

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

*Caratteristiche e
performance delle
operazioni di
demerger:
un'analisi
empirica*

Relatore

Prof. Gianluca Mattarocci

Candidato

*Lorenzo Sarandrea
Matricola 218791*

Anno Accademico 2019/2020

Ai miei genitori

A mia sorella

Indice

Introduzione	4
Capitolo 1 – Il demerger: definizione e caratteristiche	7
1.1. Introduzione	7
1.2. L’opportunità delle imprese di attuare la scissione (in crisi e per lo sviluppo)	8
1.3. Tipologie di scissione	10
1.4. Il rapporto di cambio e la tutela dei creditori	13
1.5. Aspetti fiscali della scissione	17
1.6. Conclusioni	21
Capitolo 2 – Analisi delle operazioni di demerger	22
2.1. Introduzione	22
2.2. Analisi per area geografica	23
2.3. Analisi per settore	30
2.4. Conclusioni	34
Capitolo 3 – La performance e le caratteristiche delle operazioni di demerger	35
3.1. Introduzione	35
3.2. Analisi di performance	36
3.3. Analisi di dimensione	45
3.4. Analisi della struttura finanziaria	48
3.5. Conclusioni	52
Conclusioni	53
Bibliografia	55

Indice delle tabelle

Tabella 1: Operazioni di demerger per paese (pagina 25).

Tabella 2: ROS pre-deal e post-deal (pagina 38).

Tabella 3: ROI pre-deal e post-deal (pagina 39).

Tabella 4: ROE pre-deal e post-deal (pagina 40).

Tabella 5: EBIT ed EBITDA pre-deal e post-deal (pagina 43).

Tabella 6: Market Value Added come misura di performance di scissione (pagina 45).

Tabella 7: Classificazione della dimensione delle imprese target sulla base del fatturato (pagina 48).

Tabella 8: Percentuale del debito e dell'equity prima e dopo la scissione (pagine 50-51).

Indice dei grafici

Grafico 1: Percentuale di operazioni di demerger in Olanda rispetto al resto del campione (pagina 26).

Grafico 2: Percentuale di operazioni di demerger nel tempo (pagina 29).

Grafico 3: Classificazione della dimensione aziendale sulla base del numero di dipendenti (pagina 46).

Indice delle formule

Formula 1: ROS (pagina 38).

Formula 2: ROI (pagina 40).

Formula 3: ROE (pagina 41).

Formula 4: EVA (pagina 44).

Formula 5: MVA (pagina 44).

Formula 6: MVA in funzione dell'EVA (pagina 44).

INTRODUZIONE

Le operazioni di gestione straordinaria e in particolare la *finanza straordinaria* hanno sempre avuto un ruolo di innovazione e di rottura nelle routine e negli equilibri d'impresa, proprio per il loro intervento sulla struttura aziendale, cioè sulle risultanti strategiche che l'hanno determinata.

Nel tempo, le operazioni straordinarie hanno delineato motivazioni sottostanti di molteplice natura: di ordine economico, finanziario, produttivo e di mercato. Pertanto, in tema di finanza straordinaria esiste già una letteratura molto ampia, soprattutto per ciò che riguarda le singole operazioni (*demerger, M&A, quotazione in borsa, aumenti di capitale, emissioni obbligazionarie, private equity*) e specifici aspetti di esse (obiettivi, costi, benefici, impatto sulle performance e sulla struttura finanziaria).

Le suddette operazioni costituiscono forme differenti e alternative di approvvigionamento di liquidità da parte delle imprese rispetto a quelle di *finanza ordinaria*, quali il capitale sociale e il finanziamento bancario.

Nata e sviluppatasi già ad inizio anni '80 nel mondo anglosassone, la finanza straordinaria è stata istituzionalizzata in Italia solo nel 1999.

Le principali cause che, coinvolgendo tutti i settori dell'economia mondiale, hanno portato allo sviluppo di numerose "ondate" di acquisizioni, fusioni, scissioni e cessioni di società sono i processi di internazionalizzazione, di globalizzazione dei mercati e delle imprese, il progresso tecnologico e, quindi, l'accresciuta competizione.

Il fine immanente, dunque, di queste operazioni rimane quello di fronteggiare la sfida dello sviluppo, acquisendo e consolidando un vantaggio competitivo che si contrappone a una serie di rischi che sono riconducibili soprattutto alla difficoltà di realizzare l'integrazione operativa e manageriale tra le imprese che entrano in competizione tra loro. In sintesi, sono volte a ottimizzare la struttura di *leverage* e a minimizzare i costi di approvvigionamento finanziario, oltre che

a ridefinire un assetto organizzativo più adeguato al relativo contesto aziendale. Notoriamente, le fusioni e le acquisizioni (mergers & acquisitions) sono tra le operazioni straordinarie maggiormente adottate; tuttavia, negli ultimi anni, anche il *demerger* si sta ritagliando uno spazio sempre più importante all'interno di questa realtà che, soprattutto nel nostro Paese, è piuttosto recente. L'operazione di demerger, difatti, grazie al suo spiccato polimorfismo, garantisce duttilità e flessibilità alle parti coinvolte nella separazione della *società scissa* in due o più *società beneficiarie*.

Il lavoro, infatti, nasce dalla curiosità di voler verificare se le operazioni di demerger siano adatte ad intervenire, ed eventualmente in che modo, nella crescita o nella crisi d'impresa. A tal fine, il presente elaborato esamina qualitativamente e quantitativamente un campione di società che hanno effettuato l'operazione di scissione, con l'obiettivo specifico di capire come quest'ultima possa, nel concreto, sostenere un'azienda in ciascuna fase del suo ciclo di vita.

Il campione integrale, costituito da 1300 aziende, è stato estratto dal database della banca dati "Zephyr" (Editore Bureau van Dijk Electronic Publishing) e, sulla base dei dati disponibili e della relativa analisi, sono stati esaminati vari sotto-campioni al fine di evidenziare empiricamente quali siano i vantaggi del demerger per le società target.

Più nello specifico, il primo capitolo definisce l'operazione nelle sue molteplici sfumature e tipologie, individuandone le opportunità per le imprese e cercando di interpretare nel miglior modo possibile la disciplina civilistica italiana che, principalmente, regola la scissione rinviando alle norme sulla fusione. Sempre nel medesimo capitolo sono approfonditi il rapporto di cambio, la tutela dei creditori e gli aspetti fiscali. Infatti, l'art. 173 TUIR asserisce come la scissione sia fiscalmente neutra nei confronti della società scissa e anche nei confronti della società beneficiaria.

Il secondo capitolo, invece, è volto a realizzare un'analisi delle operazioni di

demerger nel tempo (dal 1998 al 2019) sia per area geografica che per settore. Le nuove sfide organizzative e la veloce evoluzione del contesto competitivo mondiale hanno, senza dubbio, coinvolto la maggioranza dei paesi e dei settori imponendo così alle varie aziende dinamicità e flessibilità. Non a caso, il 12 dicembre 2019 è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale europea una direttiva *ad hoc* avente per oggetto trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere al fine di favorire, per queste fattispecie, la mobilità delle imprese anche al di fuori dei propri confini.

Il terzo capitolo, infine, è quello più propriamente empirico visto che si propone di analizzare le performance e le caratteristiche delle operazioni di demerger, nonché la dimensione e la struttura finanziaria delle società in esse coinvolte. Per esaminare l'impatto della scissione sulle performance aziendali sono state utilizzate le informazioni raccolte su Zephyr e sono stati confrontati, nello specifico, i valori di alcuni indicatori prima e dopo il deal. Anche la dimensione aziendale è diventata un fattore competitivo importante, perché permette di raggiungere la massa critica necessaria a fare ricerca e innovazione, di investire nell'internazionalizzazione e di divenire globali (*cfr. Bellomo, 2007*). Pertanto, è stato interamente dedicato un paragrafo all'analisi di dimensione osservando se e come la realizzazione del demerger influisca su di esse. Inoltre, l'analisi della struttura finanziaria permette di osservare se e come varia la distribuzione del debito D e dell'equity E prima e dopo il deal.

CAPITOLO 1 – Il demerger: definizione e caratteristiche

1.1 Introduzione

La normativa civilistica non fornisce una definizione di scissione (in lingua inglese *demerger*), si limita piuttosto a descrivere le modalità attraverso cui l'operazione si svolge. Infatti, l'art. 2506 c.c. stabilisce che *“con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai soci”*.

La scissione consiste quindi nella “frammentazione” del patrimonio della società oggetto dell'operazione in più parti e nella attribuzione delle stesse a una o più società (*c.d. beneficiarie*); le azioni o quote di partecipazione vengono attribuite ai soci della società scissa, proporzionalmente o non alle quote di partecipazione che questi avevano all'interno della stessa.

In sintesi, si tratta di un processo riorganizzativo in cui da una o più società, incidendo sulla compagine sociale e/o sul patrimonio, si ottengono due o più società.

Il procedimento di scissione si articola in tre fasi: progetto, delibera e atto di scissione. Gli organi amministrativi delle società partecipanti all'operazione redigono il progetto, la situazione patrimoniale e una relazione illustrativa delle ragioni della scissione, nonché l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da trasferire a ciascuna delle beneficiarie e stabiliscono l'eventuale conguaglio in denaro oltre ai criteri di distribuzione ai soci delle quote o azioni delle beneficiarie. Il progetto deve essere poi approvato e deliberato e, in carenza di opposizioni da parte dei creditori, gli organi amministrativi delle società partecipanti possono procedere alla stipulazione, per atto pubblico, dell'atto di scissione che deve essere iscritto nel registro delle imprese.

L'istituto della scissione in Italia, dal cui ordinamento giuridico è stato recepito solo a partire dal 1991, risulta, ancora oggi, appartenere ad una “nicchia”: è

meno utilizzato rispetto ad altre operazioni di finanza straordinaria essendo estremamente complesso in conseguenza del suo marcato polimorfismo¹ che lo rende però allo stesso tempo un vantaggioso mezzo di crescita per la piccola e media impresa.

Il presente capitolo si propone dunque di approfondire le principali nozioni teoriche relative alla scissione e più specificatamente: l'opportunità delle imprese di attuarla (*paragrafo 1.2*), le sue tipologie (*paragrafo 1.3*), il rapporto di cambio e la tutela dei creditori (*paragrafo 1.4*) nonché gli aspetti fiscali dell'operazione (*paragrafo 1.5*).

1.2 L'opportunità delle imprese di attuare la scissione (in crisi e per lo sviluppo)

La scissione, trattata nel capo X sezione terza del codice civile (*artt. dal 2506 al 2506-quater*), consente di modificare le dimensioni dell'impresa e di adeguarne la struttura alle esigenze societarie (*cfr. Buffelli, Rossi, Sirtoli, 2018*). Infatti, tramite tale operazione il patrimonio attivo e passivo di una società o parte di esso viene trasferito ad una o più società preesistenti o di nuova costituzione. Contestualmente sono assegnate ai soci della società scissa le quote o le azioni della società beneficiaria del trasferimento patrimoniale.

L'operazione può essere motivata da varie considerazioni:

- a) di carattere propriamente economico e aziendale come quelle derivanti dal vantaggio di dimensioni ridotte e quindi anche di natura organizzativa;
- b) di diversificazione degli investimenti e quindi possibilità di "cessione" di singoli rami aziendali, senza dover alienare l'intera impresa;
- c) fiscali.

Più precisamente, per quanto riguarda le finalità economiche e aziendali, si

¹ Federico Magliulo, *La scissione delle società*, Ipsoa, 2012.

evidenza che, a seconda della sua configurazione, la scissione può consentire di raggiungere diversi obiettivi, tra cui in particolare:

- a) la soluzione a situazioni conflittuali tra i soci;
- b) il frazionamento di realtà aziendali finalizzato a sviluppi produttivi mantenendo il controllo in capo ai soci originari;
- c) la riorganizzazione dell'attività svolta, con abbandono di settori scarsamente compatibili con quello principale o scarsamente remunerativi;
- d) il disinvestimento e l'attuazione di processi di liquidazione;
- e) la ridefinizione degli assetti proprietari e/o della struttura finanziaria.

La diversificazione degli investimenti è invece volta a perseguire, in quelle società che si trovano a esercitare molteplici attività, una maggiore economicità o una migliore valorizzazione del ramo aziendale in vista di una prossima cessione.

Quanto all'ambito fiscale, come sarà esaminato con maggiore attenzione nella parte finale del capitolo, l'operazione di scissione presenta evidenti vantaggi poiché gli eventuali plusvalori emersi beneficiano del regime di neutralità fiscale.

Inoltre, mediante un'operazione di scissione è possibile superare situazioni di difficoltà aziendale attraverso la creazione di una "*bad company*", ovvero una società che viene solitamente generata all'interno del procedimento di ristrutturazione aziendale, e che assume il ruolo di mero contenitore per tutti quei beni non più funzionali all'attività di impresa. In tal caso la società scissa conserverebbe i beni funzionali alla continuazione dell'attività mentre la beneficiaria (*bad company*) sarebbe destinata alla liquidazione; ma è possibile che si verifichi anche la situazione contraria ossia che sia la stessa scissa a divenire "*bad company*".

Infine, è interessante sottolineare come talvolta l'istituto della scissione venga adoperato pure per attuare l'operazione di spin-off immobiliare che ha quale

obiettivo principale quello di separare l'attività tipica da quella immobiliare al fine di migliorare gli indici finanziari e reddituali. In tale circostanza la società beneficiaria riceve l'asset immobiliare.

Sulla base di quanto analizzato è quindi possibile parlare di scissione come di un'opportunità per sviluppare le linee di business o per fronteggiare la crisi d'impresa.

1.3 Tipologie di scissione

L'articolo 2506 c.c. prevede, come precedentemente accennato, due forme di scissione, ovvero la *scissione integrale o totale* (split up) e la *scissione parziale* (split off). La prima si attua mediante il trasferimento dell'intero patrimonio (attività, passività e netto) di una società (società scissa) a più società (società beneficiarie) e l'assegnazione delle azioni o quote di queste ultime ai soci della scissa. Diversamente la scissione parziale si realizza mediante il trasferimento di parte del patrimonio della società scissa a una o più società beneficiarie e l'attribuzione delle azioni o quote di queste ultime ai soci della scissa. La scissione totale determina l'estinzione della società scissa in quanto il trasferimento ha per oggetto l'intero patrimonio; tale operazione presuppone quindi sempre una pluralità di società beneficiarie poiché se la pluralità mancasse, la fattispecie non sarebbe quella della scissione bensì quella della fusione, pur esistendo tutti gli altri presupposti della scissione. Nella scissione parziale, invece, la società scissa rimane in vita e (salvo il caso di scissione negativa, le cui specifiche caratteristiche verranno successivamente descritte) deve ridurre il patrimonio netto in misura corrispondente ai valori trasferiti alle società beneficiarie.

Inoltre, a seconda che le società beneficiarie siano preesistenti o di nuova costituzione, si distingue tra “scissione per incorporazione” e “scissione in senso stretto”.

La partecipazione alla scissione non è consentita alle società in liquidazione

che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, fatta eccezione nel caso di società con capitale non rappresentato da azioni. Il divieto non si estende alle società sottoposte a procedure concorsuali con la conseguenza che risulta possibile, come già anticipato nel precedente paragrafo, utilizzare tale strumento come mezzo di risoluzione della crisi di impresa con finalità di risanamento e conservazione della stessa.

È altresì ammessa la c.d. *scissione doppia*, ovvero la scissione contemporanea di due società mediante assegnazione di una parte del loro patrimonio a favore di una medesima società beneficiaria (cfr. *Operazioni straordinarie, capitolo 14, Colleoni, Lombardi, 2018*). Tale tipologia di scissione può essere configurata sia come scissione parziale che come scissione totale.

Per di più, è possibile una classificazione sulla base delle modalità di ripartizione delle quote o delle azioni emesse dalle società beneficiarie. Come regola generale, tutti i soci della scissa devono ricevere partecipazioni al capitale sociale della o delle beneficiarie in proporzione al valore della partecipazione originariamente detenuta nella società scissa (*scissione proporzionale*). Tuttavia, la ripartizione delle partecipazioni al capitale delle beneficiarie può essere realizzata anche con criteri di ripartizione non proporzionali (*scissione non proporzionale*) o “asimmetrici”, che determinano una nuova e differente compagine sociale nelle società beneficiarie. Pertanto, la scissione non proporzionale, disciplinata dal secondo periodo del comma 4 dell'art. 2506-bis c.c., si concretizza ogni qualvolta il progetto di scissione preveda una assegnazione ai soci in misura non proporzionale, senza che tale disparità di trattamento sia interamente compensata con conguagli in denaro. Perché ricorra tale fattispecie è tuttavia indispensabile che nessun socio sia escluso dall'assegnazione, anche se minima, delle partecipazioni nelle società risultanti dalla scissione, compresa la scissa.

Viceversa, la scissione asimmetrica è disciplinata dal secondo periodo del comma 2 dell'art. 2506 c.c., in base al quale con il consenso unanime dei soci

è possibile non assegnare ad alcuni di essi partecipazioni in una delle società beneficiarie, ma partecipazioni della scissa (*cfr. Operazioni straordinarie, capitolo 14, Colleoni, Lombardi, 2018*). Tale disposizione, stabilendo un principio generale circa la possibilità dei soci di disporre all'unanimità del loro diritto di partecipare a tutte le società risultanti da una scissione, può essere interpretata estensivamente. Può quindi ritenersi legittimo che, con il consenso unanime dei soci, ad alcuni di essi non siano assegnate partecipazioni di una o più società risultanti da una scissione (siano esse la scissa o le beneficiarie), compensando tale mancata attribuzione con maggiori quote o azioni in qualsiasi altra società.

Qualora dunque non vi sia proporzionalità nell'attribuzione delle quote o delle azioni rispetto alle partecipazioni al capitale della società scissa, è necessario che il progetto preveda:

- a) il diritto dei soci dissenzienti di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato sulla base dei criteri dettati per il recesso²;
- b) l'indicazione di coloro a carico dei quali è posto l'obbligo di acquisto.

Inoltre, è possibile catalogare anche la c.d. *scissione inversa*, operazione caratterizzata da due fondamentali elementi costitutivi: la società scissa possiede una partecipazione nella beneficiaria e l'oggetto della scissione è la stessa partecipazione al capitale della società beneficiaria. Tale operazione ha trovato conferma definitiva dall'inserimento delle scissioni fra i casi speciali di acquisto delle azioni proprie previsti dall'art. 2357-bis del codice civile.

Infine, per *scissione negativa* si intende il caso in cui la società scissa ha un patrimonio netto contabile negativo. La possibilità di dare attuazione a tale tipologia di scissione ha da tempo suscitato tesi contrastanti in dottrina. La tematica è stata esaminata da una interessante massima del comitato notarile

² Nel caso di S.p.a. e S.a.p.a. art. 2437-ter c.c.; nel caso di S.r.l. art. 2473 c.c.

del Triveneto che ha ritenuto possibile tale tipo di scissione a condizione che il patrimonio “reale” sia positivo, ritenendola di conseguenza non attuabile nel caso in cui anche detto patrimonio sia negativo³. Sono tuttavia molteplici le interpretazioni di tale fattispecie, ciascuna con delle sfumature differenti.

In ogni caso, per tutte le diverse tipologie esaminate, l’organo amministrativo delle società partecipanti all’operazione dovrà predisporre il progetto di scissione dal quale dovranno risultare i dati indicati nell’articolo 2501-ter oltre all’esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna delle società beneficiarie e dell’eventuale conguaglio in denaro.

1.4 Il rapporto di cambio e la tutela dei creditori

L’art. 2506-bis c.c., che prevede quali elementi occorre indicare nel progetto di scissione, rinvia all’art. 2501-ter c.c. primo comma sulle fusioni. Fra i dati richiesti dal suddetto articolo è prevista anche l’indicazione del rapporto di cambio (o concambio) delle azioni o quote nonché l’eventuale conguaglio in denaro. Come si approfondirà nel corso del paragrafo, il rapporto di cambio di fatto è un prezzo e precisamente il prezzo delle azioni o quote delle società scisse in termini di azioni o quote delle società beneficiarie.

La dottrina e la giurisprudenza hanno elaborato diverse contrastanti definizioni del rapporto di cambio. Secondo taluni il rapporto di cambio è il risultato di una trattativa tra i gruppi interessati all’operazione; secondo altri deve essere il risultato di un calcolo matematico.

L’apparente contraddittorietà di tali interpretazioni viene meno se si considera che tre sono le diverse grandezze del rapporto di cambio, ovvero il concambio concordato, il concambio teorico assoluto e il concambio teorico relativo (*cfr. Buffelli, Rossi, Sirtoli, 2018*). Il concambio concordato è il frutto della negoziazione fra le parti; il concambio teorico assoluto confronta i valori

³ *Massima L.E.I. 1° settembre 2018.*

astratti dei patrimoni delle società coinvolte; infine il concambio teorico relativo misura il prezzo massimo che i soci della società per la quale esso viene determinato sono disposti a pagare. Il rapporto di cambio deve essere stabilito in modo tale da assicurare a ciascuno dei soci delle società coinvolte nella scissione una partecipazione societaria il cui valore complessivo corrisponde a quello originario.

Nel determinare tale rapporto di cambio occorre considerare anche gli effetti che derivano dall'art. 173 del Testo unico delle imposte sui redditi e, in particolare, i criteri di ripartizione delle poste e delle posizioni soggettive disciplinati in sede fiscale⁴.

La determinazione del rapporto di cambio è necessaria soltanto nelle operazioni di scissione per incorporazione e nelle operazioni di scissione non proporzionale. Nelle scissioni proporzionali non si può mai parlare di rapporto di cambio.

Le valutazioni aziendali sono strettamente collegate alla determinazione del rapporto di cambio; esse risultano essere particolarmente complesse tanto sotto l'aspetto teorico quanto sotto quello metodologico. La finalità della valutazione in una scissione è perciò quella di definire il rapporto in modo da realizzare un'equa distribuzione del capitale sociale della beneficiaria tra i suoi "vecchi" soci e i soci della scissa. Più specificatamente, la valutazione avrà ad oggetto il complesso patrimoniale che la scissa trasferisce alla beneficiaria e il valore economico della beneficiaria prima che si realizzi l'operazione di scissione.

È possibile determinare il valore dei complessi aziendali in via autonoma o diversamente tenendo conto degli effetti dell'incorporazione. Nel primo caso si ipotizza che il valore economico del complesso aziendale post-operazione sia pari alla somma dei valori economici delle aziende che vi partecipano; nel secondo caso invece il valore economico del capitale del complesso aziendale

⁴ Vedi il successivo paragrafo 1.5.

andrà a considerare anche le eventuali sinergie originate dall'operazione. Il secondo metodo, che assume come finalità dell'operazione quella di ottenere un'azienda con valore superiore rispetto alla somma dei complessi aziendali in essa concentrati, si presenta come più razionale sul piano economico, ma anche di più difficile applicazione poiché presuppone la suddivisione del maggior valore creato mediante l'operazione e la sua assegnazione alle varie aziende partecipanti. Pertanto, nella prassi, le valutazioni effettuate allo scopo di determinare il rapporto di cambio si fondano sull'ipotesi semplificatrice del primo metodo.

Inoltre, è rilevante sottolineare come oggetto di valutazione sono sia le intere aziende che i rami aziendali.

Come già detto nel corso del paragrafo, la valutazione dei complessi aziendali partecipanti alla scissione determina il c.d. *rapporto di cambio teorico*, che risulta tuttavia influenzato da una serie di circostanze, oggettive e soggettive, che portano al *rapporto di cambio effettivo*. A tal proposito segue un elenco dei vari elementi che influenzano la determinazione del rapporto di cambio:

- a) la data a partire dalla quale viene fissato il godimento delle azioni o quote emesse dalla beneficiaria e assegnate ai soci della scissa;
- b) la presenza nel capitale sociale delle società partecipanti alla scissione di diverse categorie di azioni, di obbligazioni convertibili o azioni di risparmio convertibili;
- c) i conguagli in denaro a favore dei soci della società scissa;
- d) la quotazione di alcune o di tutte le società partecipanti alla scissione;
- e) la possibile influenza di fattori soggettivi che fanno riferimento ad interessi extra-economici o alla forza contrattuale delle parti.

Nelle scissioni, a differenza delle fusioni, i rapporti di cambio possono essere più di uno, ad esempio nel caso in cui le beneficiarie siano più di una.

Il concambio può essere soddisfatto sia con l'assegnazione di azioni di nuova emissione derivanti dall'aumento di capitale deliberato a servizio della

scissione dalla società beneficiaria sia attraverso altre modalità, quali l'assegnazione di azioni proprie o la redistribuzione di azioni del capitale della beneficiaria.

L'art. 2501-ter comma 1 c.c. dispone che in sede di determinazione del rapporto di cambio può essere stabilito un eventuale conguaglio in denaro. Al riguardo l'art. 2506 comma 2 c.c. precisa che tale conguaglio in denaro è consentito purché non superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote attribuite.

La disciplina sinora esaminata riguarda esclusivamente i rapporti interni che intercorrono tra i soci; tuttavia risulta rilevante analizzare anche i rapporti con gli stakeholder di una società oggetto di scissione, e in particolare con i suoi creditori al fine di approfondire come essi vengono tutelati prima, nel corso e dopo l'operazione.

È evidente come la realizzazione dell'operazione possa comportare un grave rischio per i creditori sociali in quanto l'assegnazione patrimoniale potrebbe essere mirata alla riduzione della garanzia patrimoniale a beneficio dei creditori o, comunque, averla come effetto.

Al fine di ovviare a tale criticità il legislatore ha previsto due fondamentali rimedi, il primo di natura preventiva, il secondo successiva. Tali rimedi interagiscono in un rapporto di complementarità, intervenendo, se del caso, in momenti differenti del procedimento di scissione: il primo, fra la delibera assembleare e l'atto di scissione, è mirato a sospendere l'esecuzione della delibera assembleare; il secondo, a seguito dell'intervenuta efficacia dell'atto - nonché operando con modalità del tutto distinte -, è volto a garantire un regime di tutela patrimoniale consistente nella responsabilità solidale delle società partecipanti alla scissione e la piena tutela dei creditori in relazione alle obbligazioni non ancora adempiute (*cfr. Busani, Urbani, 2017*).

Il rimedio preventivo consiste nel diritto di opposizione alla scissione da parte dei creditori sociali che ritengono la stessa possa produrre effetti

pregiudizievoli nei loro confronti. L'opposizione, nello specifico, mira a ottenere una pronuncia di sospensione degli effetti della delibera assembleare di scissione che impedisca agli amministratori delle società coinvolte di perfezionare l'atto di scissione. A tal riguardo, l'art. 2503 c.c. prevede che la scissione può essere attuata solo dopo che siano decorsi sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502-bis c.c., fermo restando che entro la scadenza di tale termine i creditori hanno il diritto di proporre opposizione all'operazione. Tuttavia, le società coinvolte sono legittimate a non attendere il decorso del termine sopra menzionato nel caso in cui: (1) consti il consenso dei creditori sociali anteriori all'iscrizione o alla pubblicazione prevista dall'art. 2501-ter comma 3 c.c.; (2) i creditori non consenzienti siano stati pagati; (3) siano state depositate presso una banca somme corrispondenti ai crediti dei terzi che abbiano proposto opposizione o che comunque non risultino essere consenzienti.

Infine, detto termine non trova applicazione ove la relazione degli esperti indipendenti di cui all'art. 2501-sexies sia redatta, per tutte le società partecipanti, dalla medesima società di revisione la quale garantisca, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori.

1.5 Aspetti fiscali della scissione

Gli aspetti fiscali relativi alle scissioni sono prevalentemente trattati nell'articolo 173 del TUIR, nonché nell'art. 174 TUIR e nell'art. 10-bis L. 212/2000. Il primo esamina gli aspetti fiscali della scissione ai fini delle imposte dirette, il secondo consiste nell'applicazione analogica del 173 agli enti diversi dalle società, mentre il terzo afferma che alla scissione si applicano le disposizioni sull'abuso del diritto.

La decorrenza degli aspetti fiscali della scissione normalmente coincide con l'ultima iscrizione dell'atto di scissione nel registro delle imprese della società

beneficiaria.

Il principio di neutralità fiscale della scissione per i soci della scissa è stabilito dal comma 3 dell'art. 173 TUIR, sulla base del quale è previsto che *“il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società scissa, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'art. 47, comma 7, e, ricorrendone le condizioni, degli artt. 58 e 87”*. Più approfonditamente, considerato che la scissione non può costituire né realizzo né distribuzione di plusvalenze o minusvalenze né conseguimento di ricavi, ne consegue che il valore fiscalmente riconosciuto all'insieme di partecipazioni che, a scissione avvenuta, saranno possedute dai soci della trasferente non potrà che essere complessivamente pari al costo fiscalmente riconosciuto dell'originaria partecipazione nella scissa, ridotto del solo eventuale conguaglio in denaro per la parte di esso che non costituisce utile per i soci. In altre parole, il valore ai fini fiscali della partecipazione della scissa ante-scissione trova compensazione nella sommatoria dei valori delle partecipazioni nelle beneficiarie. Mentre il comma 3 dell'art 173 TUIR riguarda i soci della società scissa, il comma 1 e il comma 2 dello stesso articolo asseriscono che la scissione è fiscalmente neutra anche nei confronti sia della società scissa che della società beneficiaria.

Tra gli aspetti di maggiore risalto nell'operazione della scissione vi è anche il trasferimento delle *posizioni soggettive* dalla società scissa alle società beneficiarie. Per posizioni soggettive si intendono elementi di calcolo essenziali, a livello fiscale, per la determinazione dell'utile di bilancio, dell'imponibile fiscale, degli importi da versare. Alcuni esempi di posizioni soggettive sono le plusvalenze assoggettate a tassazione in cinque esercizi, la deducibilità dei compensi agli amministratori, la durata del possesso di una partecipazione ed altre poste simili, tutte a carattere fiscale.

La disciplina è trattata dall'art. 173, commi da 4 a 10, dello stesso TUIR; in

particolare il comma 4 individua i criteri generali di ripartizione delle posizioni soggettive, mentre i commi successivi trattano in modo specifico talune situazioni. Al fine di affrontare ordinatamente l'argomento è necessario distinguere le posizioni soggettive escluse (che non rientrano nella disciplina del comma 4, in quanto appositamente regolamentate) dalle posizioni soggettive incluse, per le quali devono essere individuati e applicati i criteri di ripartizione del comma 4.

Gli obblighi di versamento acconti (comma 5), i fondi di accantonamento per i rischi e oneri (comma 6), le rimanenze di merci e di titoli (comma 7 e 8), le riserve in sospensione di imposta (comma 9) e le perdite fiscali (comma 10) sono le posizioni soggettive escluse appositamente regolate ciascuna nel comma corrispondente.

Quanto invece alle posizioni soggettive incluse disciplinate in via generale nel comma 4 del medesimo art. 173 TUIR si individuano tre criteri di ripartizione:

- a) la ripartizione in proporzione al patrimonio netto contabile;
- b) la ripartizione in funzione di specifici elementi patrimoniali scissi;
- c) la ripartizione in funzione di insiemi di elementi patrimoniali scissi che sono definiti rami o complessi aziendali.

Per quanto riguarda il primo criterio di ripartizione, alla data di effetto della scissione, tali posizioni soggettive vengono ripartite tra le società beneficiarie (e la scissa nel caso di scissione parziale) in proporzione al patrimonio netto contabile a ciascuna attribuito (e rimasto in capo alla scissa in caso di scissione parziale). Il patrimonio netto trasferito alle beneficiarie è quello individuato nel progetto di scissione, mentre può presentare qualche dubbio la definizione del patrimonio netto e soprattutto l'assegnazione dell'utile di periodo rimasto in capo alla scissa.

Per chiara indicazione contenuta nel comma 4 dell'art. 173 TUIR, il riferimento al patrimonio netto è a quello contabile.

Il confronto tra i due elementi (patrimonio netto della beneficiaria e patrimonio

netto della scissa) deve includere anche l'utile del periodo (risultato reddituale economico intermedio); quindi il patrimonio netto rimasto in capo alla società scissa corrisponde al valore di bilancio, decurtato delle quote trasferite alle beneficiarie.

In sede di consolidamento dei valori del patrimonio scisso con quelli della beneficiaria emergono valori differenziali qualificabili come differenze di scissione. Queste differenze traggono origine dall'introduzione nel bilancio della beneficiaria di valori definiti secondo differenti logiche: da un lato, i valori relativi agli elementi attivi e passivi trasferiti sono normalmente inseriti nella contabilità della beneficiaria secondo i valori cosiddetti storici; dall'altro l'aumento del capitale sociale a servizio dei soci della società scissa è determinato sulla base del rapporto di cambio prima esaminato.

Le differenze di scissione possono essere definite come disavanzo da scissione o avanzo da scissione (*cfr. Confalonieri, 2011*). Si avrà *disavanzo da concambio* quando il capitale sociale o l'aumento del capitale della beneficiaria è superiore al netto conferito. Si avrà diversamente *avanzo da concambio* quando il capitale sociale o l'aumento del capitale della beneficiaria è inferiore al netto conferito.

Il decimo comma dello stesso articolo 173 TUIR prende invece in esame le perdite fiscali riportabili, nonché gli interessi passivi indeducibili ex art. 96 TUIR e l'eccedenza relativa all'aiuto alla crescita economica (Ace). Per tale argomento è necessario attuare una distinzione tra scissione totale e scissione parziale. Nell'ipotesi di una scissione totale, estinguendosi la società scissa, le perdite, gli interessi passivi indeducibili e le eccedenze di Ace di quest'ultima devono essere ripartite tra le beneficiarie con il criterio proporzionale in base al patrimonio netto contabile apportato a dette società. Viceversa, nel caso di scissione parziale le perdite, gli interessi passivi indeducibili e le eccedenze di Ace verranno ripartite, sempre con il criterio proporzionale, fra scissa e beneficiarie.

Infine, è rilevante approfondire anche la relazione che intercorre tra scissione e imposte indirette. I passaggi di beni in dipendenza di scissioni non sono considerati cessioni di beni e, pertanto, costituiscono operazioni escluse da IVA (articolo 2, comma 3, DPR 633/72). D'altra parte, le operazioni di scissione scontano l'imposta di registro in misura fissa pari a € 200,00, così come lo stesso accade per il verbale assembleare di approvazione del progetto di scissione, per l'imposta ipotecaria e per quella catastale.

1.6 Conclusioni

Alla stregua delle tematiche esposte, appare evidente come la scissione sia caratterizzata nel sistema positivo da un pronunciato polimorfismo, nel senso che, sulla base del concreto assetto che le società coinvolte intendono imprimere all'operazione, l'istituto può assumere le connotazioni strutturali più varie. Ne consegue che, rispetto all'istituto opposto della fusione, che pure nel sistema positivo assume il ruolo di paradigma normativo e le cui disposizioni sono più volte richiamate dal legislatore, la scissione appare contraddistinta indubbiamente da una duttilità ben maggiore. La scissione consente, infatti, alle società partecipanti la possibilità di plasmare nel modo più variegato gli effetti dell'operazione sulla compagine e sul patrimonio sociale. A fronte di tale peculiarità non sembra che la tecnica legislativa adottata dal legislatore sia appropriata alle particolarità dell'istituto in oggetto. Specificatamente, desta notevoli perplessità la scelta di regolamentare la scissione in larga misura mediante rinvio, peraltro parziale e apparentemente selettivo, alle norme sulla fusione, senza tenere adeguatamente conto delle singolarità della scissione medesima, che la differenziano in maniera sostanziale dalla fusione.

Il quadro risulta essere ancora piuttosto confuso e articolato; ma è proprio questa flessibilità dell'istituto e, più in generale, della sua disciplina che permette di includere la scissione tra le operazioni straordinarie capaci di superare gli stati patologici d'impresa o di accrescere il proprio business.

CAPITOLO 2 – Analisi delle operazioni di demerger

2.1 Introduzione

In molte aree geografiche così come in molteplici settori l'ambiente aziendale è ormai diventato sempre più dinamico e volatile a causa di diversi fattori, quali la tecnologia, la globalizzazione e l'informazione. Nel corso degli anni sono state introdotte teorie differenti per fare fronte a queste sfide organizzative; a questo proposito il demerger rappresenta un'opportunità e una tecnica di strategia aziendale che consente alle imprese di mantenere la propria competitività e la propria redditività concentrandosi sul rispettivo *core business*. Infatti, la scissione è sovente finalizzata alla focalizzazione della principale attività aziendale di tipo operativo in una società.

Le scissioni sono state a lungo trascurate quale mezzo per generare valore, ma già a partire dai primi anni del XXI secolo è possibile notare una considerevole affermazione delle operazioni di demerger a dimostrazione dei vantaggi conseguiti, come già sottolineato nel precedente capitolo, grazie al loro marcato eclettismo.

Pertanto, il presente capitolo si pone come obiettivo l'analisi delle operazioni di demerger sviluppatesi nel tempo operandola sia per area geografica (*paragrafo 2.2*) che per settore (*paragrafo 2.3*) e prendendo come riferimento lo stesso campione di aziende utilizzato anche per l'analisi di performance del capitolo successivo.

Il campione, estratto usando la banca dati "Zephyr⁶", raccoglie dati qualitativi e quantitativi relativi a tutte le aziende contenute all'interno del database filtrate per tipo di deal (*demerger*) e per stato corrente del deal (*completato e confermato*).

Dunque, tale campione sarà analizzato nel corso del seguente capitolo al fine

⁵ Il campione integrale è costituito da 1300 aziende.

⁶ Editore: Bureau van Dijk Electronic Publishing.

di comprendere ed evidenziare quali siano le aree geografiche e i settori in cui l'operazione di scissione risulta avere una maggiore diffusione.

2.2 Analisi per area geografica

Sebbene ciascuna organizzazione possa avere alcuni motivi specifici per effettuare la scissione, tuttavia gli obiettivi principali dell'operazione risultano essere sempre gli stessi: realizzare profitti per gli azionisti, salvaguardare gli interessi dell'azienda e mantenere la propria competitività all'interno dell'area geografica e del settore di appartenenza. Ciò premesso appare comprensibile come, a livello globale e lungo l'orizzonte temporale, l'operazione possa assumere le più svariate sfumature. Infatti, come emerge chiaramente anche dal campione oggetto di analisi, l'operazione di scissione è stata e viene realizzata nella grande maggioranza dei paesi del mondo. A tal proposito è rilevante aggiungere come in data 12 dicembre 2019 sia stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale europea la direttiva (UE) 2019/2121 del 27 novembre 2019 avente per oggetto le trasformazioni, le fusioni e *le scissioni transfrontaliere*. Tale provvedimento, difatti, regola le operazioni di scissione transfrontaliere che mai precedentemente erano state oggetto di una specifica normativa e quindi porta a dover considerare come effettivamente possibili anche queste operazioni di demerger c.d. *cross border*. L'obiettivo principale perseguito dal legislatore europeo attraverso la direttiva è quello di favorire la mobilità transfrontaliera delle imprese offrendo strumenti normativi predefiniti per riorganizzare l'assetto societario e migliorare l'allocazione del capitale e dei fattori produttivi (*cfr. Aiello A. e Pistocchi C., 2020*).

La procedura di *scissione cross border* riguarda unicamente società beneficiarie di nuova costituzione (non sono regolamentate dalla direttiva le scissioni mediante incorporazione) e si articola in tre fasi distinte. La prima fase consiste nella redazione di un progetto di scissione e della relazione illustrativa per i soci e i dipendenti. Il progetto di scissione viene, in un secondo momento,

esaminato da un esperto indipendente che elabora una propria relazione destinata ai soci avente ad oggetto le valutazioni in merito all'adeguatezza della liquidazione in denaro e del rapporto di cambio. Infine, dopo l'approvazione della scissione da parte dell'assemblea dei soci, la documentazione deve essere controllata dall'autorità competente prima che acquisti efficacia.

Dunque, a livello globale la storia recente è ricca di demerger con i quali i gruppi sono stati smembrati. L'elevata disponibilità di risorse finanziarie, il rapido mutamento del contesto competitivo e il consolidamento hanno infatti contribuito a vivacizzare il mercato mondiale delle scissioni nel corso del nuovo millennio. La concorrenza tra grandi e piccole imprese sta portando ad un'erosione dei margini reddituali, imponendo conseguentemente soluzioni in grado di migliorare la redditività grazie alle economie di scala. La scissione in tal senso può rappresentare una delle strategie utilizzate per ottenere economie di scala: protagoniste sono aziende alla ricerca di opportunità di crescita per diventare più competitive in un contesto sempre più globale, e che, attraverso la crescita per linee esterne, ambiscono a contrastare il dominio delle grandi corporation americane.

Il rapido evolversi del contesto competitivo mondiale mal si concilia, però, con la lentezza dei procedimenti autorizzativi da parte degli organi regolamentari dei garanti della concorrenza di tutto il mondo. L'allungamento dei tempi di autorizzazione finisce, talvolta, anche per favorire condizionamenti da parte delle amministrazioni centrali dei paesi coinvolti dall'operazione, come è emerso in particolare sui mercati europeo e statunitense, nei quali il ruolo di alcuni Governi ha influenzato la nascita di nuovi leader mondiali.

La vivacità del mercato del demerger è anche il risultato di una sempre più affermata globalizzazione, che induce un numero sempre maggiore di piccole e medie imprese ad adottare strategie di internazionalizzazione, in questo favorite anche dalla possibilità di reperire facilmente i fondi necessari a finanziare l'operazione anche all'estero.

Volendo ora passare ad una analisi più dettagliata dei numeri di deal completati per ciascun paese, si riporta una tabella ottenuta dal campione oggetto di analisi.

Tabella 1: Operazioni di demerger per paese.

Paese	Numero di deal	Percentuale
Olanda (NL)	563	43,3%
Stati Uniti (US)	127	9,8%
Corea del Sud (KR)	108	8,3%
Canada (CA)	68	5,2%
Russia (RU)	65	5,0%
Germania (DE)	55	4,2%
India (IN)	42	3,2%
Giappone (JP)	38	2,9%
Australia (AU)	33	2,5%
Inghilterra (GB)	32	2,5%
Spagna (ES)	18	1,4%
Italia (IT)	18	1,4%
Norvegia (NO)	15	1,2%
Svezia (SE)	15	1,2%
Cina (CN)	14	1,1%
Svizzera (CH)	11	0,8%
Francia (FR)	11	0,8%
Finlandia (FI)	10	0,8%
Cile (CL)	9	0,7%
Danimarca (DK)	8	0,6%
Polonia (PL)	7	0,5%
Estonia (EE)	5	0,4%
Belgio (BE)	4	0,3%
Brasile (BR)	4	0,3%
Colombia (CO)	4	0,3%
Repubblica ceca (CZ)	4	0,3%
Malesia (MY)	4	0,3%
Taiwan (TW)	4	0,3%
Sudafrica (ZA)	4	0,3%
TOTALE	1300	100,0%

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

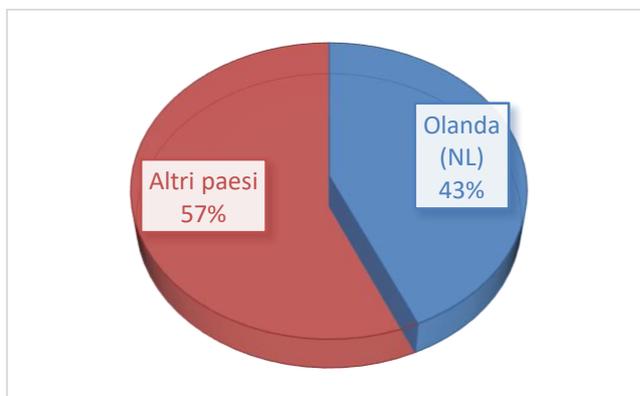
Nella tabella vengono evidenziate alcune frequenze di statistica descrittiva utili

a comprendere la diffusione delle operazioni di demerger per ciascuna area geografica; tuttavia saranno analizzate, a titolo esemplificativo, solamente le statistiche più rilevanti, prendendo in esame determinati paesi.

In tal senso, è possibile osservare chiaramente come l'Olanda sia di gran lunga il paese dove l'operazione di scissione è maggiormente effettuata con 563 deal pari al 43,3% dell'intero campione in esame. Seguono, poi, gli Stati Uniti con il 9,8% e la Corea del Sud con l'8,3%; considerevole è anche il numero di operazioni in Canada, Russia, Germania, India, Giappone, Australia e Inghilterra. L'Italia, insieme alla Spagna, occupa l'undicesimo posto di questa particolare classifica con 18 deal pari all'1,4%.

Dunque, appare essere più che significativo il dato riguardante i Paesi Bassi visto che circa la metà delle operazioni del campione di analisi interessano tale area geografica. È quindi opportuno spiegare questa diffusione.

Grafico 1: Percentuale di operazioni di demerger in Olanda rispetto al resto del campione.



Fonte: Dati elaborati dall'autore.

La legislazione fiscale olandese consente di trasferire determinate attività e passività esenti da imposte sul reddito della società a un'altra società; in tale maniera in Olanda è possibile formare una holding con due società operative differenti derivanti dalla scissione senza alcuna tassazione. Il maggior

vantaggio non è però fiscale ma riguarda la legge societaria, eredità della storia e della natura mercantile della società olandese. In sintesi, si tratta di un meccanismo maggioritario che moltiplica i diritti di voto a partire da soglie che variano dal 20% al 30%, garantendo al maggiore azionista il controllo della società, fatto essenziale nelle holding. Come già sottolineato anche le tasse hanno un ruolo: dividendi e capital gain che affluiscono dalle società controllate estere non concorrono all'imponibile, mentre interessi e royalty non sono tassati. L'attenzione alle esigenze fiscali e di governo delle grandi aziende in Olanda è il risultato di una tradizione secolare; già nel Seicento la Compagnia olandese delle Indie Orientali (la prima società globale basata su azioni commerciabili e gestita in modo collegiale) aveva per prima creato un modello di corporate governance poi adottato dalle società anglosassoni.

Gli Stati Uniti seguono i Paesi Bassi con 127 deal. Il dato non è sorprendente visto che, come le fusioni e le acquisizioni, anche le scissioni sono nate proprio negli Stati Uniti. Infatti, già tra il 1981 e il 1985 negli USA le scissioni si verificavano frequentemente; questa nuova operazione arriverà poi in Europa solo agli inizi degli anni '90 tanto che il 29 aprile 1992 il Financial Times titolava "*Demergers replace the buy-outs*" (cfr. Nikki Tait, *Financial Times* 29/04/92, pagina 25). Dunque, l'operazione si deve essere comunque abbastanza consolidata anche all'interno della sua area geografica di origine. Anche la Corea del Sud occupa una posizione rilevante all'interno del campione di analisi infatti all'interno di tale area geografica i deal sono 108. Per le società coreane l'operazione di demerger è diventata una sorta di moda e ha uno scopo ben preciso. Il fine della scissione in Corea del Sud non è tanto l'incremento del valore aziendale o dell'efficienza gestionale, ma piuttosto quello di facilitare la successione ereditaria nelle aziende a conduzione familiare.

Interessante è pure il caso dell'India con il 3,2% dei deal dell'intero campione. In tale area geografica il demerger ha, infatti, differenti effetti sulle entità

aziendali, vale a dire:

- a) la neutralità fiscale delle attività trasferite alla società risultante;
- b) l'estensione del beneficio di riporto delle perdite o degli ammortamenti (della scissa) alla società risultante;
- c) l'indennità per le spese di scissione;
- d) la neutralità fiscale della scissione per gli azionisti della scissa.

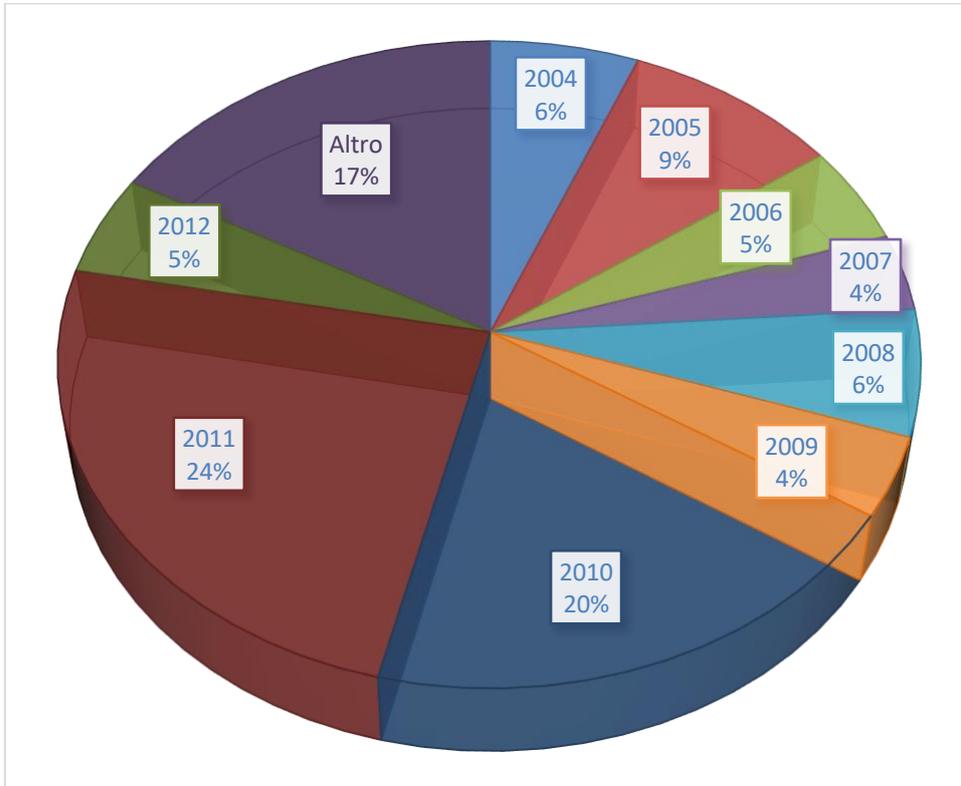
Giungendo infine al caso italiano (1,4% dei deal del campione), è riscontrabile come il numero di operazioni sia sostanzialmente inferiore rispetto a quello dei paesi sopra esaminati. Come già sottolineato nel corso del capitolo precedente, l'istituto della scissione è stato recepito da parte dell'ordinamento giuridico italiano solo a partire dal 1991 e al giorno d'oggi è stato utilizzato solo da un ristretto segmento di aziende. Ciò poiché in Italia il procedimento di scissione è articolato in molteplici fasi e, considerata anche la complessità dei documenti (in particolare del piano di scissione e della struttura azionaria), può durare da alcune settimane fino a diversi mesi. Tuttavia, tra le 18 operazioni del campione avvenute nell'area italiana è possibile notare come vi siano aziende di dimensioni importanti quali Telecom, ERG e Fiat. Ciò a dimostrazione del fatto che nel nostro Paese ad ogni modo l'operazione è tutt'altro che trascurata, ma piuttosto è solo meno usata rispetto agli altri paesi del campione.

Al cospetto di questa analisi per area geografica appare pertinente anche esaminare la frequenza dell'operazione di scissione lungo l'orizzonte temporale.

Nel campione di analisi le date di completamento dei deal coprono l'orizzonte temporale che parte dall'anno 1998 e arriva all'anno 2019. Il lasso di tempo che intercorre tra il 2004 e il 2012 risulta essere quello dove la scissione ha avuto la sua maggiore diffusione; infatti, è possibile notare una crescita quasi costante. Si riporta un grafico a torta nel quale vengono evidenziate le percentuali di operazioni di demerger del campione nel corso del periodo di tempo sopra menzionato.

La voce “*Altro*” si riferisce agli intervalli 1998-2003 e 2013-2019.

Grafico 2: Percentuale di operazioni di demerger nel tempo.



Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Ciò che maggiormente emerge dal grafico a torta è la grande affermazione del demerger negli anni 2010 e 2011 in cui la percentuale è pari rispettivamente al 20% e al 24% dell'intero campione in oggetto. Negli intervalli 1998-2003 e 2013-2019 gli anni osservati singolarmente non superano mai le 50 operazioni e, dunque, presentano tutti un valore di frequenza assoluta inferiore rispetto ai singoli anni che intercorrono tra il 2004 e il 2012.

Mettendo in relazione area geografica e orizzonte temporale si evince come negli Stati Uniti la scissione societaria venga realizzata lungo l'intero intervallo; in Olanda invece si è avuta una grande concentrazione delle

operazioni tra gli anni 2010 e 2011⁷; mentre in Corea del Sud la maggior parte dei deal è stata completata tra il 2008 e il 2009. Infine, quanto all'Italia, gli anni 2004, 2005 e 2011 sono stati quelli con il maggior numero di scissioni.

2.3 Analisi per settore

Oltre ad essere conosciuta e usata in molte aree geografiche, l'operazione di scissione viene effettuata da aziende che operano in settori differenti e dunque, a prescindere dalla attività che esse svolgono.

Infatti, dal campione di analisi⁸ è possibile notare come, ad esempio, siano coinvolte in scissioni aziende di svariati settori e tra i più ricorrenti: energetico, telecomunicazioni, engineering, abbigliamento, alimentare, farmaceutico, minerario, immobiliare, trasporto aereo, e-commerce, elettronico, finanziario e bancario.

È facile immaginare che, così come per le aree geografiche prima considerate, anche per i settori, le tendenze evolutive del mercato internazionale e la ridefinizione dello scenario competitivo hanno profondamente condizionato il mercato delle scissioni e delle altre operazioni di finanza straordinaria. In ciascun settore, quindi, si perseguono percorsi evolutivi al fine di stare al passo con i processi di consolidamento, di internazionalizzazione e di competizione nel contesto globale.

Nei vari settori a dare impulso al “*dealmaking*” contribuiscono, oggigiorno, il perdurare di condizioni di mercato favorevoli quali economie relativamente stabili, tassi di interesse contenuti e mercato del credito accessibile.

Passando ora ad una analisi più approfondita, si evidenzia come il settore *Energy & Utilities*, costituito dai servizi di produzione e fornitura di energia, acqua, metano, waste management ed industria petrolifera, sia quello con il

⁷Sono così chiarite anche le maggiori percentuali in queste due annate, dato che l'Olanda risulta essere l'area geografica con un numero di scissioni (563 deal) pari a poco meno della metà dell'intero campione.

⁸ È lo stesso campione di 1300 aziende esaminato nel paragrafo 2.2.

maggior numero di volumi. Infatti, molte aziende del settore nel corso degli ultimi anni hanno usato come strategia quella di scorporare le proprie attività nel settore del gas e dell'energia elettrica al fine non solo di aumentare il proprio volume d'affari ma anche di creare nuovi posti di lavoro.

È questo il caso, ad esempio, già sopra menzionato, della celebre società per azioni italiana ERG, il cui fatturato del 2019 è pari a 1,022 miliardi di euro.

Anche il comparto *Financial Services*, che ricomprende banche e assicurazioni nonché tutti gli altri servizi di natura finanziaria, risulta avere un peso rilevante all'interno del campione di analisi. Questo dato non è sorprendente considerato che in tale settore la scissione è spesso lo strumento adeguato a fronteggiare situazioni di crisi. Si pensi, ad esempio, ad una banca in crisi che ha eccessivamente diversificato la propria attività e che potrebbe essere rilanciata focalizzando l'attività sul proprio core business. Trasferendo, tramite scissione parziale, parte del suo patrimonio relativo al *no core*, anche contabilmente o effettivamente negativo, ad un intermediario specializzato in tale attività, la banca potrebbe addirittura vedere aumentare il proprio patrimonio effettivo. D'altra parte, l'intermediario finanziario beneficiario della scissione, pur subendo una riduzione del proprio patrimonio netto, acquisirebbe gli *asset* afferenti al proprio core business. Qualora, invece, la scelta fosse indirizzata verso l'estinzione della banca in difficoltà, la soluzione potrebbe essere rappresentata da una scissione totale. In tal modo, la banca in dissesto verrebbe estinta e, nel contempo, due o più banche beneficiarie potrebbero acquisire i rispettivi rami aziendali di interesse per mercato, territorio, tipologia di attività o tecnologia. In questo caso, con la scissione, a differenza di quanto accadrebbe con una fusione o una acquisizione, è possibile produrre un incremento di valore in capo alle società beneficiarie o, comunque, un minore onere a carico del sistema (*cf. Bindelli M., 2016*).

L'utilità del demerger in tale settore è ancora più evidente nell'ambito della gestione delle crisi che interessano le BCC (banche di credito cooperativo) oltre

che, alla luce delle novità introdotte dalla legge di riforma del credito cooperativo del 2016⁹, nel salvataggio di banche società per azione da parte delle BCC “sane” o della capogruppo del gruppo bancario cooperativo.

Rilevante è anche il volume di operazioni nel settore delle telecomunicazioni, tra cui emerge una delle aziende italiane più conosciute, Telecom Italia.

Tale deal si riferisce alla scissione da Telco S.p.A., la holding di Telecom Italia, che ha coinvolto diverse società importanti (Generali, Mediobanca e Intesa Sanpaolo) in un’operazione piuttosto complessa.

Recentemente era stata programmata anche una seconda operazione di scissione che avrebbe coinvolto Telecom Italia. La scissione parziale avrebbe trasferito il controllo di Tim da Telecom a Olivetti S.p.A., sempre del gruppo Telecom Italia, al fine di sviluppare l’azienda e quindi massimizzare il valore per tutti gli azionisti. Tuttavia, tale piano di riassetto non è stato portato a termine visto il mancato apprezzamento da parte del mercato e la mancata possibilità di ottenere da tutte le parti interessate il consenso necessario.

Quanto invece all’Industrial Market (che include in senso lato costruzioni, chimica, *automotive*, nonché tipiche lavorazioni industriali quali siderurgia, meccanica e impiantistica) si pone subito dopo al settore Energy & Utilities per volume di operazioni. È rilevante in tale ambito la scissione parziale proporzionale di Fiat S.p.A. a favore di Fiat Industrial S.p.A. che è stata approvata nel 2010 al fine di separare gli asset industriali da quelli automobilistici. I leader del celebre gruppo hanno espressamente definito questa scelta come corrispondente a una logica di crescita e autonomia e a distanza di anni è possibile dire che tale si è dimostrata, dato che circa quattro anni più tardi Fiat S.p.A. è riuscita ad acquisire la totalità delle azioni di Chrysler Group.

Altro settore in cui il numero di operazioni di scissione è considerevole è quello

⁹ La riforma si basa essenzialmente sulla costituzione di gruppi bancari cooperativi cui le BCC hanno l’obbligo di aderire, pur mantenendo i caratteri distintivi di banche locali cooperative.

del Consumer Market (il retail), dove il demerger garantisce un miglioramento della struttura commerciale e dell'efficienza logistica, nonché l'ottimizzazione delle risorse e l'incremento degli introiti.

Invece, per quanto concerne i valori del deal delle aziende del campione oggetto di analisi, appaiono straordinariamente alti quelli del settore telecomunicazioni, dove, ad esempio, è possibile segnalare le americane Altice USA Inc. e Time Warner Cable Inc. con, rispettivamente, 25 e 21 miliardi di euro.

Da ultimo, per completezza ed esaustività, rileva evidenziare una fattispecie di scissione che può risultare vantaggiosa e versatile in ciascuno dei settori esaminati nel corso del capitolo, lo *spin off immobiliare*, di cui si è già accennato nella parte iniziale del primo capitolo.

Ancor meglio, detto strumento si rivela essere conveniente per tutte quelle aziende di ciascun settore che nel patrimonio societario dispongono di almeno un bene immobile strumentale (la sede dell'azienda).

Tale operazione si realizza attraverso lo scorporo del ramo immobiliare, mediante una scissione parziale proporzionale, e il suo successivo conferimento in una "*new company*", prevedendo che la stessa conceda in locazione l'immobile alla scissa. Affinché l'operazione risulti neutra e senza alcun elemento assimilabile all'elusione di norme tributarie è necessario osservare le seguenti condizioni:

- a) la valorizzazione del business imprenditoriale della scissa dopo l'operazione;
- b) il mantenimento degli immobili in regime di impresa;
- c) la non manifesta intenzione dei soci della beneficiaria immobiliare di cedere le relative partecipazioni.

I vantaggi dello *spin off immobiliare* sono la separazione delle attività e del patrimonio e, nel caso di azienda familiare, l'indipendenza dei singoli componenti della famiglia, garantendo così la possibilità, a coloro che non sono impegnati personalmente nella gestione aziendale, di percepire comunque i

redditi derivanti dalla gestione dei beni immobili.

2.4 Conclusioni

Così approfondite le operazioni di demerger per area geografica e per settore tenuto conto dei dati ottenuti dalla ricerca nel database di Zephyr, è possibile confermare come l'istituto della scissione sia riconosciuto ed utilizzato oggi in gran parte del mondo e in molti settori di attività delle aziende.

In sostanza, l'analisi ha evidenziato come vi siano delle aree geografiche (Olanda, Stati Uniti e Corea del Sud) e dei settori (Energy & Utilities, Industrial Market, Telecomunicazioni e Financial Services) in cui la scissione ha avuto e tutt'ora ha maggiore successo, almeno in termini numerici.

È emerso poi che l'intervallo di tempo in cui sono stati portati a termine più deal è stato il biennio 2010-2011, dunque nel periodo finale della Grande Recessione.

Ad ogni modo, l'operazione sta crescendo sempre di più all'interno del mercato globale qualitativamente e quantitativamente, ciò poiché la globalizzazione e le recenti tecnologie impongono ai grandi manager la ricerca di nuove strategie per poter competere con la concorrenza in questo nuovo ambiente dinamico e mutevole. Proprio per il suo polimorfismo, che tanto si è sottolineato nel corso del primo capitolo, il demerger sembra essere, in ciascuna area geografica e per ciascun settore, un'ottima soluzione per quelle aziende che necessitano quel di più al fine di non perdersi nella continua evoluzione del mercato. È proprio il suo eclettismo che permette al demerger di adeguarsi al dinamismo dell'economia moderna. Dunque, anche nei Paesi in cui l'istituto è stato regolamentato con leggero ritardo e in quei settori dove faticava a svilupparsi, si sta affermando adesso al fianco delle altre operazioni di finanza straordinaria più note e inflazionate. L'analisi condotta nel capitolo ha certamente rilevato questo trend, anche se i volumi di operazioni appaiono ancora inferiori rispetto, ad esempio, alle operazioni di mergers and acquisitions (M&A).

CAPITOLO 3 – La performance e le caratteristiche delle operazioni di demerger

3.1 Introduzione

Al fianco dell'analisi geografica e di settore, altrettanto rilevante risulta lo studio e l'approfondimento delle performance delle operazioni di demerger nonché delle loro caratteristiche più strettamente finanziarie e della loro influenza sulla dimensione aziendale e sulla struttura finanziaria.

Infatti, in taluni contesti ambientali caratterizzati da forte complessità e turbolenza, quali quelli odierni, più che mai le aziende hanno necessità di controllare e monitorare la propria attività verificando il grado di raggiungimento degli obiettivi o, in altri termini, valutando le rispettive performance, ovvero le proprie capacità di generare valore nel tempo.

Dunque, avendo come riferimento il medesimo campione¹⁰ del secondo capitolo ed esaminando esaustivamente una serie di valori pre-deal e post-deal estratti dalla stessa banca dati *Zephyr*¹¹, è possibile verificare gli effettivi vantaggi di una operazione di demerger.

Tuttavia, è importante precisare come l'analisi delle performance economico-finanziarie, poiché basata esclusivamente su informazioni di natura tecnico-contabile, da sola non è in grado di soddisfare tutte le esigenze informative in questione; essa, infatti, non fa emergere quell'aspetto "nascosto", immateriale, intangibile, inerente alle condizioni interne ed esterne di gestione e le modalità con cui l'attività viene svolta (cfr. *Federica Balluchi, 2013*).

Nonostante ciò, la misurazione delle performance appare essere indiscutibilmente uno dei migliori strumenti volti a dimostrare, in tal caso, l'efficacia della scissione.

Il presente capitolo vuole studiare le performance pre-demerger e post-

¹⁰ Il campione integrale è costituito da 1300 aziende.

¹¹ Editore: Bureau van Dijk Electronic Publishing.

demerger delle aziende appartenenti al campione (*paragrafo 3.2*), all'analisi delle dimensioni delle stesse (*paragrafo 3.3*), nonché ad esaminare la loro struttura finanziaria (*paragrafo 3.4*).

3.2 Analisi di performance

Misurare le performance equivale a valutare i risultati conseguiti in riferimento ad un certo periodo, tenendo chiaramente conto degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Per esprimere “*la misura della performance*” si fa riferimento ai noti indicatori di performance, integrati da strumenti che permettono anche il continuo monitoraggio della dinamica del valore.

Gli indicatori di performance (*key performance indicators – KPI*) sono misure quali-quantitative, talvolta risultato di rapporti tra grandezze, definite rispetto a specifici fattori critici di successo di un'impresa; possono essere rappresentati da parametri monetari, parametri di tipo quantitativo numerico e parametri di tipo quantitativo non numerico. In tal senso possono costituire uno strumento informativo utile a valutare il grado di raggiungimento degli obiettivi prefissati. Gli indicatori di performance possono essere classificati seguendo diversi criteri. Una prima classificazione divide i *KPI* in quantitativi e qualitativi.

Le misure *quantitative* sono generalmente di facile calcolo e sono caratterizzate da un discreto livello di obiettività. Esse possono essere di natura economico-finanziaria o non economico-finanziaria. Tra le prime troviamo, ad esempio, gli indici calcolati a partire dai documenti contabili: indici di liquidità, indici di redditività (ROS, ROA, ROE, payout ratio), indici di rigidità della struttura finanziaria, fatturato e leva finanziaria. Gli indicatori quantitativi non di natura economico-finanziaria sono espressi da frequenze numeriche o percentuali.

Le misure *qualitative* (funzionali), invece, sono di calcolo più complesso e, talvolta, caratterizzate da un alto livello di soggettività; si fa riferimento a indicatori riferiti alla motivazione dei dipendenti, alla fiducia dei clienti, alle

competenze dei manager e alla qualità dei servizi.

Si distinguono poi misure di performance “per la proprietà” che possono basarsi su misure tradizionali di performance o su misure esterne di performance (*cfr. Cariola, 2006*). Le prime si concretizzano nei tradizionali indicatori calcolati dal confronto tra il flusso di ricavi e il flusso dei costi e altri oneri di gestione caratteristica e non. Le misure esterne di performance sono, invece, calcolate basandosi su dati di mercato (es. prezzo delle azioni) e sono quindi utilizzabili soltanto nell’ambito delle realtà aziendali quotate in Borsa. Esempi di queste misure sono: il total shareholder return, il relative shareholder return, il market value added, il market to book ratio e il Tobin’s Q.

Dato che sono condizionate da fenomeni estranei alla gestione, si individuano anche indicatori che non si basano esclusivamente su dati esterni del mercato azionario, ma che misurano la performance di un’impresa in termini di capacità del reddito operativo rispetto al costo complessivo delle fonti finanziarie investite in azienda in un determinato periodo (misure di performance value based). Si fa riferimento, ad esempio, a indicatori quali il reddito residuale, l’economic profit, l’EVA (economic value added), il cash flow return on investment e il risultato economico residuale.

Ulteriori prospettive di analisi per classificare gli indicatori di performance scaturiscono dalla natura dell’oggetto osservato e dalle diverse fasi del ciclo operativo (iniziale, intermedia e finale).

Venendo, quindi, più nello specifico all’operazione di demerger e ad una più approfondita analisi empirica del campione è possibile confrontare i valori pre-deal e post-deal di alcuni degli indicatori finanziari sopra descritti.

È importante sottolineare di come si tratti di una tipologia di analisi “*ex post*”, e pertanto non sia volta ad ipotizzare quale potrebbe essere l’effetto di un evento futuro sul valore delle aziende (“*ex ante*”), bensì sia volta a considerare dati effettivamente verificati, valutandone la loro dipendenza dall’evento stesso.

Di seguito, si riportano i valori degli indici di redditività relativi a tredici¹² aziende appartenenti al campione estratto da Zephyr così da poterne commentare i risultati. Gli indici di redditività, infatti, forniscono informazioni relative ai rendimenti dei fattori impiegati, all'efficienza e all'economicità complessiva.

Tabella 2: ROS pre-deal e post-deal.

NAME	ROS PRE-DEAL	ROS POST-DEAL
ALTICE USA INC.	10,674%	17,989%
VERITAS SOFTWARE CORPORATION	-77,877%	-48,117%
TIME WARNER CABLE INC.	-68,413%	19,017%
BLACKHAWK NETWORK HOLDINGS INC.	7,505%	5,597%
HARRIS STRATEX NETWORKS INC.	-0,612%	-47,337%
COVISINT CORPORATION	-36,622%	-43,508%
TOHO ZINC CO., LTD	3,223%	9,897%
ACCO WORLD CORPORATION	9,892%	8,578%
ANTHEM PROPERTIES GROUP LTD	12,581%	4,776%
ATRIUM BIOTECHNOLOGIES INC.	21,958%	24,236%
MUELLER WATER PRODUCTS INC.	8,565%	11,444%
HYDROGENICS CORPORATION	-38,871%	-105,021%
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	14,594%	11,896%

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Il *ROS (return on sales)* è un indice che esprime la relazione tra reddito operativo e fatturato ed evidenzia la redditività delle vendite.

$$(1) \quad \frac{\text{reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{vendite}}$$

È usato per valutare l'efficienza dell'impresa nello svolgere la propria attività principale. Il valore risultante varia dal settore a cui l'azienda appartiene; generalmente, in un intervallo di tempo considerato, l'incremento di questo

¹² Al fine di garantire una maggiore chiarezza e correttezza, visto che all'interno del database alcuni dei valori quantitativi sono mancanti, si informa che dal campione integrale e iniziale sono stati selezionati solamente quei deal che riportano tutti i dati attinenti al presente approfondimento; il medesimo modus operandi verrà utilizzato anche per le analisi successive.

indice denota che la società sta crescendo in maniera efficiente, viceversa il decremento dell'indice potrebbe rivelare problemi di redditività.

La tabella riporta il *ROS* dell'impresa target prima e dopo la scissione; si nota come in taluni casi l'operazione determina un aumento della redditività delle vendite mentre in altri (*evidenziati in rosso*) avviene il contrario. Emblematico per quanto riguarda gli incrementi è il caso della *Time Warner Cable Inc.*, azienda americana attiva nel settore delle telecomunicazioni, che da un valore negativo di -68,413% è passata, dopo l'operazione di demerger, ad avere un *ROS* pari al 19,017%.

L'eventuale incremento o decremento della redditività delle vendite dopo la scissione, e quindi il potenziale beneficio derivante da quest'ultima per le società che prendono parte all'operazione, è fortemente influenzato da quale sia lo scopo per cui si compie il demerger. Se infatti, ad esempio, il fine è la creazione di una "*bad company*" ed essa coincide con l'impresa target, è più che probabile che essa riporti un decremento nei suoi indicatori di performance.

Tabella 3: ROI pre-deal e post-deal.

NAME	ROI PRE-DEAL	ROI POST-DEAL
ALTICE USA INC.	2,854%	5,120%
VERITAS SOFTWARE CORPORATION	-10,966%	-14,027%
TIME WARNER CABLE INC.	-24,571%	7,777%
BLACKHAWK NETWORK HOLDINGS INC.	4,312%	3,302%
HARRIS STRATEX NETWORKS INC.	-0,450%	-53,466%
COVISINT CORPORATION	-25,149%	-31,614%
TOHO ZINC CO., LTD	2,913%	8,617%
ACCO WORLD CORPORATION	11,995%	6,613%
ANTHEM PROPERTIES GROUP LTD	2,086%	0,675%
ATRIUM BIOTECHNOLOGIES INC.	7,763%	6,700%
MUELLER WATER PRODUCTS INC.	5,539%	7,032%
HYDROGENICS CORPORATION	-32,279%	-53,757%
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	19,808%	10,029%

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Il ROI (*return on investment*) è un indicatore di sintesi della capacità dell'impresa di remunerare le risorse investite e al contempo della redditività di impresa misurata in rapporto agli investimenti in essere a prescindere dalle modalità di finanziamento.

$$(2) \quad \frac{\text{Reddito operativo} - \text{imposte}}{\text{Attività operative medie}}$$

Generalmente, più è alto il valore del ROI, più il giudizio sulla performance aziendale è positivo, poiché l'azienda aumenta la propria redditività a parità di investimenti.

Questo indice deve essere confrontato con il costo medio del denaro; se è inferiore al tasso medio di interesse sui prestiti siamo in presenza di leva finanziaria negativa, viceversa se superiore.

La tabella 3 presenta il ROI delle medesime imprese già esaminate nella tabella 2. È possibile notare che, anche per il ROI, la scissione comporta in alcune imprese un suo incremento, in altre un decremento (*in rosso*).

Tabella 4: ROE pre-deal e post-deal.

NAME	ROE PRE-DEAL	ROE POST-DEAL
ALTICE USA INC.	26,031%	0,494%
VERITAS SOFTWARE CORPORATION	-14,823%	-21,129%
TIME WARNER CABLE INC.	-40,188%	12,314%
BLACKHAWK NETWORK HOLDINGS INC.	23,713%	15,827%
HARRIS STRATEX NETWORKS INC.	-1,590%	-91,518%
COVISINT CORPORATION	-35,093%	-47,404%
TOHO ZINC CO., LTD	-61,234%	13,405%
ACCO WORLD CORPORATION	12,100%	14,573%
ANTHEM PROPERTIES GROUP LTD	8,095%	4,152%
ATRIUM BIOTECHNOLOGIES INC.	16,761%	16,935%
MUELLER WATER PRODUCTS INC.	0,416%	3,677%
HYDROGENICS CORPORATION	-56,190%	-53,633%
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	19,357%	13,261%

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Il *ROE* (*return on equity*) è l'indice globale dei risultati economici dell'azienda; rappresenta il potenziale del capitale di rischio e la capacità dell'azienda di attrarre risorse.

$$(3) \quad \frac{\text{Reddito netto}}{\text{Equity medio}}$$

Per poter esprimere un giudizio positivo o negativo sulla redditività dell'equity occorre mettere a confronto tale indice con il rendimento di investimenti alternativi (BOT, CCT, ecc.). La differenza tra il valore del *ROE* e quello dei rendimenti più sicuri rappresenta il premio al rischio. Se è minore di zero non avrebbe senso investire nella società in questione, poiché è possibile ottenere la stessa remunerazione investendo in titoli o in altri strumenti senza rischio (o di minore rischio).

Ne consegue che, più il valore del *ROE* è alto, più l'azienda è efficiente e, dunque, un eventuale incremento della redditività dell'equity successivo ad una operazione di scissione è certamente indice di vantaggi e benefici.

La tabella 4, elencando i valori del *ROE* delle stesse imprese già sopra considerate, evidenzia, ancora una volta, come mentre talune realtà traggono giovamento dall'operazione di demerger, altre vedono diminuire i propri quozienti finanziari (*in rosso*).

Più della metà delle aziende selezionate mantengono, tuttavia, valori di *ROE* alti o, comunque, positivi e, quindi, capaci di garantire un considerevole premio per il rischio.

Tra le tredici imprese prese in considerazione, tendenzialmente, l'incremento o il decremento sono coerenti per tutti e tre gli indici di redditività; infatti, se si verifica un incremento del *ROS* lo stesso avviene per il *ROI* ed il *ROE* e ugualmente accade per una eventuale diminuzione.

Come già accennato, la *Time Warner Cable Inc.* è quella che presenta le performance migliori confrontando gli indici pre-deal e post-deal; infatti, successivamente alla scissione, tutti gli indici della società target,

precedentemente negativi, assumono valori positivi e notevoli.

Anche la *Toho Zinc Co.* (azienda giapponese attiva nel settore dei metalli) e la *Mueller Products Inc.* (azienda americana attiva nel settore delle macchine utensili e forniture) vedono i valori post-demerger di gran lunga migliori rispetto a quelli pre-demerger.

D'altra parte, alcune delle aziende in campione presentano un decremento dei propri indicatori di performance. Questa circostanza, che porterebbe a pensare all'operazione come svantaggiosa, può essere spiegata dal fatto che, come già anticipato, la scissione può essere finalizzata a raggiungere diversi obiettivi e il suo scopo non è solo quello di accrescere la performance finanziaria dell'azienda. Bensì sono molteplici le opportunità di scissione: gestione del passaggio generazionale, fronteggiare uno stato di crisi, processi di decentramento e di concentrazione, ecc.¹³

Quanto sinora illustrato trova conferma anche nei valori dell'*EBIT* e dell'*EBITDA* delle medesime aziende.

L'*EBIT* (*Earnings Before Interests and Taxes*) coincide con il reddito operativo, ossia il reddito al lordo degli interessi e delle imposte. Esso segnala la capacità di un'impresa di generare reddito dalle operazioni svolte nel corso dell'esercizio, ignorando tanto l'aspetto fiscale quanto la struttura del capitale. È una misura ampiamente utilizzata nel calcolo dei flussi di cassa per l'impresa e si ottiene sottraendo alle vendite i costi e gli ammortamenti.

L'*EBITDA* (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*) è sempre utilizzato al fine della valutazione d'azienda ed indica la capacità dell'azienda di generare reddito basandosi esclusivamente sulla gestione operativa. È possibile calcolarlo sommando all'*EBIT* il valore degli ammortamenti e come quest'ultimo risulta essere una buona approssimazione dei flussi di cassa prodotti da una impresa. Affermando come, evidentemente,

¹³ La questione è esaurientemente approfondita nel primo paragrafo 1.2, capitolo 1.

ad un più alto valore di *EBIT* o *EBITDA* corrisponde una migliore performance aziendale si riportano, dunque, i rispettivi dati relativi alle tredici aziende finora esaminate.

Tabella 5: EBIT ed EBITDA pre-deal e post-deal.

NAME	PRE-DEAL EBIT th EUR	POST-DEAL EBIT th EUR	PRE-DEAL EBITDA th EUR	POST-DEAL EBITDA th EUR
ALTICE USA INC.	842.057	1.458.734	3.326.139	3.478.110
VERITAS SOFTWARE CORPORATION	-550.585	-677.633	75.459	416.134
TIME WARNER CABLE INC.	-9.176.739	2.650.001	4.790.746	5.055.902
BLACKHAWK NETWORK HOLDINGS INC.	61.701	58.423	82.300	96.648
HARRIS STRATEX NETWORKS INC.	-3.145	-229.397	21.374	23.733
COVISINT CORPORATION	-28.404	-30.756	-21.475	-23.112
TOHO ZINC CO., LTD	27.906	88.684	28.657	88.993
ACCO WORLD CORPORATION	94.106	103.250	117.977	133.108
ANTHEM PROPERTIES GROUP LTD	3.115	1.000	5.401	3.541
ATRIUM BIOTECHNOLOGIES INC.	19.038	26.821	20.927	29.446
MUELLER WATER PRODUCTS INC.	124.896	159.589	197.978	236.065
HYDROGENICS CORPORATION	-11.766	-13.041	-10.920	-12.183
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	125.117	115.924	149.271	159.497

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Come già precedentemente rilevato, particolarmente utili sono anche quegli indicatori che misurano la performance in termini di capacità del reddito operativo rispetto al costo complessivo delle fonti finanziarie investite in azienda (su tutti l'*economic value added* o *EVA*) o, ancora, gli indici che si basano esclusivamente su dati esterni del mercato azionario (nello specifico il *market value added* o *MVA*).

L'*EVA* è un misuratore della performance aziendale, alternativo al *ROE*; generalmente se esso è maggiore di zero la società crea ricchezza, dopo aver

remunerato le fonti di finanziamento, viceversa se è minore.

La formula per il calcolo dell'EVA è la seguente:

$$(4) \quad (NOPAT - WACC) * Capitale\ investito$$

Il *NOPAT* è il *Net Operating Profit After Taxes* e il *WACC* è il costo medio ponderato del capitale.

Affinché un'impresa crei valore è necessario che gli investimenti da essa effettuati garantiscano un rendimento superiore al costo del capitale investito.

Data l'impossibilità a reperire sul *database* di *Zephyr* valori relativi al costo del debito al netto della fiscalità e al costo del capitale proprio o di rischio fondamentali per il calcolo del *WACC*, non saranno riportate evidenze empiriche riguardanti tale indicatore di performance.

Tuttavia, l'EVA introduce un altro metodo di misurazione del valore azionario effettivamente creato da una possibile operazione di scissione o, più in generale, di finanza straordinaria: il *Market Value Added (MVA)*.

Il *Market Value Added* rappresenta il maggior valore (se positivo) o il minor valore (se negativo) che gli azionisti possiedono rispetto a quanto effettivamente investito in azienda. È una misura delle performance complessive dell'impresa riferibile sia ad un dato esercizio che ad un arco temporale più ampio, in cui la creazione di valore coincide con la variazione del *MVA* all'interno del periodo considerato.

La formula di tale indice è la seguente:

$$(5) \quad Valore\ di\ mercato\ dell'impresa - Capitale\ investito$$

Inoltre, come già parzialmente anticipato, è possibile esprimere il *MVA* in funzione dell'EVA; più precisamente, come il valore attuale dei futuri EVA che l'impresa sarà in grado di generare.

$$(6) \quad MVA = \sum \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Al fine di valutare l'operazione di demerger sulla base del *Market Value*

Added, si riportano i rispettivi valori di nove¹⁴ aziende appartenenti al campione integrale.

Tabella 6: Market Value Added come misura di performance di scissione.

NAME	MVA PRE-DEAL th EUR	MVA POST-DEAL th EUR
ATLANTIA SPA	1.302.993	540.764
REINSURANCE GROUP of AMERICA INC.	490.887	587.925
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	986.612	-33.057
PETROBANK ENERGY AND RESOURCES LTD	521.681	782.970
ADANI GREEN ENERGY LTD	200.619	225.778
TOHO ZINC CO., LTD	-615.983	-373.744
HARRIS STRATEX NETWORKS INC.	-525.256	-314.423
BC LTD	147.994	165.978
JIMMY CROW LTD	-1.098	-3.802

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Come per l'EVA, se il MVA è maggiore di zero significa che la società crea ricchezza; d'altra parte, è interessante notare come dalla prospettiva post-scissione sei aziende su nove presentano comunque un MVA maggiore rispetto a quello pre-scissione: significa che l'operazione ha aumentato il valore creato da tali sei aziende.

Sono invece evidenziati in rosso i Market Value Added delle imprese target che hanno subito un decremento dopo il demerger.

3.3 Analisi di dimensione

A seconda della dimensione le aziende si classificano in microimprese, piccole imprese, medie imprese e grandi imprese.

La dimensione di una azienda può essere stabilita con riferimento a vari parametri di riferimento come il numero di dipendenti, il fatturato, il capitale sociale, gli investimenti fissi e il valore aggiunto.

¹⁴ Sulla base dei dati presenti in Zephyr, sono le sole aziende del campione integrale per le quali è stato possibile calcolare l'indice MVA.

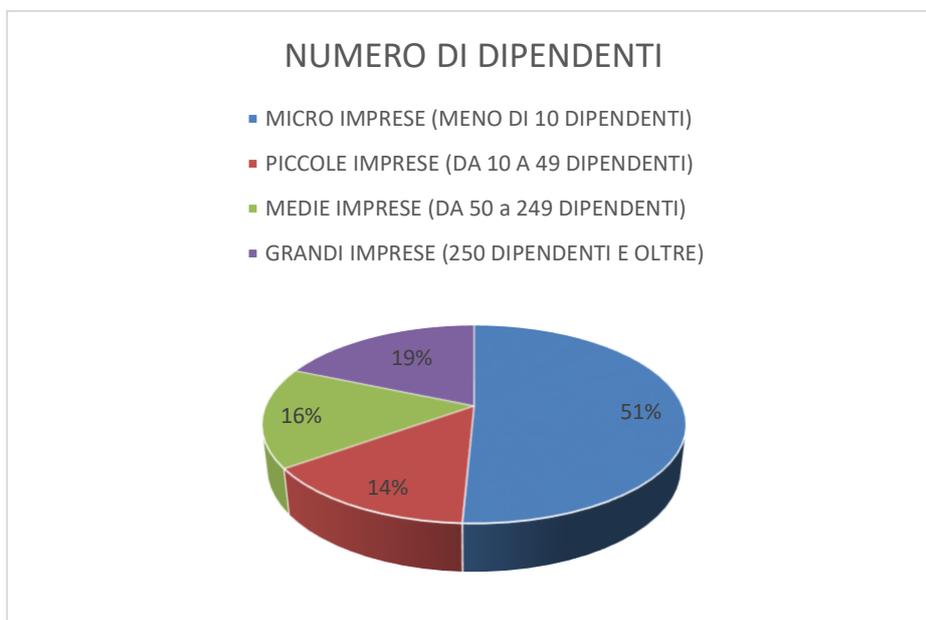
Visti i diversi criteri sulla base di cui è possibile la classificazione e un contesto legislativo poco chiaro, il concetto di dimensione aziendale è piuttosto vago.

Piuttosto, la dimensione è un carattere globale e complesso della gestione e, come tale, è legata sia all'insieme delle sue condizioni interne, sia ai mercati con i quali l'impresa entra in contatto attraverso gli scambi nei momenti terminali del processo operativo (cfr. Enrico Cavalieri, 1993).

La dimensione aziendale è diventata un fattore competitivo importante, perché permette di raggiungere la massa critica necessaria a fare ricerca e innovazione, di investire nell'internazionalizzazione e di divenire globali.

Rilevante è il numero di dipendenti al fine di poter avere un'idea su quale sia la dimensione aziendale che maggiormente si presta all'operazione di scissione.

Grafico 3: Classificazione della dimensione aziendale sulla base del numero di dipendenti.



Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Il campione di 544¹⁵ imprese target mostra come il demerger sia maggiormente diffuso in un contesto micro-aziendale con il 51% dell'intero campione.

¹⁵ Delle 1300 iniziali solamente per 544 era disponibile il "target number of employees".

Le grandi imprese sono il 19% del campione, mentre, piccole e medie imprese, insieme, ne costituiscono il 30%.

Questo dato è comprensibile proprio facendo riferimento a quanto già sopra accennato, ossia alla dimensione aziendale come fattore competitivo.

Le piccole e medie imprese, infatti, si trovano di fronte alla necessità di crescere per sopravvivere, e soprattutto di crescere in fretta, poiché la competizione non aspetta. In queste condizioni un'operazione di scissione o, più in generale, la finanza straordinaria possono essere l'unico vero mezzo per permettere alle PMI di mantenersi competitive sul mercato globale (*cf. Bellomo, Giacchè, 2007*).

Diversamente, il fatturato può essere usato per osservare se l'operazione di demerger determina un cambiamento della dimensione aziendale, andando a confrontare il suo valore prima e dopo la scissione.

Secondo le norme comunitarie le piccole imprese hanno un fatturato compreso tra i due e i dieci milioni di euro, mentre quello delle medie imprese è compreso tra i dieci e i cinquanta milioni di euro. Le microimprese hanno, invece, un fatturato inferiore ai due milioni di euro, mentre le grandi imprese superiore ai cinquanta milioni di euro.

È chiaro come un'operazione complessa e importante come quella di scissione possa comportare un aumento o una diminuzione del fatturato/turnover dell'impresa target coinvolta.

Per analizzare questi possibili incrementi o decrementi che, di conseguenza possono implicare il passaggio da una dimensione aziendale ad un'altra, si riporta una tabella volta a evidenziare il numero di micro, piccole, medie e grandi imprese prima e dopo il demerger, così classificate in riferimento al loro fatturato. Le frequenze statistiche della tabella formano un campione di 76¹⁶ aziende totali.

¹⁶ Delle 1300 iniziali solamente per 76 era disponibile il valore del turnover sia pre-deal sia post-deal.

Tabella 7: Classificazione della dimensione delle imprese target sulla base del fatturato.

	PRE-DEAL	POST-DEAL
MICRO IMPRESE	17	15
PICCOLE IMPRESE	18	19
MEDIE IMPRESE	13	9
GRANDI IMPRESE	28	33
TOTALE	76	76

Fonte: Dati elaborati dall'autore

Emerge come l'operazione di scissione, seppur non nella maggiore parte dei casi, può comunque portare a un cambio della dimensione aziendale se misurata in relazione al fatturato.

Inoltre, più nello specifico, sulla base dei dati presenti nella tabella 7 è possibile affermare che un'operazione di demerger può comportare un incremento della dimensione aziendale dell'impresa target coinvolta.

Infine, dividendo il fatturato per il numero medio di dipendenti di un'impresa si ottiene un indice dello sviluppo di crescita di quest'ultima; non esistono valori di riferimento univoci. Un trend storico in crescita è indice di sviluppo a meno che non rapprenda una struttura stabile a fronte di produzione/fatturato in crescita (con conseguente difficoltà in termini di sviluppo futuro).

3.4 Analisi della struttura finanziaria

La risorsa fondamentale di un'impresa è costituita dai flussi di cassa prodotti dalle sue attività. Se l'impresa è totalmente finanziata da azioni, tutti questi flussi di cassa appartengono ai suoi azionisti. Se, diversamente, emette titoli di debito e azionari, accetta di dividere il flusso di cassa in due: uno, relativamente sicuro, che va agli obbligazionisti e uno, più rischioso, che va agli azionisti. L'insieme dei diversi titoli emessi da un'impresa è chiamato struttura finanziaria (struttura del capitale).

La struttura finanziaria è, appunto, la composizione del capitale finanziario dello stato patrimoniale di una impresa.

L'obiettivo della ricerca di una struttura finanziaria ottimale e le ragioni che debbono spingere l'impresa a mantenere una consonanza ed una risonanza con il sovra-sistema finanziario di riferimento, trovano il loro fondamento nella stessa "ragion d'essere" dell'impresa: la creazione di valore (*cfr. Nicola Miglietta, 2004*).

La teoria finanziaria, a partire da Modigliani e Miller, si è occupata di definire, o meno, l'irrelevanza della struttura finanziaria nei confronti del costo del capitale; tuttavia, alla luce dei principi di creazione del valore, appare evidente una connessione della struttura finanziaria con il valore dell'impresa (con riferimento proprio al costo del capitale) ed un'influenza che la struttura può avere sul valore in relazione agli effetti che un diverso indebitamento può determinare sulla redditività operativa dell'impresa.

Riguardo il demerger, la rilevanza della struttura del capitale appare, quindi, già lampante. Infatti, lo scorporo, in taluni casi, è finalizzato proprio a impiegare un ramo d'azienda in crisi come un'occasione di marginalità positiva di interesse per una ipotetica realtà più grande e dotata di una struttura finanziaria più stabile.

Quindi, la struttura finanziaria di una azienda in crisi può presentarsi lo stesso come vantaggiosa per una realtà con una struttura più solida; piuttosto che procedere alla liquidazione della prima, i suoi flussi di cassa possono risultare profittevoli in un contesto differente e strutturato in una maniera migliore.

Come già accennato, il valore di mercato di tutti i titoli di un'impresa (V) è dato dalla somma del valore di mercato del debito (D) e del valore di mercato dell'equity della stessa (E).

A tal proposito, è interessante osservare la percentuale del debito e dell'equity sul valore totale prima e dopo il demerger per alcune delle imprese target

appartenenti al campione¹⁷ di analisi, così da poter approfondire eventuali cambiamenti nella struttura finanziaria delle stesse.

Tabella 8: Percentuale del debito e dell'equity prima e dopo la scissione.

NAME	% DEBITO PRE-DEAL	% DEBITO POST-DEAL	% EQUITY PRE-DEAL	% EQUITY POST-DEAL
ATLANTIA SPA	1,51%	5,99%	98,49%	94,01%
WOODWARD GOVERNOR COMPANY	15,41%	13,38%	84,59%	86,62%
PETROBANK ENERGY AND RESOURCES LTD	6,45%	8,94%	93,55%	91,06%
TOHO ZINC CO., LTD	21,29%	21,37%	78,71%	78,63%
JIMMY CROW LTD	6,81%	7,09%	93,19%	92,91%
VERITAS SOFTWARE CORPORATION	5,18%	10,09%	94,82%	89,91%
TLM-TVP DOO	22,34%	29,16%	77,66%	70,84%
FRASER PAPERS INC.	14,06%	16,30%	85,94%	83,70%
OLENEGORSKII MEKHANICHESKII ZAVOD	39,72%	33,10%	60,28%	66,90%
COMPAÑÍA FRU&VER MADRID SL	23,05%	35,92%	76,95%	64,08%
VOLZHSKAYA GENERIRUYUSHCHAYA KOMPANIYA OAO	18,01%	21,24%	81,99%	78,76%
TISCALI ITALIA SRL	42,86%	28,77%	57,14%	71,23%
CP BOOKS AS	42,92%	34,12%	57,08%	65,88%
SEQUOIA OIL & GAS TRUST	21,22%	8,39%	78,78%	91,61%
ACCO WORLD CORPORATION	25,40%	19,01%	74,60%	80,99%
ANTHEM PROPERTIES GROUP LTD	2,33%	3,69%	97,67%	96,31%
VIATECH SYSTEMS AB	44,16%	6,14%	55,84%	93,86%
HESNES NEPTUN AS	11,51%	13,27%	88,49%	86,73%
GEN-PROBE INC.	14,44%	10,66%	85,56%	89,34%
SIGNATURE DEVELOPMENTS LTD	45,50%	47,53%	54,50%	52,47%
MENNTA SVERIGE AB	38,44%	23,87%	61,56%	76,13%
KOLBJØRN INVEST AS	0,07%	1,00%	99,93%	99,00%
FIJNEVENT BV	53,25%	63,03%	46,75%	36,97%
GIG WORLD BV	41,47%	43,45%	58,53%	56,55%
ATRIUM BIOTECHNOLOGIES INC.	13,97%	11,31%	86,03%	88,69%

¹⁷ Tale studio è stato condotto considerando 43 delle aziende facenti parte del campione integrale.

HANS HOLZNER BAUGESELLSCHAFT MBH	17,66%	0,52%	82,34%	99,48%
ZELJEZNICA CRNE GORE INFRASTRUKTURA DOO PODGORICA	2,16%	6,15%	97,84%	93,85%
NETTBUSS LILLESTRØM AS	0,66%	32,54%	99,34%	67,46%
HOLCIM HORMIGONES SA	44,69%	45,06%	55,31%	54,94%
HOLCIM ÁRIDOS SL	45,36%	35,29%	54,64%	64,71%
HYDROGENICS CORPORATION	31,70%	34,43%	68,30%	65,57%
V-VENTURES BV	1,45%	0,67%	98,55%	99,33%
NUON ENERGY NV	24,10%	26,18%	75,90%	73,82%
A-D PROJECTONTWIKKELING BEHEER BV	50,06%	44,71%	49,94%	55,29%
RENAISSANCE GOLD INC.	16,96%	4,08%	83,04%	95,92%
BJØRGE NAXYS AS	29,30%	26,36%	70,70%	73,64%
FAR HILLS BV	0,67%	0,78%	99,33%	99,22%
BETA BV	28,01%	16,37%	71,99%	83,63%
HET KANTENHUIS BV	3,22%	3,01%	96,78%	96,99%
MARCUNC BV	1,61%	0,24%	98,39%	99,76%
GEMEENSCHAPPELIJK BEZIT DIACOM BV	3,65%	0,63%	96,35%	99,37%
BIJLOO BEHEER BV	0,84%	20,92%	99,16%	79,08%

Fonte: Dati elaborati dall'autore.

Dallo studio empirico emergono due dati non trascurabili: la tendenza, sia prima che dopo l'operazione, è quella di emettere titoli azionari in numero superiore rispetto ai titoli di debito e, soprattutto, anche dopo il demerger si cerca, orientativamente, di mantenere la medesima divisione tra equity e debito che esiste già da prima.

Nonostante ciò, per poche delle imprese analizzate è possibile comunque notare un incremento/decremento rilevante di punti percentuali del debito/equity.

È in tal senso confermata l'attenzione prestata dai *financial manager* nel gestire l'operazione di scissione anche sotto il punto di vista delle singole fonti di finanziamento che costituiscono le passività ed il patrimonio netto.

3.5 Conclusioni

Alla stregua di quanto trattato nel corso del capitolo, e, soprattutto, tenuto conto di quanto emerso dalle analisi empiriche sui vari sotto-campioni di quello integrale estratto da *Zephyr*, si può osservare come le performance e le caratteristiche dell'operazione di demerger sono strettamente collegate allo scopo cui essa è destinata.

D'altronde, se il fine dell'operazione di scissione è propriamente economico-aziendale piuttosto che di diversificazione o fiscale, è fuori discussione che gli indicatori di performance saranno più marcatamente incisivi nel primo caso.

È per tale ragione che si è detto come nella dinamica del valore l'analisi di performance non sempre faccia emergere quegli aspetti intangibili e immateriali ugualmente rilevanti.

Spesso, infatti, la ristrutturazione aziendale, insieme a vantaggi più spiccatamente quantitativi, porta anche benefici di natura organizzativa quali la soluzione di conflitti tra soci, il frazionamento di realtà aziendali, l'abbandono di settori scarsamente remunerativi e la ridefinizione dell'assetto proprietario nonché della struttura finanziaria.

Per di più, proprio una migliore organizzazione aziendale è presupposto per migliorare indici di redditività e di efficienza di un'impresa.

CONCLUSIONI

L'obiettivo del presente lavoro è stato di comprendere se un'impresa possa utilizzare, con un approccio strutturato, le operazioni di scissione come mezzo di crescita strategica.

L'analisi empirica ha parzialmente confermato le evidenze emerse dagli studi presenti in letteratura per tutte le tipologie di scissione approfondite nel corso del presente lavoro.

I valori degli indici di redditività e, in particolare, il *Market Value Added* confermano come una società, qualsiasi siano le sue dimensioni, possa realizzare con successo un piano di crescita aggressivo anche solo grazie ad una operazione di demerger, se questa è accuratamente progettata e motivata da considerazioni di carattere squisitamente economico e aziendale.

A tal proposito, è opportuno sottolineare ancora come, dopo la scissione, la *Time Warner Cable Inc.* (azienda americana attiva nel settore delle telecomunicazioni) ha visto passare tutti i suoi indici reddituali da negativi a positivi, raggiungendo persino risultati migliori rispetto ai *benchmark* presenti in letteratura.

Generalmente, dunque, è possibile constatare come la crescita per linee esterne sia una strada perseguibile con successo qualora gestita in maniera strategicamente corretta.

In particolare, i fattori che influenzano maggiormente il successo di un'operazione risultano essere la vicinanza al core business e la dimensione relativa delle aziende.

Pertanto, certamente l'azienda americana sopra citata rappresenta un caso di particolare successo, tuttavia il percorso da essa seguito e reso possibile principalmente da una gestione strategico-industriale della finanza straordinaria, può fungere da modello per altre realtà fortemente orientate allo sviluppo e alla crescita dimensionale.

D'altro canto, si è visto come, talvolta, il demerger possa peggiorare la redditività delle imprese, ma tale evenienza può trovare giustificazione in una strategia il cui fine principe diverge da considerazioni riguardanti la performance finanziaria e, piuttosto, si rivolge, in primo luogo, a diversificazione, risoluzione di conflitti interaziendali e successione aziendale. Il demerger resta, quindi, ancora ad oggi, un'operazione di "nicchia" ma sicuramente in via di sviluppo e diffusione; infatti, la sua plasmabilità permette ai financial manager di imprimere all'operazione le caratteristiche strutturali più svariate al fine di conseguire la crescita del proprio business o di superare gli stati patologici d'impresa.

Bibliografia

Libri:

Baker & McKenzie (2018), *Doing Business in the Netherlands*.

Balluchi F. (2013), *La valutazione delle performance socio-ambientali*, G. Giappichelli, Torino.

Bastia P., Brogi R. (2016), *Operazioni societarie straordinarie e crisi d'impresa*, Ipsoa, Milano.

Bellomo S., Giacchè C. (2007), *La finanza straordinaria come mezzo di crescita per la piccola e media impresa*, FrancoAngeli, Milano.

Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2015), *Principi di finanza aziendale (libro di testo)*, VII edizione, Mc Graw Hill, Milano, Capitolo 3.

Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2015), *Principi di finanza aziendale (libro di testo)*, VII edizione, Mc Graw Hill, Milano, Capitolo 12.

Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S. (2015), *Principi di finanza aziendale (libro di testo)*, VII edizione, Mc Graw Hill, Milano, Capitolo 17.

Buffelli G., Rossi C., Sirtoli M. (2018), *Le operazioni straordinarie nelle società*, Giuffrè, Milano.

Cepellini, Lugano & Associati (2018), *Operazioni Straordinarie*, Ipsoa, Milano.

Confalonieri M. (2011), *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Gruppo 24 ore, Milano.

Feik M. (1997), *To evaluate 'demerger' as a strategic objective*, Diplomarbeiten Agentur, Hamburg.

Magliulo F. (2012), *La scissione delle società*, Ipsoa, Milano.

Miglietta N. (2004), *La struttura finanziaria obiettivo nel sistema impresa*, G. Giappichelli, Torino.

Nicodemo M. (2010), *Le operazioni straordinarie*, Utet Giuridica, Milano.

Passeri R. (2009), Finanza straordinaria per la crisi d'impresa, FrancoAngeli, Milano.

Roggi O. (2003), Valore intrinseco e prezzo di mercato nelle operazioni di finanza straordinaria, FrancoAngeli, Milano.

Contributi contenuti in opere miscellanee o in periodici:

Busani A., Urbani F. (2017), Operazioni straordinarie: la scissione, Itinerari nella giurisprudenza.

Radda A., Akanno S., Uzodinma I., Abba S., Abdulkadir A. (2015), Demerger or break-up of companies: a management strategy or tragedy, International Journal of Management & Organizational Studies.

Banche dati:

Banca dati Zephyr, Editore Bureau van Dijk Electronic Publishing.

Banca dati Bloomberg.