio competitivo. Come spiegato da Fontana e Caroli: "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 che si traduce in una redditività stabilmente maggiore a quella media dei competitori"¹³. Questa condizione può derivare da due differenti elementi chiave, entrambi caratterizzanti l'operato ed il prodotto finale dell'impresa:

- La capacità di mettere in commercio un bene o servizio che generi presso il cliente un grado di soddisfazione pari a quello generato dai beni delle concorrenti sostenendo un costo complessivo inferiore rispetto a quello sostenuto da queste ultime;
- La capacità di dotare il proprio prodotto di determinate caratteristiche che, oltre a distinguerlo dai prodotti concorrenti, siano riconosciute dalla clientela che sarà perciò disposta a pagare un prezzo più elevato.

Ai fini della nostra analisi ci concentreremo sul primo dei due elementi appena descritti. La strategia attraverso la quale raggiungere una condizione di vantaggio competitivo di primo tipo è detta leadership di costo. È infatti nel perseguire l'obiettivo di questo tipo di strategia che la scelta riguardante la forma giuridica di una società può rivestire un ruolo di una certa importanza. La struttura a holding in particolare risulta essere efficace nella riduzione dei costi di transazione contrattuale. La formazione di un sistema organico proceduralizzato permette infatti alle imprese facenti parte di un gruppo societario di ottenere dei benefici sul piano dei costi derivanti ad esempio da asimmetrie informative o da problemi legati a contratti di agenzia.

¹³ FONTANA F. CAROLI M. (2013), *Economia e gestione delle imprese*, IV edizione. McGraw-Hill.

L'alternativa di cui le singole imprese potrebbero disporre consisterebbe nella creazione di un sistema regolato e disciplinato attraverso numerose tipologie contrattuali differenti tra loro. Come tuttavia facilmente intuibile, all'aumentare del numero e delle differenze, ad esempio di carattere geografico, tra le singole imprese, si assisterebbe ad un aumento proporzionale dei costi di transazione da sostenere. Il contesto finora descritto prevede tuttavia che tra le imprese in questione vi siano dei legami numerosi e ripetuti nel tempo. Qualora questa condizione non fosse soddisfatta, i costi relativi alla conclusione di singoli contratti risulterebbero inferiori a quelli di mantenimento e gestione della struttura a holding, la cui esistenza genererebbe pertanto non più un vantaggio competitivo bensì una condizione di inefficienza.

Ai fini dello studio dei legami appena citati e delle pressioni in essere sulle singole imprese risulta spesso utile il modello delle cinque forze competitive elaborato da Porter. Le forze in questione sono:

- L'intensità della concorrenza tra le imprese presenti nel settore
- La minaccia di nuovi entranti
- La concorrenza dei prodotti o dei servizi sostitutivi
- Il potere contrattuale dei fornitori
- Il potere contrattuale dei concorrenti

A seconda dell'interazione delle varie forze tra loro e sul settore risulterà più o meno conveniente la creazione di una struttura ad holding per ottenere dei vantaggi non solo derivanti dalla riduzione dei costi ma anche dalla possibilità di ricoprire una più elevata quota di mercato e rivestire così una posizione dominante in grado di neutralizzare parte delle forze negative, sfruttando così l'opportunità di creare maggior valore e raggiungere un maggiore vantaggio competitivo.

2.1.5 Il valore di una holding: misurazione

Nel valutare un gruppo di imprese un soggetto ha a disposizione tre tecniche principali, ognuna adattabile meglio a determinate tipologie di holding:

- Il bilancio consolidato;
- Il metodo “a cascata”;
- Il metodo analitico.

Il primo strumento, il bilancio consolidato, ha recentemente conosciuto una maggiore diffusione specialmente in Italia grazie anche all'introduzione del bilancio di gruppo obbligatorio. La valutazione del capitale economico attraverso questa tecnica risulta tuttavia poco efficace ed è per questa ragione che spesso viene utilizzato il metodo “a cascata”.

L'utilizzo della tecnica appena citata prevede che l'intero gruppo venga concepito come un aggregato di aziende e che il capitale economico sia stimato analiticamente come valutazione delle partecipazioni, dirette o indirette, possedute. Il metodo “a cascata” è particolarmente adatto a gruppi in cui le singole partecipate presentano redditività difformi o svolgono attività non omogenee tra loro, l'impiego di questo metodo è inoltre frequente in contesti in cui la quota partecipativa della holding nelle singole imprese tende a subire ripetute variazioni. La prima operazione che viene in questo caso effettuata riguarda la valutazione separata dei capitali delle singole aziende, una volta conclusasi la prima fase, il valore di ogni azienda, in proporzione alla quota di partecipazione, viene sommato al valore economico della partecipante secondo un procedimento che perciò si articola dal basso verso l'alto fino a giungere alla valutazione dell'intero gruppo.

Nello specifico il valore economico della holding è ottenuto come segue:

$$Wh = \frac{Rh}{iwh} + x\% \frac{Rp}{iwp}$$

Dove:

W_h = valore del capitale economico della holding

R_h = reddito medio normale atteso della holding di gruppo

i_{wh} = tasso di congrua remunerazione riferito al capitale della holding

$x\%$ = percentuale che esprime la quota di possesso del capitale della società partecipata da parte della holding

R_p = reddito medio normale atteso di pertinenza della società controllata

i_{wp} = tasso di congrua remunerazione del capitale investito della società controllata

Sia la tecnica del metodo “a cascata” che quella del bilancio consolidato presentano dei vantaggi e degli svantaggi. La scelta della tecnica da adoperare dipende pertanto dalle caratteristiche intrinseche del gruppo soggetto di valutazione. Per le holding finanziarie è ad esempio preferibile il metodo “a cascata” mentre nel caso di valutazione di holding capogruppo/caposettore risulterà più efficace il bilancio consolidato.

Vi sono tuttavia delle situazioni in cui la scelta tra le due tecniche non è così semplice come finora descritto, o meglio, qualsiasi sia la soluzione scelta non porterebbe comunque ad un’analisi pienamente efficiente. È al verificarsi di tale condizione che il soggetto valutatore potrà optare per l’utilizzo del metodo misto che, grazie ad alcune particolari caratteristiche, sfrutta ed offre i vantaggi ottenuti da entrambe le tecniche. Mentre per quando concerne il metodo “a cascata” si è parlato di procedimento dal basso verso l’alto, nell’espone il metodo misto si seguirà una logica inversa, ovvero dall’alto verso il basso. La prima fase prevede qui che venga condotta una stima del capitale economico dell’intero gruppo, successivamente si procederà a sottrarre al valore appena ottenuto le quote dei capitali economici delle partecipate di pertinenza degli azionisti di minoranza, verrà infine sommato al tutto il valore economico delle partecipazioni di minoranza in capo alla holding.

Analiticamente questo metodo può essere rappresentato mediante la seguente formula:

$$W_h = W_{\text{Entity}} - \sum_{j=1}^n \%_j W_{\text{p.cons.j}} + \sum_{s=1}^m \%_s W_{\text{p.coll.s}}$$

Dove:

W_h = valore del capitale economico di gruppo di pertinenza della holding;

W_{Entity} = valore del capitale economico di gruppo nel suo complesso;

$\%_j$ = percentuale di capitale posseduta dalla holding nella j-esima delle n aziende controllate del gruppo nella quale sono presenti azionisti di minoranza;

$W_{\text{p.cons.j}}$ = valore del capitale economico della j-esima delle n aziende controllate (consolidate) del gruppo nella quale sono presenti azionisti di minoranza;

$\%_s$ = percentuale di capitale posseduta dalla holding nella s-esima delle m aziende collegate o partecipate;

$W_{\text{p.coll.s}}$ = valore del capitale economico della s-esima delle m aziende collegate del gruppo o partecipate.

2.2 La gestione di un portafoglio di investimenti

2.2.1 Tipologie di mercato mobiliare e concetto di indice di mercato

Al fine di analizzare i principi cardine riguardanti la gestione di portafoglio, è utile specificare quale sia il principale mezzo attraverso cui costruire e modificare un determinato portafoglio: il mercato mobiliare.

“Un mercato è un luogo, reale o virtuale, caratterizzato da strumenti, operatori e regole in base alle quali sono emesse o scambiate attività finanziarie”¹⁴.

La natura delle attività negoziate è caratteristica fondamentale del mercato di riferimento e in base ad essa può essere condotta la classificazione principale riguardante le varie tipologie di mercato.

Si parla nello specifico di mercato monetario in riferimento al luogo dove si realizza il trasferimento di fondi a breve termine da soggetti in surplus (condizione che sta ad indicare un'eccedenza di fondi disponibili) a soggetti in deficit (condizione opposta alla precedente).

Come noto, sia le imprese che lo Stato hanno la facoltà di indebitarsi emettendo obbligazioni, ovvero titoli di debito a medio-lungo termine. Una volta stabilita l'entità dell'indebitamento ed alcune sue peculiari caratteristiche, quali ad esempio gli interessi da corrispondere e le condizioni di rimborso, i soggetti emittenti provvederanno a far collocare i titoli risultanti sul mercato obbligazionario, dove successivamente potranno anche essere negoziati fino alla loro scadenza.

Unitamente al mercato obbligazionario, il mercato azionario compone il mercato dei capitali. I fondi in circolazione sul mercato azionario sono definiti capitale di rischio¹⁵. Il soggetto che investirà i propri fondi in azioni, legherà infatti più di ogni altro il destino delle proprie finanze a quello dell'impresa emittente. Tale conseguenza deriva direttamente dalla natura delle azioni stesse. Esse rappresentano infatti titoli di

¹⁴ www.borsaitaliana.it

¹⁵ FERRARA F. CORSI F. (2011), *Gli imprenditori e le società*. XV edizione. Giuffrè Editore

partecipazione al capitale sociale dell'impresa emittente ed il loro rimborso in caso di insolvenza potrà avvenire soltanto una volta soddisfatti tutti i creditori.

Uno strumento la cui conoscenza risulta inoltre essenziale per la comprensione di questo elaborato e nello specifico del capitolo terzo è l'indice di mercato (o benchmark). Un indice di mercato rappresenta il valore composto di un gruppo di titoli negoziati in un mercato secondario. Possiamo descriverlo come un parametro grazie al quale è possibile riassumere ed indicare sinteticamente l'andamento di un gruppo più o meno esteso di titoli. Questo strumento trova la sua maggiore applicazione sui mercati azionari. In base al metodo di ponderazione delle azioni incluse nel paniere considerato, possiamo classificare tre distinte categorie di indici:¹⁶

- *equally-weighted*: in questo caso ad ogni titolo incluso nell'indice è associato il medesimo fattore di ponderazione
- *price-weighted*: quando il fattore di ponderazione di ogni titolo è funzione del suo prezzo
- *value-weighted*: quando il peso di ciascun titolo è proporzionale alla sua capitalizzazione di Borsa

L'importanza legata ai benchmark non deriva esclusivamente dal loro utilizzo come strumenti di informazione sull'andamento dei mercati. Essi rappresentano infatti anche la base per la costruzione di derivati quali ad esempio i futures e le opzioni e di strumenti di gestione passiva quali gli Exchange Traded Fund (ETF).

¹⁶SAUNDERS A. MILLON CORNETT M. ANOLLI M. ALEMANNI B. (2010), *Economia degli intermediari finanziari*. III edizione. McGraw-Hill

2.2.2 La gestione passiva

L'attività di asset allocation consiste nel prendere decisioni riguardanti la composizione di un portafoglio mediante l'investimento di somme di denaro in strumenti finanziari, i principali dei quali vengono negoziati sui mercati descritti al paragrafo precedente.

La letteratura finanziaria negli anni ha individuato molteplici forme di gestione del portafoglio. Una distinzione fondamentale può essere condotta tra gestione attiva e gestione passiva, la fantasia e l'estro dei gestori tuttavia ha portato all'individuazione di varie forme dell'uno o dell'altro tipo ma anche di forme combinate.

La gestione passiva è caratteristica di operatori che fondano il proprio lavoro sul presupposto secondo cui il mercato è efficiente seppur non in modo perfetto. L'obiettivo di fondo in questo contesto consiste nel replicare esattamente un indice di mercato o comunque avviare un'attività di investimento a medio-lungo termine in modo da minimizzare i costi legati alla gestione dell'investimento stesso ed alle eventuali transazioni occasionali ma anche quelli relativi all'imposizione fiscale sui capital gain (guadagni ottenuti grazie all'esercizio di attività di trading).

L'ipotesi di base di mercato efficiente prevede che il prezzo di mercato di un titolo ne rifletta esattamente tutte le informazioni disponibili e che sia perciò impossibile o quasi concretizzare l'attività che in gergo viene definita "battere il mercato", ovvero riuscire a realizzare una performance che garantisca profitti maggiori di quelli garantiti dal mercato nel suo complesso investendo i propri fondi in titoli sotto o sopravvalutati. Questa strategia di gestione inoltre tende a minimizzare il danno derivante dal rapporto di agenzia (si veda il paragrafo 1.1.3) che necessariamente si instaura tra l'investitore privato ed il soggetto intermediario e pone le sue radici nell'esistenza di asimmetrie informative tra le due parti appena citate ma anche tra le parti stesse ed il mercato nel suo complesso.

Il primo step che un operatore finanziario si trova ad affrontare nell'avviare un'attività di gestione passiva di portafoglio riguarda la riproduzione esatta di un determinato indice di mercato, cercando di rispettare il più possibile la similarità riguardante i pesi dei singoli strumenti finanziari. L'ipotesi di mercato efficiente comporta che qualsiasi costo di gestione o transazione sia ritenuto superfluo in quanto, come già visto, la possibilità di individuare strumenti che permettano un maggiore guadagno risulta nulla. Per fare un breve esempio considereremo un portafoglio gestito passivamente che replica un indice composto da 10 titoli ognuno dei quali con una percentuale del 10%. In questo caso l'operatore acquisterà sul mercato esattamente gli stessi titoli e nella stessa percentuale. Sarà esclusa ogni attività di trading ad esclusione di quelle volte a mantenere la corrispondenza tra il portafoglio e l'indice, derivanti perciò non da iniziative intraprese dal gestore bensì da cambiamenti "a monte" nella composizione dell'indice, ad esempio dovuti a casi di fusione o scissione tra società. Il rispetto dell'esatta proporzione tuttavia rappresenta anche un limite di questo tipo di gestione, spesso infatti affinché ciò avvenga è necessario disporre di elevate somme da investire a causa della non infinita divisibilità degli strumenti finanziari.

Possiamo a questo punto introdurre una distinzione tra tre tipologie di gestione passiva, ovvero:¹⁷

- Buy & Hold;
- Constant Mix;
- Constant Proportion.

La prima strategia indicata è quella che più rispetta quanto finora descritto. Il portafoglio infatti una volta composto non verrà più modificato a meno che non venga modificato l'indice sottostante. Si parla in questo caso anche di portafoglio "non gestito". In questo caso i guadagni potenziali risultano illimitati mentre il capitale

¹⁷ LINGUANTI E. BERTELLI R. (2008), *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*. Franco Angeli

investito non potrà mai essere depauperato al punto da scendere al di sotto di quanto investito in attività prive di rischio.

Al contrario della strategia appena descritta, la Constant Mix prevede che vi sia un intervento periodico dell'operatore sulla composizione del portafoglio. Questo tipo di gestione considera il fatto che le oscillazioni dei prezzi dei titoli conducono inevitabilmente ad un'alterazione della composizione del portafoglio, alterando così anche l'originale livello di rischio. Compito dell'operatore è quello di riportare periodicamente la proporzione dei titoli alla condizione iniziale attraverso operazioni di acquisto o vendita di strumenti finanziari. La discrezionalità del gestore tuttavia incontra un limite nella periodicità degli interventi che perciò dovranno essere effettuati in momenti prestabiliti. I guadagni potenziali anche in questo caso risultano illimitati ma la perdita massima teorica possibile include l'eventualità che tutto il patrimonio investito vada eroso.

La Constant-Proportion Portfolio Insurance è una tecnica proposta da Black-Jones e Perold-Sharpe rispettivamente nel 1987 e 1988. Il portafoglio è qui composto sia da titoli di natura rischiosa (azioni) che da strumenti per definizione meno volatili (obbligazioni). Il ribilanciamento della composizione in questo caso risulta continuo, tuttavia la discrezionalità del gestore è pressoché nulla in quanto le operazioni di compravendita sono essenzialmente guidate da algoritmi matematici. Il principio di base prevede che la composizione del portafoglio vari al variare delle condizioni del mercato, nello specifico quando il mercato si troverà in fasi di crescita il portafoglio si "caricherà" di azioni per sfruttare al massimo i potenziali rendimenti, al contrario in fasi di declino del mercato compito dell'operatore sarà quello di vendere titoli azionari ed acquistarne di obbligazionari. Viene inoltre stabilito un livello massimo di volatilità. Non è possibile definire una delle tre strategie appena descritte come "la migliore". La loro efficienza è infatti indissolubilmente legata alla condizione in cui si trova il mercato al momento dell'investimento, rendendo l'una o l'altra strategia preferibile a seconda del contesto in cui ci si trova ad operare.

2.2.3 La gestione attiva

In questo paragrafo ci concentreremo sulla gestione attiva di portafoglio. La gestione attiva, come intuibile, è caratteristica degli operatori finanziari che rifiutano l'ipotesi di efficienza del mercato¹⁸. È perciò ritenuto possibile che il prezzo dei titoli non rispecchi perfettamente tutte le informazioni disponibili sui titoli stessi e che di conseguenza esistano e siano negoziati strumenti finanziari sotto o sopravvalutati. In questo contesto è quindi contemplata la possibilità di realizzare guadagni superiori a quelli offerti dal mercato nel suo complesso e, data per ipotesi la breve durata del disallineamento tra prezzo e valore effettivo dei titoli, le transazioni sono frequenti ed arbitrarie. L'obiettivo secondo questo tipo di gestione diviene pertanto non più la riproduzione di un determinato benchmark bensì l'ottenimento di performance migliori rispetto a quelle offerte dallo stesso. Il fatto che il risultato appena descritto sia possibile, fa sì che, contrariamente a quanto visto nel paragrafo precedente, abbia senso assumersi un rischio maggiore rispetto a quello dell'indice di riferimento.

Nel parlare di gestione attiva non si può inoltre omettere una breve descrizione dei soggetti professionali coinvolti. Al paragrafo 2.2.2 si è fatto riferimento a operatori o gestori del portafoglio che, seppur effettuando un ammontare di transazioni più o meno modesto, non godevano di particolare autonomia decisionale. Introduremo ora un'altra figura di importanza fondamentale: l'analista finanziario. Abbiamo appena visto come dietro la presenza di titoli il cui valore effettivo differisce dal prezzo di mercato si celino possibilità anche notevoli di ottenere dei capital gains. Il fatto che il prezzo non sia un indicatore totalmente affidabile rende tuttavia necessaria un'attività finalizzata all'individuazione del reale valore degli strumenti finanziari in modo da evidenziare le divergenze prezzo-valore e di conseguenza realizzare profitti maggiori attraverso la compravendita degli strumenti analizzati. L'attività in questione è propria

¹⁸ LINGUANTI E. BERTELLI R. (2008), *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*. Franco Angeli

dell'analista finanziario, che riveste perciò il ruolo di "consigliere" per il gestore del fondo, indicando gli strumenti sui quali si pensa si possano realizzare dei guadagni.

Il gestore stesso, in caso di gestione attiva, gode di una particolare autonomia decisionale, nello specifico egli ha la possibilità di esercitare l'attività che viene definita di "market timing". Questa strategia prevede che sia riconosciuta una particolare rilevanza al momento in cui aprire o chiudere una determinata posizione. Un altro elemento cardine è rappresentato dalla previsione dell'andamento futuro del mercato, attività questa che risulta sempre a carico del gestore. Quest'ultimo dovrà infatti, affinché la propria strategia abbia successo, essere in grado di anticipare quale sarà l'andamento generale del mercato. In base alle proprie previsioni dovrà poi stabilire in piena autonomia la percentuale di ponderazione dei singoli strumenti all'interno del portafoglio, acquistando ad esempio titoli più rischiosi in fasi ascendenti del mercato, aumentando la volatilità e quindi anche il potenziale rendimento ma prevedendo anche quale sarà il momento di "inversione di tendenza". Giunto infatti tale momento sarà compito del gestore modificare nuovamente la composizione del portafoglio in modo da diminuire il più possibile le perdite derivanti da una fase di declino generale del mercato.

Un'alternativa strategica al market timing è rappresentata dallo stock picking o security selection. È questa la situazione in cui più che in ogni altra risulta fondamentale ai fini di una buona gestione l'attività esercitata dall'analista finanziario. La security selection prevede infatti che il gestore del portafoglio compia una selezione tra i vari strumenti, aumentando la percentuale di quelli che, a parità di rischio, si ritiene siano sottovalutati e diminuendo d'altro canto la percentuale di titoli sopravvalutati.

Abbiamo inoltre gestioni attive di stile "value" o "growth". La prima categoria prevede che il portafoglio sia composto da titoli emessi da imprese operanti in settori di successo e che garantiscono un elevato livello di dividendi annualmente distribuiti. Il rischio in questo contesto risulta piuttosto contenuto.

Una strategia di tipo value si basa invece sul principio secondo il quale il prezzo del titolo di un'impresa con un elevato potenziale di crescita, nonostante possa o meno rispecchiare la totalità delle informazioni disponibili in ogni istante, sarà comunque soggetto ad un elevato aumento nel breve o nel medio-lungo termine a seconda di quanto sia o meno contenuta la probabilità che il potenziale sopra citato si trasformi nell'immediato in una crescita concreta. Il portafogli verrà perciò "caricato" di strumenti finanziari legati al destino di imprese in fase di sviluppo. Il livello di rischio racchiuso in questo tipo di strategia è, come facilmente immaginabile, più elevato rispetto alla circostanza precedente.

Nel caso in cui il maggior rischio assunto rispetto ad un determinato benchmark genererà un maggiore rendimento, la gestione attiva si potrà ritenere efficiente e di successo.

È ovvio come una delle differenze fondamentali tra il contesto appena descritto e quello analizzato riguardo la gestione passiva risieda nella convinzione piuttosto forte che l'intuito e le capacità del gestore, nonché gli strumenti tecnologici a disposizione dello stesso conducano ad una maggiore probabilità di realizzare rendimenti elevati e superiori a quelli offerti dal mercato.

2.2.4 La Teoria del portafoglio di Harry Markowitz

Harry Markowitz è un economista statunitense, vincitore del premio Nobel per l'Economia nel 1990 insieme con William Sharpe e Merton Miller. La teoria del portafoglio fu elaborata e pubblicata da Markowitz nell'articolo "*Portfolio Selection*" pubblicato sul *Journal of Finance* nel 1952. Data tuttavia la sua elevata complessità, negli anni a seguire sono state e continuano ad essere sviluppate numerose estensioni e teorie alternative. Scopo della teoria è quello di giungere alla costruzione di un portafoglio efficiente, ovvero che, dato un certo rischio ritenuto "accettabile" dall'investitore, garantisca il massimo rendimento atteso. Si faccia caso al fatto che non si è parlato di rischio minimo bensì di rischio accettabile. Questa precisazione deriva dal fatto che non può esistere in economia finanziaria un portafoglio definibile ideale o perfetto per chiunque. Vi saranno piuttosto numerosi portafogli differenti tra loro in grado di associare un determinato rendimento atteso ad un determinato rischio. Tutto ciò deriva dal fatto che ogni soggetto, di fronte a prospettive incerte, presenta una propria personale predisposizione al rischio. Nello specifico possiamo distinguere tra soggetti¹⁹:

- Avversi al rischio: sarà ad esempio un soggetto che, di fronte a due lotterie che garantiscono il medesimo premio, sceglierà sempre quella meno rischiosa;
- Propensi al rischio: quando si verifichi una situazione contraria alla precedente;
- Neutrali al rischio: il soggetto qui resterà indifferente riguardo quale delle due lotterie scegliere.

L'esempio appena utilizzato della lotteria non è altro che una semplificazione del più complesso ed articolato concetto di utilità. La funzione di utilità di un soggetto descrive il grado di soddisfazione del soggetto stesso legato al raggiungimento di un

¹⁹ SAUNDERS A. MILLON CORNETT M. ANOLLI M. ALEMANNI B. (2010), *Economia degli intermediari finanziari*. III edizione. McGraw-Hill

determinato obiettivo remunerativo. La relazione tra rischio/rendimento ed utilità attesa è di seguito illustrata nelle figure 2.1; 2.2; 2.3.

Figura 2.1 - SOGGETTO AVVERSO AL RISCHIO *Figura 2.2 – SOGGETTO PROPENSO AL RISCHIO*

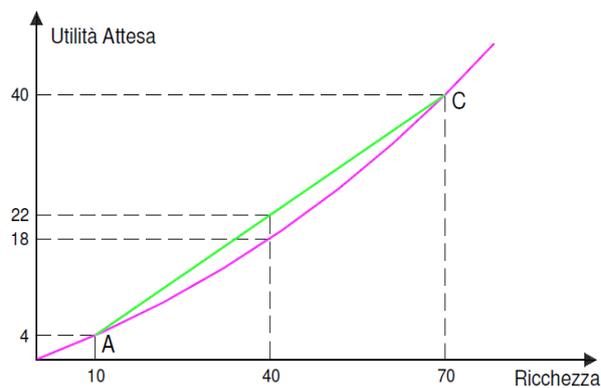
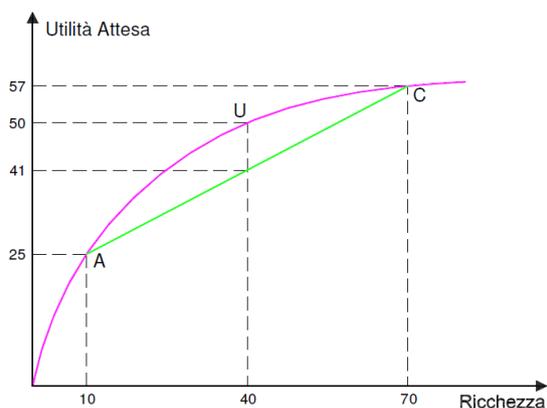
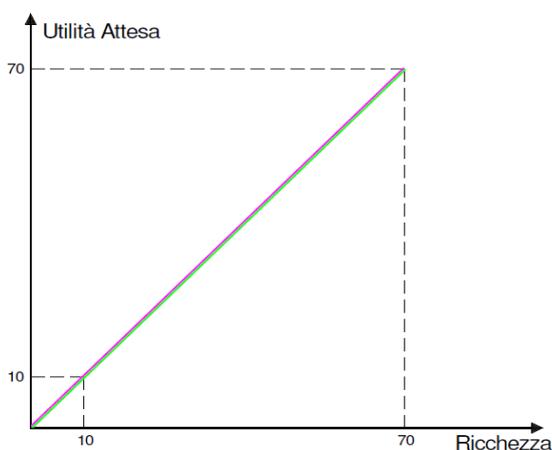


Figura 2.3 – SOGGETTO NEUTRALE AL RISCHIO



Fonte: www.igorvitale.org

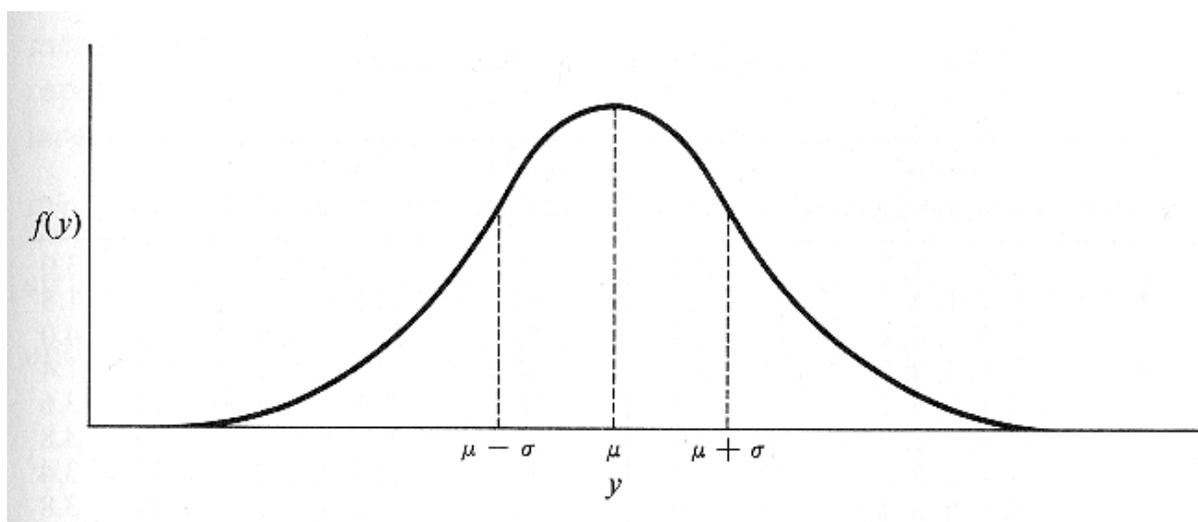
Le linee di colore verde sui grafici appena riportati rappresentano l'utilità attesa nel caso in cui il soggetto decidesse di partecipare alla lotteria mentre quelle di colore rosa rappresentano l'utilità attesa nel caso in cui il soggetto non partecipasse.

Un portafoglio efficiente per un soggetto propenso al rischio potrà perciò non risultare ugualmente efficiente per un soggetto avverso al rischio, in quanto la sua varianza sarà superiore a quella ritenuta accettabile dal soggetto stesso.

La teoria di Markowitz si concentra principalmente sui soggetti avversi al rischio ed è basata sul presupposto che, se riferiti a periodi di tempo contenuti, i tassi di rendimento passati di quasi la totalità delle azioni presenti sul mercato presentano una forma assimilabile ad una distribuzione normale (Figura 2.4).

Caratteristica principale della distribuzione normale è che può essere completamente descritta e definita utilizzando esclusivamente due numeri: il rendimento medio atteso e la varianza o scarto quadratico medio. Avremo così la possibilità di classificare ogni portafoglio di investimento in base a queste due variabili, fattore che ovviamente ne agevolerà anche il confronto

Figura 2.4 – ESEMPIO DI DISTRIBUZIONE NORMALE



Fonte: www.lorenzoazzalini.it

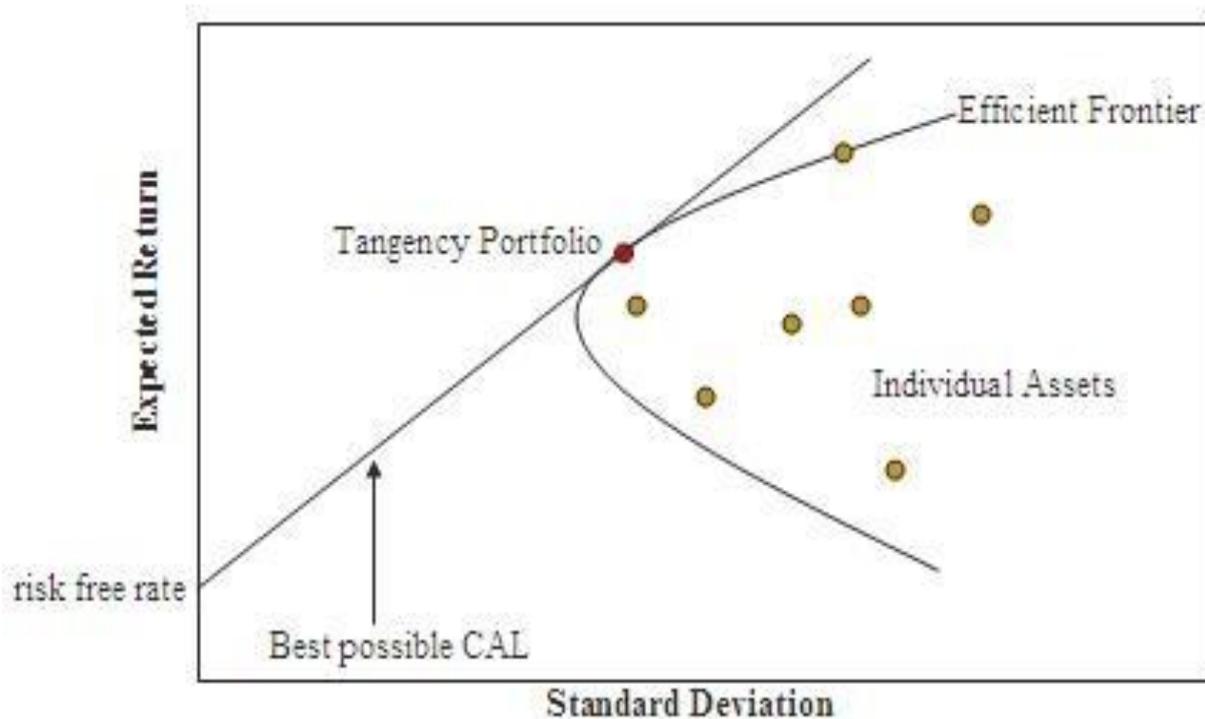
Si è già discusso al paragrafo 1.2.2 sul concetto di rischio specifico e rischio sistematico e sull'efficacia della diversificazione di portafoglio nella neutralizzazione degli stessi. Quanto allora detto altro non è che un'applicazione della Teoria del portafoglio e del principio secondo il quale, in un mercato imperfetto in cui i titoli non sono

perfettamente correlati, una buona diversificazione è un elemento fondamentale della costruzione di un buon portafoglio.

A conclusione del proprio elaborato Markowitz giunse a descrivere quella che chiamò “frontiera efficiente” e pose le basi per l’elaborazione del Capital Asset Pricing Model, un modello tutt’ oggi molto utilizzato in grado di mettere in relazione il tasso di rendimento atteso di un titolo o di un intero portafoglio con il rischio sistematico (β) del titolo stesso e con il tasso di interesse privo di rischio (per definizione il tasso remunerativo dei titoli di Stato).

Sulla frontiera efficiente (Figura 2.5) vengono collocate tutte le combinazioni di due o più titoli che soddisfano la condizione di massimizzazione del rendimento atteso ad un determinato livello di rischio (varianza).

Figura 2.5 – FRONTIERA EFFICIENTE E CML



Fonte: www.movimentolibertario.com

Il punto di tangenza (in rosso nella figura 2.5) tra la Capital Market Line, ottenuta tramite il modello del CAPM, e la frontiera efficiente rappresenta il miglior portafoglio

possibile offerto dal mercato. Il punto in giallo sulla frontiera è un esempio di portafoglio che, pur rispettando le condizioni di efficienza elaborate da Markowitz, non è reso disponibile dal mercato e pertanto non può essere costruito.

Capitolo III

3.1 Holdings e preferenze del mercato: il caso Finmeccanica

3.1.1 Cenni storici

La nascita della Società Finanziaria Meccanica Finmeccanica avviene nel 1948 grazie ad un'iniziativa dell'IRI volta a far confluire in un'unica struttura la gestione delle partecipazioni acquisite nei precedenti 15 anni dall'Istituto riguardanti l'industria meccanica e cantieristica italiana. La prima sfida che il gruppo deve affrontare risale al termine del secondo dopo guerra ed è legata alla riconversione ad uso civile di tutte quelle imprese che, impegnate per quasi la totalità della loro disponibilità nella soddisfazione di commesse belliche, oltre che risultare assolutamente inadeguate, presentavano ingenti danni causati dai vari bombardamenti nemici.

Le scelte amministrative intraprese dai vertici di Finmeccanica per ovviare al problema appena esposto puntavano soprattutto al potenziamento dei rami appartenenti alle varie imprese caratterizzati da un'elevata presenza sul mercato interno e, qualora ve ne fosse la possibilità, da un dignitoso posizionamento di mercato a livello internazionale. Furono anche presi provvedimenti volti a garantire una maggiore concentrazione delle produzioni simili, riducendo di conseguenza la quantità di unità produttive e tutelando maggiormente gli investimenti già effettuati. Le produzioni che infine non sembravano avere un futuro nei mercati nazionali ma anche internazionali furono soppresse.

L'ultima strategia citata, per quanto possa sembrare ovvia, fu in realtà caratterizzata da un cospicuo ammontare di complicazioni, legate per la maggior parte al riconoscimento dei cosiddetti "sunk cost"²⁰.

²⁰ I sunk cost sono costi che esprimono l'ammortamento dei vecchi investimenti. Come evidenziato da Panati e Golinelli: "in qualsiasi periodo successivo ad un dato investimento i costi da esso risultanti sono dovuti a decisioni passate. È molto importante, negli studi di convenienza economica, identificare questa categoria di costi". PANATI G. GOLINELLI G.M. (1991), *Tecnica economica industriale e commerciale*. La Nuova Italia Scientifica.

I costi appena descritti avevano infatti un grande peso all'interno della struttura di Finmeccanica e spesso ne condizionarono le decisioni. Un ulteriore problema che la dirigenza si trovò ad affrontare riguardava la percezione pubblica riguardo le inevitabili ripercussioni sociali scatenate da ogni scelta intrapresa, problema che però, principalmente durante gli anni '50, non sembrò ostacolare il cammino ormai avviato della trasformazione.

Il 1959 è un anno che segna un punto di svolta nella storia di Finmeccanica, l'Iri, da cui quest'ultima dipendeva, stabilì infatti di costituire una nuova Finanziaria dove far confluire l'intera attività cantieristica fino ad allora gestita da Finmeccanica, la Fincantieri. Al termine di tale operazione quella che ai tempi della sua costituzione era una società nata con lo scopo di gestire un intero comparto industriale che riversava in condizioni di profonda crisi, risultava essere una realtà con un fatturato più solido e quasi dimezzato da gestire, condizione che le permetteva di risultare maggiormente compatta ed omogenea.

Una nuova crisi tuttavia si scatenò nel 1964, facendo emergere quelle che erano le maggiori necessità, quali una più efficiente specializzazione ed un accrescimento delle dimensioni volti a perseguire un migliore sfruttamento delle economie di scala. Furono perciò cedute le aziende ferroviarie insieme con quelle elettroniche e con quelle che svolgevano attività ritenute marginale, al contrario il gruppo si impegnò per l'acquisizione di una serie di aziende operanti nel settore dell'elettromeccanica.

All'inizio degli anni '70 la struttura di Finmeccanica era dunque nuovamente mutata, prevedendo la presenza in un numero molto contenuto di settori seppur con dimensioni importanti ed ingenti investimenti in essere, sia finanziari che professionale, in ognuno di essi.²¹

La crisi economica mondiale del 1973, esplosa improvvisamente ed inaspettatamente, come facilmente intuibile, non lasciò intatto il gruppo italiano che dovette di

²¹ GATTI C. (2002), *Vita, crisi e ristrutturazione di un gruppo industriale pubblico. Il caso Finmeccanica*. Cedam.

conseguenza affrontare un nuovo periodo difficile. Furono in questa occasione cedute altre aziende quale ad esempio Alfa Romeo, ceduta al gruppo Fiat, si adottarono inoltre strategie non troppo dissimili da quella adottate negli anni '50 volte a migliorare la qualità del posizionamento strategico e di mercato in pochi determinati settori. Lo scenario economia risultava tuttavia profondamente mutato, circostanza che influenzò notevolmente l'entità delle cessioni avvenute.

Dopo circa quindici anni, nel 1987, il gruppo Finmeccanica includeva esclusivamente quattro società: le principali erano Ansaldo ed Aeritalia, per le quali erano state già in precedenza avviate strategie di sviluppo sia a livello nazionale che internazionale, facevano inoltre parte del Gruppo le due società VM ed ITM che tuttavia furono cedute successivamente.

La forte attività di Finmeccanica nel comparto Ricerca e Sviluppo evidenziava però la necessità di un accrescimento delle dimensioni al fine di distribuire meglio le ingenti spese collegate e conseguire così facendo delle economie di scala. Per di più un'estensione maggiore significava il raggiungimento della cosiddetta massa critica, ovvero una dimensione minima necessaria, per competere efficientemente sui mercati internazionali. Tornarono perciò a far parte del Gruppo Selenia-Elsag e SGS, entrambe aziende operanti nel settore dell'energia elettronica. Ulteriori interventi nello stesso periodo riguardarono il miglioramento progressivo della corrispondenza e dell'integrazione tra la struttura strategica e quella organizzativa del Gruppo e si concretizzarono in una serie di operazioni di acquisizione fusione e scissione tra le varie società, oltre che nella creazione di un innovativo complesso industriale dotato delle più avanzate tecnologie del tempo.

Il 1992 è decisamente un anno di svolta nella storia della società, segnando l'ingresso del Gruppo nel mercato azionario. L'operazione avvenne mediante una fusione con una delle società controllate, la SIFA, quotata in Borsa dal 1987, che successivamente cambiò la sua denominazione sociale in Finmeccanica S.p.A.²²

²² MIGLIETTA A. (1994), *La valutazione di convenienza alla quotazione in borsa*. Etas

3.1.2 La ristrutturazione del 1997

Il portafoglio di business gestito da Finmeccanica nel 1997 era il risultato dei processi che, avviati dagli anni '80, avevano condotto ad un consolidamento dell'impresa italiana nei settori di riferimento e ad un accrescimento della quota di mercato ricoperta dal Gruppo nello scenario internazionale. Gli ingenti investimenti effettuati per raggiungere questi obiettivi avevano però fatto sì che la redditività risultasse sempre inferiore rispetto all'ammontare totale dei costi. Dal 1997 al 2000 si assiste perciò ad una radicale ristrutturazione aziendale. Gli squilibri emersi già dal 1995 e giunti ad una situazione critica nel 1997 erano di carattere differente, e nello specifico²³:

- Strategico: derivante da una sempre più chiara non sostenibilità di alcuna strategia di crescita per un business così ampio;
- Organizzativo: causato da inefficienze diffuse sia a livello di procedure operative che di struttura societaria²⁴;
- Economico-finanziario: riguardante la già accennata situazione di perdita di esercizio e l'eccessivo livello di indebitamento.

²³ GATTI C. (2002), *Vita, crisi e ristrutturazione di un gruppo industriale pubblico. Il caso Finmeccanica*. Cedam.

²⁴ A tal proposito Gros-Pietro, presidente dell'IRI, nel maggio 1997 affermava che: "L'attuale struttura monolitica va cambiata; non esiste al mondo un solo esempio di una struttura produttiva nemmeno lontanamente paragonabile". GROS-PIETRO G.M., "Il futuro di Finmeccanica". *Il Sole 24 Ore* (maggio 1997).

Il “Piano di riassetto e di rilancio” sviluppato durante questi anni prevedeva interventi mirati al perseguimento di differenti obiettivi a seconda del contesto in cui si inquadravano le problematiche da risolvere:

- Strategico: attraverso una maggiore focalizzazione sul core business, la conclusione di joint venture con partner strategici ed una efficace dismissione delle attività marginali;
- Organizzativo: la trasformazione delle maggiori divisioni operative in società oltre che il perseguimento di una riorganizzazione interna;
- Economico-finanziario: una riduzione progressiva del livello di indebitamento ed un aumento del finanziamento tramite mezzi propri volti ad un generale recupero di redditività e a riportare in condizioni di equilibrio il capitale investito.

A partire dal 1995 si verificano dei contrasti tra IRI, azionista di maggioranza di Finmeccanica ed i vertici organizzativi di quest’ultima. Fonte principale di tali diverbi era il comportamento adottato dagli organi di governo del Gruppo che, con apparente cecità imprenditoriale, sembravano ostinati nel voler proseguire le politiche strategiche intraprese, ignorando totalmente i risultati negativi fino ad allora conseguiti. La situazione appena descritta portò alla sostituzione di molti tra gli organi principali, quali ad esempio il presidente, l’amministratore delegato, il direttore generale ed alcuni membri del consiglio di amministrazione, insieme con alcuni dei componenti del top management di molte tra le aziende facenti parte del Gruppo. I nuovi vertici avviarono immediatamente l’analisi e la valutazione delle criticità presenti, approvando successivamente il “Piano di riassetto e di rilancio” precedentemente descritto e due ulteriori provvedimenti fondamentali: l’aumento di capitale effettuato nel 1998 e la dismissione di Elsag Bailey Process Automation. Vennero inoltre avviate numerose trattative che nel ruolo di controparte vedevano i soggetti istituzionali (sindacati, banche) la cui interazione con il Gruppo risultava di notevole rilevanza strategica.

Tra il 1998 ed il 2000 infine, furono adottati numerosi provvedimenti atti al consolidamento della situazione economico-finanziaria, che si conclusero con l'Offerta Pubblica di Vendita del 40% dell'intero capitale sociale. Attraverso questa serie di misure il gruppo dal 1999 riprese a produrre degli utili. La situazione organizzativa non risultava tuttavia ancora perfettamente consolidata caratterizzata principalmente dall'assenza di omogeneità dei profitti delle varie realtà aziendali. I risultati ottenuti in campo economico permisero a Finmeccanica di disporre della solidità necessaria per avviare una serie di joint venture con molti dei colossi internazionali del comparto aerospaziale (GKN, Bell, GEC-Marconi, EADS, BAE Systems ecc.) e di conseguenza di giungere a ricoprire una posizione di tutto rispetto nello scacchiere economico internazionale.

Sempre nel 1999, il Gruppo segna il suo ingresso nel settore della microelettronica attraverso la fusione avvenuta con MEI²⁵ (Microelettronica italiana), società partecipata dall'IRI e dal ministero del tesoro che a sua volta possedeva una partecipazione par al 22% del capitale sociale di ST Microelectronics, la quale ricopriva a livello mondiale la posizione di leader nel settore dei semiconduttori. L'operazione descritta per di più aumentava la quota pubblica in Finmeccanica giunta all'83%.

²⁵ Finmeccanica, www.finmeccanica.com

3.1.3 Da società a Holding capogruppo pura: la privatizzazione del 2000

Al paragrafo 2.1.1 abbiamo analizzato le differenze esistenti tra le varie tipologie di holding e nello specifico tra holdings finanziarie ed holdings caposettore/capogruppo. Abbiamo inoltre parlato al paragrafo 2.1.2 dei metodi e delle spinte alla creazione di una holding, alcuni dei processi descritti in precedenza, interessarono il Gruppo Finmeccanica a partire dal 1999 fino ad arrivare al 2001. Le attività che prima facevano parte della società, organizzate fino ad allora come Divisioni, divennero società operative autonome (Elsag, Galileo Avionica, Meteor, OTO Melara, Ansaldo Breda, Alenia Aeronautica ed altre), godendo così di una maggiore libertà funzionale alle strategie di sviluppo internazionale intraprese in precedenza. In capo a Finmeccanica tuttavia, rimasero, oltre che le quote di partecipazione di maggioranza nelle singole società, le funzioni di indirizzo e coordinamento strategico dell'intero Gruppo. Finmeccanica era perciò divenuta una holding caposettore/capogruppo.

La fusione con MEI descritta al paragrafo precedente faceva inoltre parte di un ulteriore progetto che prevedeva una ricapitalizzazione della Holding volta ad assicurare le risorse necessarie per il raggiungimento degli obiettivi di alleanza nel quadro internazionale e specificatamente europeo stabiliti qualche anno prima.

Un accordo siglato nel 1993 tra l'allora Ministro degli esteri italiano Beniamino Andreatta e l'allora commissario dell'UE alla concorrenza Karel Van Miert, prevedeva un impegno da parte del Governo italiano riguardante la soglia massima di indebitamento concessa alle imprese pubbliche, categoria di cui l'IRI come ovvio faceva parte. Nello specifico il massimo livello consentito fu definito "fisiologico", termine che stava ad indicare "ritenuto accettabile agli occhi di un privato investitore operante in condizioni di economia di mercato", era inoltre previsto che la quota di partecipazione pubblica ad una qualsiasi società od ente si dovesse mantenere al di sotto del 100%. Obiettivo ufficiale dell'accordo era quello di ridurre fino ad eliminare la possibilità che lo Stato rispondesse illimitatamente di ogni nuovo debito contratto dalle società partecipate. Nel contesto riguardante l'IRI, come nelle altre maggiori

realtà del settore pubblico italiano, la situazione di fatto che si andò a creare rilevava l'avvio di un diffuso programma di privatizzazioni. La quota partecipativa di Finmeccanica detenuta dall'IRI fu perciò collocata sul mercato per la sua quasi totalità (5 miliardi di euro). La presenza pubblica all'interno del Gruppo qui analizzato si riduceva così al 34% (di cui il 29% appartenente al Ministero del Tesoro)²⁶

3.1.4 L'espansione internazionale dal 2002 alla crisi del 2008

La politica di espansione, negli anni successivi alla privatizzazione, prese forma attraverso la conclusione di nuovi accordi ed acquisizioni, in particolare i vertici di Finmeccanica si concentrarono sul consolidamento della posizione del Gruppo nei settori individuati come base per i propri core business (Aerospazio, Difesa e Sicurezza su tutti, ma anche Trasporti e Energia). Gli elevati livelli di eccellenza tecnologica raggiunti relativamente ai suoi prodotti, permisero a Finmeccanica di essere annoverata tra i primi dieci leader mondiali nei comparti di principale interesse poco fa citati. Tale condizione agevolò notevolmente la conclusione di importanti partnership su grandi programmi estesi a livello internazionale. Durante questi anni si andò perciò a configurare quello che anche ai giorni nostri rimane l'assetto fondamentale del Gruppo, caratterizzato dalla presenza di una struttura ben consolidata in Italia ma al contempo con una forte proiezione verso lo scenario mondiale ed un costante impegno nella conquista di spazi sempre più vasti all'interno dei mercati internazionali.

Tra le moltissime operazioni avvenute negli anni dal 2002 al 2008 vale la pena citarne due che rappresentarono dei traguardi particolarmente ambiziosi, oltre che strategicamente rilevanti, raggiunti dalla Holding: l'aggiudicazione della commessa dedicata alla fornitura dell'elicottero presidenziale degli Stati Uniti d'America avvenuta nel 2005 e contemporaneamente l'avvio di una partnership strategica con il Ministero della Difesa britannico. Entrambe le operazioni videro come protagonista la

²⁶ Finmeccanica, www.finmeccanica.com

società controllata AugustaWestland e la seconda in particolare consentì a Finmeccanica di affacciarsi su un mercato, quello del Regno Unito, che si avviava così a divenire un secondo mercato domestico.

Non furono tuttavia trascurati i settori dei Trasporti e dell'Energia. Le società appartenenti al primo di essi, che non riuscivano ancora a garantire una redditività sufficientemente soddisfacente, furono sottoposte a numerosi processi di riorganizzazione sia a livello direzionale che operativo. Processi che però tutt'oggi sembrano non aver dato i frutti sperati. Al contrario Ansaldo Energia, operante come facilmente intuibile nell'omonimo settore, raggiunse tra il 2005 ed il 2006 importanti obiettivi strategici quali ad esempio il conseguimento dell'autonomia tecnologica.

Nell'ottobre 2008 Finmeccanica acquisì DRS²⁷, società statunitense leader nel comparto dell'elettronica per la difesa. L'operazione tra le altre cose vanta il primato di essere la più grande mai conclusa da un gruppo europeo per quanto riguarda il settore dell'industria della difesa in America. Insieme con la partnership con il Ministero della Difesa britannico avvenuta nel 2005, tale iniziativa portava Finmeccanica a ricoprire un ruolo di spiccata rilevanza nel mercato internazionale con una presenza radicata nelle sue due componenti principali (USA e UK).

²⁷ Finmeccanica, www.finmeccanica.com

3.1.5 Gli effetti della crisi del 2008 ed il passaggio a Holding capogruppo mista

La crisi finanziaria scoppiata al termine del 2008, estesi successivamente all'economia reale come intuibile intaccò tra gli altri anche i settori di interesse per Finmeccanica, che si trovò perciò a fronteggiare una situazione per nulla semplice. Situazione che fu aggravata anche dalle pressioni statali su tutte le società partecipate dalla pubblica amministrazione volte a contenere e ridurre i debiti ed i disavanzi pubblici. Utile a chiarire il nuovo quadro economico configuratosi è la considerazione dell'annullamento dell'operazione avvenuta nel 2005 e descritta al paragrafo precedente riguardante la fornitura di elicotteri alla Presidenza degli USA.

I profondi cambiamenti che durante gli anni più recenti hanno interessato l'intero quadro internazionale hanno generato un inasprimento della competitività, causata soprattutto dal diffuso interesse verso i Paesi emergenti che, in controtendenza rispetto all'occidente, vivono una fase di espansione caratterizzata da elevati tassi di crescita della domanda interna. In questo contesto è deducibile come i Paesi emergenti godano della possibilità di effettuare ingenti investimenti volti ad una modernizzazione che riguarda tanto il settore civile quanto quello militare. Finmeccanica ha perciò avviato processi di espansione verso queste realtà economiche con modalità simile a quelle già adottate per i Paesi sviluppate e descritte in precedenza, puntando al contempo ad un miglioramento del proprio prodotto sia in termini di competitività che di tecnologia, scongiurando così il rischio di perdere le posizioni di leadership finora conquistate.

La duplice sfida intrapresa dal gruppo ed il lentissimo miglioramento dello stato in essere dell'economia reale hanno fatto sì che giunti al 2014 la struttura organizzativa risultasse nuovamente inadeguata, condizione che, come vedremo in seguito è stata percepita dai mercati finanziari e dagli investitori privati. In tale contesto il Consiglio di Amministrazione, su iniziativa dell'allora Amministratore delegato Pansa ha avviato una riorganizzazione volta a rafforzare l'integrazione già esistente tra la capogruppo e

le controllate²⁸. L'operazione prevedeva il trasferimento di otto funzioni di supporto dalle singole società a livello centrale, lasciando però alle società stesse un'ampia autonomia non solo giuridica ma anche relativa al comparto ingegneristico e produttivo. Di fatto il nuovo assetto configuratosi assomigliava molto ad una tentativo in via sperimentale per un possibile ritorno ad un'unica società con le rispettive divisioni.

La scelta strategica appena descritta ha condotto ad importanti risultati economici già nel primo semestre del 2015, segnando il passaggio da una perdita netta di 61 milioni di euro ad un utile ordinario netto di 91 milioni di euro²⁹. Secondo quanto riportato da Il Sole 24 Ore i mercati azionari hanno apprezzato tali dati segnando un rialzo del valore del titolo Finmeccanica. Al fine di approfondire l'analisi condotta in questo elaborato si rimanda al paragrafo successivo ed alla conclusione per l'analisi grafica dei dati ed il commento riguardo le preferenze del mercato tra holding finanziaria e holding capogruppo ed in particolare tra holding capogruppo pura e mista.

La trasformazione intrapresa, considerati i risultati positivi già ottenuti, sembra dover continuare. L'A.D. Moretti al meeting di CI ha infatti dichiarato: "Siamo ancora concentrati nel fare una sola impresa delle tante che abbiamo, e questa cosa avverrà formalmente al 31 dicembre 2015. Dal primo gennaio 2016 ci sarà la nuova Finmeccanica unica, una one company"³⁰. Sembra perciò essersi concluso il periodo della Holding per lasciare spazio ad una realtà societaria più solida, sia dal punto di vista industriale che da quello finanziario.

²⁸ DRAGONI G., "Finmeccanica rafforza la presa sulle controllate". Il Sole 24 Ore (7 Marzo 2014).

²⁹ IL SOLE 24 ORE, "Finmeccanica, crescono i ricavi nel primo semestre. Titolo in rialzo" (30 Luglio 2015).

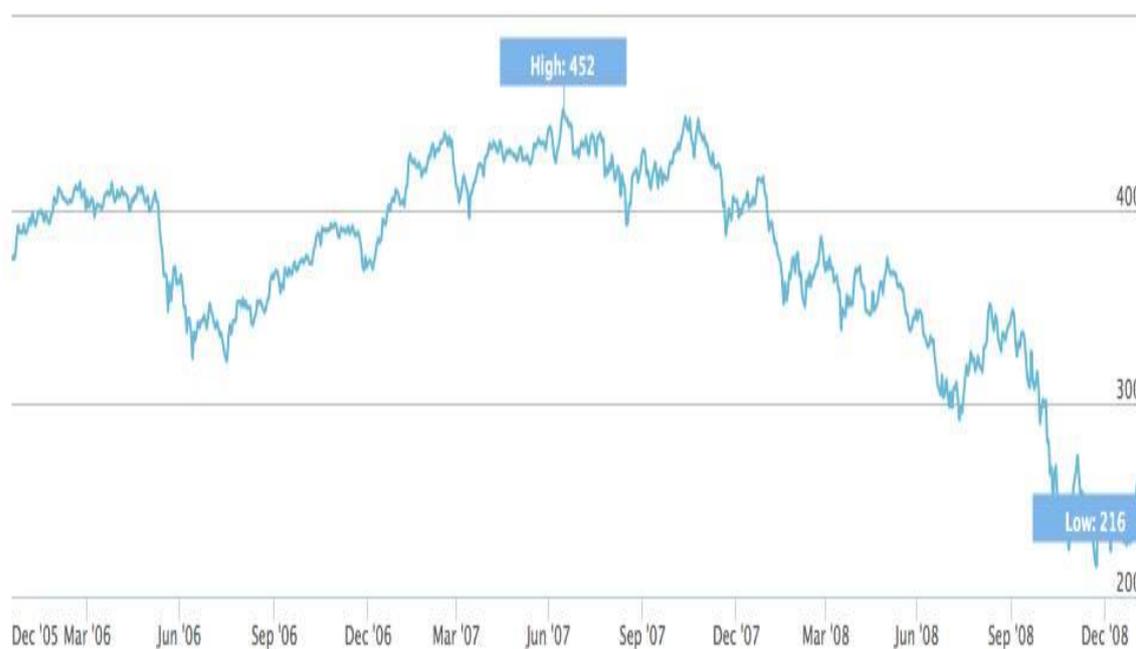
³⁰ IL SOLE 24 ORE, "Finmeccanica, Moretti: nuova «one company» a gennaio, utile solido". (23 Agosto 2015).

3.1.6 Un confronto tra mercato finanziario e andamento del titolo Finmeccanica

In questo paragrafo verranno parallelamente analizzati gli andamenti relativi al comparto aerospaziale europeo ed al titolo Finmeccanica, quotato in Borsa dal 1999. Per esaminare il settore aerospaziale prenderemo in considerazione l'indice azionario "STOXX® Europe TMI Aerospace & Defense". Gli indici settoriali elaborati da STOXX classificano le varie aziende secondo la loro fonte primaria di reddito, questo tipo di categorizzazione consente l'ottenimento di indici la cui ponderazione rispecchia il ruolo effettivamente ricoperto dalle imprese nel settore in analisi³¹.

Nel periodo che intercorre dal 2006 al 2008 che, come visto in precedenza segna una fase generale di espansione per l'economia occidentale e di riflesso anche per Finmeccanica, l'andamento dell'indice di riferimento è stato il seguente:

Figura 3.1 – ANDAMENTO INDICE COMPARTO AEROSPAZIALE EUROPEO. 2006-2008

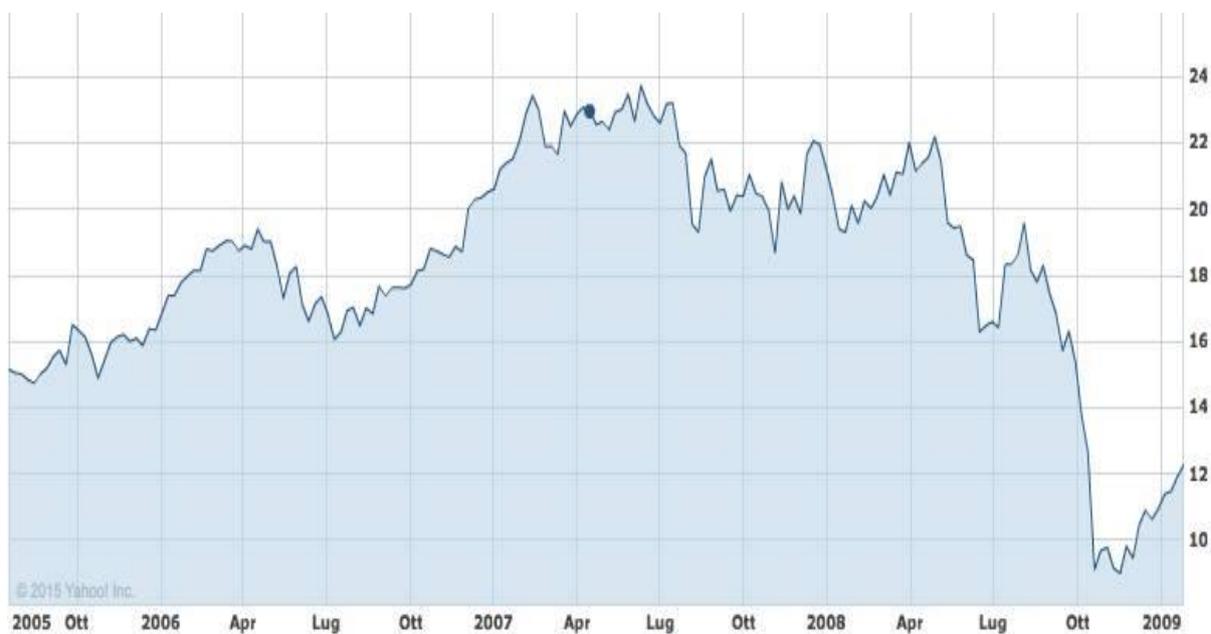


Fonte: www.stoxx.com

³¹ STOXX. Innovative. Global. Indices., www.stoxx.com

Durante gli stessi anni il titolo Finmeccanica ha seguito il seguente sentiero:

Figura 3.2 – ANDAMENTO TITOLO FINMECCANICA S.P.A. 2006-2008

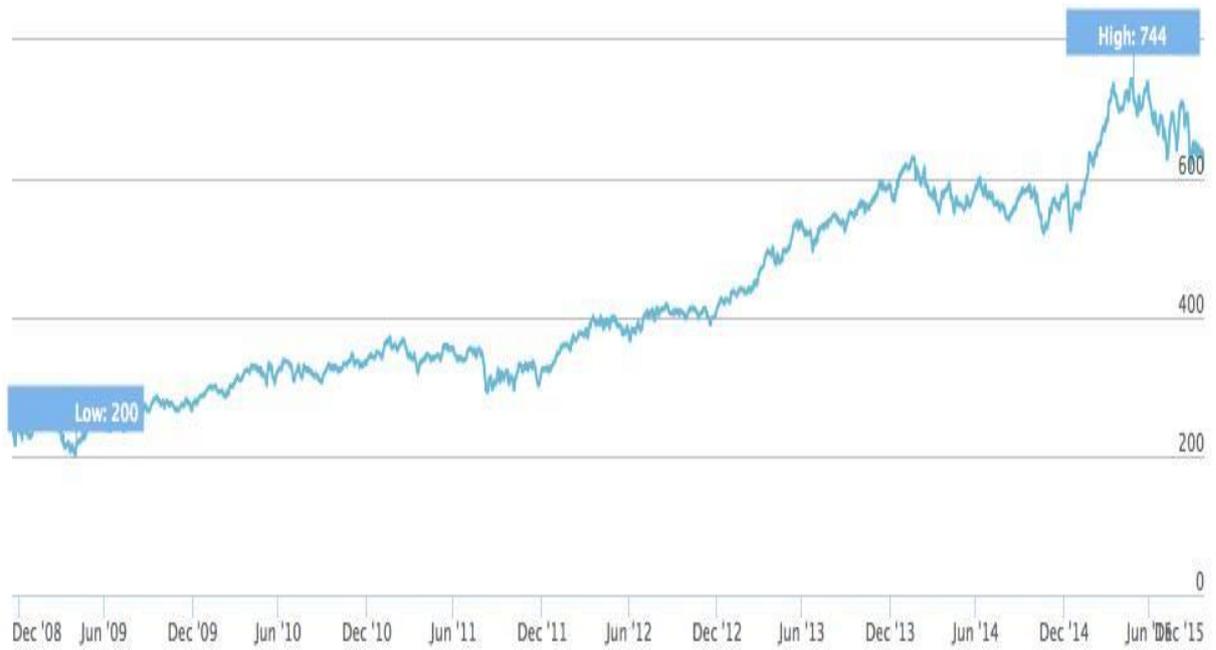


Fonte: www.finance.yahoo.com

Come si può notare dall'osservazione congiunta di entrambi i grafici non vi sono particolari differenze tra i due andamenti. Questa particolarità deriva dalla già citata fase di espansione che ha caratterizzato gli anni in analisi. Sia il titolo Finmeccanica che il benchmark di riferimento attraversano una fase di crescita a partire dal giugno 2006 fino al agosto-settembre 2008, data in cui lo scoppio della crisi finanziaria ed i conseguenti squilibri generatisi segnano un declino dell'economia in generale.

Per osservare delle notevoli differenze dovremo spostare il nostro periodo di analisi, osservando i dati empirici relativi ai due andamenti nel periodo che va dal 2009 ad oggi.

Figura 3.3 - ANDAMENTO INDICE COMPARTO AEROSPAZIALE EUROPEO. 2009-2015



Fonte: www.stoxx.com

Figura 3.4 – ANDAMENTO TITOLO FINMECCANICA S.P.A. 2009-2015



Fonte: www.finance.yahoo.com

Come osservabile dai dati riportati nei grafici, a partire dal 2009 l'indice analizzato mantiene un andamento crescente costante fino ai nostri giorni. I mercati non hanno invece premiato allo stesso modo il titolo Finmeccanica S.p.A., facendo segnare un declino avviato nel 2010. È però a partire dal 2011 che il titolo tocca i valori minimi dal dopo crisi, valori che si mantengono costanti fino a giungere al 2014, anno in cui, come visto in precedenza, i vertici della holding hanno avviato le procedure necessarie ad una riorganizzazione inevitabile che i mercati hanno senza dubbio apprezzato e tutt'oggi continuano ad apprezzare. Tra le cause del declino del valore del titolo appena accennato vi è sicuramente l'effetto della diversificazione. L'attività svolta da Finmeccanica dal 2002 al 2014 si è infatti focalizzata principalmente sulla valorizzazione delle partecipazioni nelle varie società controllate attraverso la valorizzazione dell'attività di quest'ultime tramite conclusioni di partnership ed accordi strategici. Il titolo analizzato perciò rappresenta quella che fino al 2014 è stata un'offerta di un portafoglio industriale diversificato in un'unica soluzione. L'investitore privato tuttavia, come visto al secondo capitolo, gode della possibilità di diversificare i propri investimenti in modo più efficiente rispetto a qualsiasi società o holding. Quella appena descritta è perciò una delle principali motivazioni alla base dello scostamento rilevato attraverso l'osservazione dei due grafici.

CONCLUSIONI

Il percorso tracciato nel presente elaborato si pone l'obiettivo di rendere il lettore più consapevole e cosciente sulla non sempre ovvia correttezza delle scelte manageriali in materia di diversificazione produttiva. Non di rado infatti, i rischi cui si è fatto cenno al primo capitolo divengono concreti svantaggi che, se non individuati e corretti istantaneamente tendono ad aumentare nel tempo, eccedendo i vantaggi ottenuti in una prima fase e conducendo le imprese verso il dissesto economico-finanziario.

Il pericolo principale cui un'impresa che intende avviare una strategia di diversificazione va incontro è quello di non delineare accuratamente i confini che separano una buona diversificazione produttiva da una diversificazione di portafoglio. Quando tale rischio si concretizza l'impresa quotata finirà per offrire sui mercati un prodotto (il proprio titolo azionario) molto simile ad un portafoglio di investimento già costruito. Tale offerta tuttavia risulterà in ogni caso meno efficiente di quella parallelamente elaborata da un intermediario professionista o semplicemente messa a disposizione dal mercato per il singolo investitore. Alla base di questa argomentazione vi è l'effetto della diversificazione. Si è difatti visto come qualsiasi società, nel voler diversificare la propria produzione, vada necessariamente incontro a dei limiti di natura sia strutturale che amministrativa, condizione questa che genera un indubbio svantaggio in partenza rispetto ad un qualsiasi intermediario finanziario od al mercato nel suo complesso.

Al verificarsi di tutto ciò l'investitore sarà pertanto spinto a non acquistare il titolo offerto dalla società in questione in quanto disporrà della possibilità di realizzare una maggiore e più efficiente diversificazione riducendo i costi indiretti (amministrativi, dirigenziali, strutturali) che avrebbe dovuto sostenere in caso di acquisto del titolo stesso.

Finmeccanica, in quanto holding, rappresenta un esempio di quanto finora esposto. Il Gruppo nato nel 1948 ha infatti adottato per gran parte della sua esistenza politiche strategiche finalizzate all'espansione e frequentemente tali politiche sono state di diversificazione. La continua espansione ha inevitabilmente condotto la società ad assumere la forma giuridica di holding nel 2001. Pur avendo adottato la struttura di holding capogruppo pura e non di holding finanziaria (per la cui distinzione si rimanda alla lettura del capitolo secondo), Finmeccanica, complice anche la crisi del 2008, non è stata in grado di suscitare sui mercati l'interesse sperato, realizzando performances inferiori a quelle dell'industria aerospaziale europea nel suo complesso e non ottenendo così i finanziamenti a titolo di capitale di rischio necessari per alimentare le ingenti spese sostenute.

La differenza esistente infatti tra holdings finanziarie e holdings capogruppo ma anche, seppur in parte inferiore, tra holdings capogruppo pure e holdings capogruppo miste, prevede che sull'investitore che decida di collocare i propri fondi presso società della prima e rispettivamente della terza tipologia indicata vengano a gravare una serie di costi indiretti derivanti dal sostentamento di una struttura che con la propria attività si pone l'obiettivo di sostituirsi all'investitore stesso ottenendo però risultati meno efficienti. Tali costi si rivelano perciò superflui e spingono l'investitore a collocare i propri fondi presso altre istituzioni, generando una svalutazione del titolo della holding.

A dimostrazione di queste affermazioni vi è ancora una volta il caso Finmeccanica. Le scelte intraprese dalla dirigenza a partire dal 2014 che, costituendo un punto di rottura con il passato, hanno generato un'inversione di tendenza, segnando l'inizio di un processo di ridimensionamento giuridico del Gruppo che molto probabilmente terminerà con l'abbandono della forma a holding. Queste decisioni sono state apprezzate dai mercati finanziari, dove il titolo Finmeccanica S.p.A. ha iniziato a registrare elevati tassi di crescita mai raggiunti dallo scoppio della crisi finanziaria del 2008.

Se il Gruppo Finmeccanica avesse cecamente continuato il proprio percorso senza prendere provvedimenti ed ignorando perciò gli errori commessi, la sua situazione oggi sarebbe con ogni probabilità peggiore di quanto già non fosse nel 2014, con il dissesto ormai alle porte. Il coraggio del consiglio di amministrazione di intervenire per tentare di correggere una situazione “malata” prendendo decisioni anche inizialmente impopolari ha invece condotto ad una situazione virtuosa per l’intero Gruppo che può oggi sperare in una ripresa con elevati tassi di crescita per i prossimi anni.

Finmeccanica, dunque, è stata in grado di riconoscere i propri errori, legati soprattutto agli effetti delle varie tipologie di diversificazione, risollevandosi da una condizione critica ed innescando un circuito virtuoso che lascia intravedere uno spiraglio di luce per il futuro di uno tra i più importanti gruppi industriali italiani.

BIBLIOGRAFIA

- BALDUCCI D. (2012), *La valutazione dell'azienda*. Fag Milano.
- BREALEY R.A. MYERS S.C. ALLEN F. SANDRI S. (2014), *Principi di finanza aziendale, VII edizione*. Mcgraw-hill Education.
- CAMPOBASSO G. (2015), *Manuale di diritto commerciale*. Utet Editrice.
- CAPARELLI F. CAMERINI C. (2004), *Guida all'asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica*. Bancaria editrice.
- DALLA VERITÀ G.M. (2007), *Le società holding nell'Unione Europea: teoria e prassi*. Ipsoa.
- DONNA G. (2003), *L'impresa multibusiness. La diversificazione crea o distrugge valore?* Università Bocconi.
- DRAGONI G., "Finmeccanica rafforza la presa sulle controllate". Il Sole 24 Ore (7 Marzo 2014).
- FERRARA F. CORSI F. (2011), *Gli imprenditori e le società. XV edizione*. Giuffrè Editore.
- FERRUCCI L. (2000), *Strategie competitive e processi di crescita dell'impresa*. Franco Angeli.

- FONTANA F. CAROLI M. (2013), *Economia e gestione delle imprese, IV edizione*. Mcgraw-hill.
- GATTI C. (2002), *Vita, crisi e ristrutturazione di un gruppo industriale pubblico. Il caso Finmeccanica*. Cedam.
- GOLINELLI G.M. DEZI L. (1997), *Reti finanza progetti*. Cedam.
- GRANT R.M. (1999), *L'analisi strategica per le decisioni aziendali. Concetti, tecniche, applicazioni*. Il Mulino.
- GROS-PIETRO G.M., "Il futuro di Finmeccanica". Il Sole 24 Ore (maggio 1997).
- HILLMAN A.J. HITT M.A., "Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation, and strategy decisions". The academy of management review vol. 24, n. 4 (Oct., 1999).
- HOLZMILLER E. REBECCA G. (2008), *Gruppi societari e holding*. Il Sole 24 ore.
- IL SOLE 24 ORE, "Finmeccanica, crescono i ricavi nel primo semestre. Titolo in rialzo" (30 Luglio 2015).
- IL SOLE 24 ORE, "Finmeccanica, Moretti: nuova «one company» a gennaio, utile solido". (23 Agosto 2015).
- KAT H.M., "10 things that investors should know about hedge funds". Journal of wealth management vol. 5, n° 4 (2003).

- LINGUANTI E. BERTELLI R. (2008), *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*. Franco Angeli.
- MARKOWITZ H.M., “portfolio selection”. *Journal of finance* n.7 (1952).
- MIGLIETTA A. (1994), *La valutazione di convenienza alla quotazione in borsa*. Etas.
- MOTTURA P. (2011), *Banche. Strategie, organizzazione e concentrazioni*. Egea.
- PANATI G. GOLINELLI G.M. (1991), *Tecnica economica industriale e commerciale*. La nuova Italia scientifica.
- RISPOLI M. (1989), *L’impresa industriale. Economia, tecnologia, management*. Il Mulino.
- RISPOLI M. (1998), *Sviluppo dell’impresa e analisi strategica*. Il Mulino.
- SAUNDERS A. MILLON CORNETT M. ANOLLI M. ALEMANNI B. (2010), *Economia degli intermediari finanziari. III edizione*. Mcgraw-Hill.
- SCHWIZER P. (1996), *La diversificazione bancaria. Aspetti strutturali e misurazione*. Egea.
- SCOGNAMIGLIO PASINI C. (2013), *Economia industriale. Economia dei mercati imperfetti*. Luiss University Press.

- SORCI C. FALDETTA G. (2008), *I gruppi come strumento di governo delle aziende*. Giuffrè Editore.
- SPOSITO C., “Holding e creazione di valore: controllo societario e ricorso al debito gli obiettivi di concentrazione settoriale”. *Corriere della Sera* (16 Maggio 2002).
- ZANDA G. LACCHINI M. ONESTI T. (2013), *La valutazione delle aziende*. Giappichelli Editore.

SITOGRAFIA

- ANALISI FONDAMENTALE, www.analisifondamentale.investireoggi.it
- BCG: The Boston Consulting Group, www.bcg.it
- Borsa Italiana, www.borsaitaliana.it
- Finmeccanica, www.finmeccanica.com
- Igor Vitale, www.igorvitale.org
- Il Sole 24 Ore, www.ilsole24ore.com
- Lorenzo Azzalini, www.lorenzoazzalini.it
- Movimento Libertario, www.movimentolibertario.com
- New Marketing, www.newmarketing.it
- Quaderno di Epidemiologia Veterinaria, www.quadernodiepidemiologia.it
- STOXX. Innovative. Global. Indices., www.stoxx.com
- Yahoo Finanza, www.finance.yahoo.com