



*Dipartimento di Impresa e Management*  
*Corso di laurea magistrale in Gestione d'impresa*  
*Cattedra di Strategie d'impresa*

## **Le strategie di crescita: il disinvestimento come fonte di creazione del valore**

RELATORE

Prof. Paolo Boccardelli

CORRELATORE

Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO

Beniamino Asaro matr. 717591

Anno accademico 2020/2021



## **Indice**

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo 1: REVIEW DELLA LETTERATURA .....</b>	<b>7</b>
<b>1.1 Le operazioni di finanza straordinaria .....</b>	<b>8</b>
1.1.1 Fusioni e acquisizioni.....	10
1.1.2 Alleanze strategiche.....	17
1.1.3 Corporate restructuring.....	23
<b>1.2 Il disinvestimento: definizione e quadro teorico.....</b>	<b>26</b>
1.2.1 Cosa si intende per disinvestimento.....	26
1.2.2 Letteratura a supporto del disinvestimento come fonte di creazione di valore .....	31
<b>1.3 La scelta dell'operazione di disinvestimento .....</b>	<b>47</b>
1.3.1 Le diverse modalità di disinvestimento.....	47
1.3.2 I fattori critici di successo nel processo di disinvestimento .....	55
<b>Capitolo 2: METODOLOGIA.....</b>	<b>56</b>
<b>2.1 La valutazione finanziaria del disinvestimento .....</b>	<b>57</b>
2.1.1 Le metodologie di valutazione del disinvestimento.....	57
<b>2.2 La valutazione delle diverse modalità di disinvestimento .....</b>	<b>61</b>
2.2.1 Valutazione di un sell-off.....	61
2.2.2 Valutazione di uno spin-off.....	66
2.2.3 Valutazione di un equity carve-out .....	70
<b>2.3 Analisi di un cluster di aziende che hanno operato strategie di disinvestimento .....</b>	<b>71</b>
2.3.1 Presentazione del database in analisi.....	71
2.3.2 Analisi del database.....	72
<b>Capitolo 3: RISULTATI .....</b>	<b>74</b>
<b>3.1 Presentazione dei risultati derivanti dall'analisi del database.....</b>	<b>75</b>
<b>Capitolo 4: DISCUSSIONI.....</b>	<b>87</b>
<b>4.1 Analisi dei risultati.....</b>	<b>88</b>
<b>4.2 Considerazioni in merito agli effetti della pandemia Covid-19 sulle strategie di disinvestimento...</b>	<b>100</b>
<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>103</b>
<b>Bibliografia.....</b>	<b>106</b>
<b>Sitografia .....</b>	<b>108</b>
<b>RINGRAZIAMENTI .....</b>	<b>110</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>111</b>

# INTRODUZIONE

Il concetto di disinvestimento è sempre stato oggetto di interpretazioni ambigue nel campo dell'economia. Dapprima, esso è stato semplicemente relegato alla controparte delle operazioni di *M&A*, risultando così svuotato del suo significato e di uno studio più approfondito che aiutasse a capire meglio i razionali strategici alla base di tale operazione. Intorno agli anni '80, in particolare nel contesto statunitense, gli studiosi di economia hanno iniziato ad approfondire la conoscenza di questo fenomeno, il quale cominciava a farsi maggiormente presente rispetto ai decenni precedenti, seppur comunque la sua funzionalità veniva sminuita venendo definito come uno strumento di correzione di errori precedentemente commessi dal management o di recupero di basse performance. Successivamente a questa corrente di studi si è finalmente fatta presente l'idea secondo la quale il disinvestimento può essere considerato anche come una scelta volontaria e consapevole dell'azienda, per proseguire nel suo percorso di crescita. Di fatti, sono cominciati a venire fuori alcuni studi sulle performance delle imprese dopo le operazioni di disinvestimento, i quali giustificavano quest'ultimo come fonte di creazione di valore, aspetto certificato anche dall'incremento di attività innovativa nella maggior parte dei casi nei quali le imprese adottano una strategia di disinvestimento. Anche dal punto di vista dell'unità disinvestita viene sottolineato come essa, una volta "svincolata" dalla casa madre, possa definitivamente crescere in maniera totale, slegata dalle formalità e dai limiti burocratici dovuti alla complessità delle grandi aziende. Si sono fatti vivi quindi una serie di studi che mirano a identificare quali possano essere le variabili più significative da analizzare nella scelta del disinvestimento e della sua relativa modalità operativa.

Proprio questa ambiguità attorno al concetto del disinvestimento e la nuova veste che gli è stata ha suscitato in me forte interesse. Dare un nuovo, positivo, punto di vista a qualcosa che è sempre stata declassata come un misero strumento di correzione, sottolineandone la natura negativa, è quello che mi ha affascinato maggiormente nelle lezioni del Prof. P. Boccardelli in merito alle ristrutturazioni aziendali, e in particolare quelle di portafoglio, ambito nel quale si inserisce l'operazione di disinvestimento.

Inoltre, un altro aspetto interessante legato a questa tematica è la conseguente scarsità di studi e letteratura economica a supporto rispetto ad altri concetti economico, come gli altri strumenti utilizzati nel mondo economico dalle imprese per proseguire nel loro percorso di crescita. Proprio questo vuoto suggerisce il fatto che ci sia ancora molto da studiare e approfondire in merito al tema del disinvestimento. Questo crea in me uno stimolo per effettuare una ricerca, seppur modesta,

riguardo a questo argomento, fornendo un supporto alla visione del disinvestimento come fonte di creazione di valore, in particolare nel lungo periodo.

Il seguente elaborato pertanto tratta nei successivi 4 capitoli le operazioni di disinvestimento, partendo dalla ricerca della letteratura e delle teorie a sostegno di esso, arrivando a misurare in concreto gli effetti della scelta di disinvestimento sulla vita aziendale.

Scendendo nel particolare, il primo capitolo presenta un'introduzione sulle operazioni di finanza straordinaria in generale, in modo da contestualizzare le operazioni di disinvestimento. Segue quindi una trattazione sintetica delle diverse strategie: fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche e ristrutturazioni aziendali. Per ognuna di esse sono descritte le caratteristiche, gli obiettivi perseguibili attraverso l'implementazione di esse e i punti critici da tenere in considerazione nell'applicazione della strategia scelta. In seconda battuta si passa alla presentazione dell'argomento principale dell'elaborato, ovvero il disinvestimento. Dopo una prima spiegazione del fenomeno e delle sue caratteristiche principali, si passa quindi alle teorie manageriali che hanno guidato l'utilizzo di tale strategia nel corso degli anni. Come anticipato precedentemente, la letteratura a supporto del fenomeno, in un primo momento, lo aveva indicato semplicemente come la posizione speculare all'acquirente in un processo di acquisizione, sminuendo in questo modo le caratteristiche e i punti critici del processo di vendita. Prima di arrivare alle considerazioni più recenti in merito al disinvestimento come strategia di creazione di valore, gli studiosi avevano additato ad esso la funzione di correttore dei problemi e degli errori causati da scelte precedenti, errate da parte del management o, in alternativa, a performance di basso livello, sia sul piano del complesso aziendale che dell'unità di business da distaccare. Solamente in tempi più recenti, come indicato nella parte finale del paragrafo, il *divestiture* ha iniziato a farsi forza come un fenomeno strategico, volontario e proattivo con il fine di ottenere risultati migliori sotto diversi punti di vista. Il capitolo si conclude poi con la presentazione delle tre principali modalità di disinvestimento e i risultati che le aziende che le hanno messe in atto hanno raggiunto nel tempo.

Il secondo capitolo consiste, invece, nella spiegazione dei modi di valutazione finanziaria di una strategia di disinvestimento e nella presentazione del database analizzato e della metodologia con la quale è stata effettuata tale analisi. All'interno del capitolo, quindi, viene trattata la valutazione del disinvestimento generalmente parlando. In un secondo momento, dal secondo paragrafo in poi, invece, tale analisi scenderà maggiormente nel dettaglio. Di fatti, verranno approfondite le diverse metodologie di valutazione finanziaria del disinvestimento attraverso una suddivisione per modalità di disinvestimento. In altre parole, il metodo dei flussi di cassa scontati, così come il metodo dei multipli di borsa, o ancora l'analisi di *accretion/dilution*, che sono solamente alcune delle metodologie di valutazione finanziaria delle strategie di crescita di un'impresa, verranno analizzate

nell'ambito delle operazioni di *spin-off*, di *sell-off* o di *equity carve-out*. Al termine della presentazione dei metodi di valutazione finanziaria di una strategia, il capitolo tratterà la presentazione del database da analizzare, sul quale si basa l'intero lavoro di tesi. Tale database, la cui fonte è Zephyr, contiene migliaia di aziende statunitensi che hanno operato delle operazioni di disinvestimento negli ultimi 15 anni, ovvero nel periodo che va dal 2005 al 2019. Nel capitolo sarà quindi spiegato quali sono state le correzioni e il lavoro su questo database, in modo che potesse diventare utile per essere utilizzato in un'analisi di regressione lineare. Di fatti, tale analisi si prefigura di verificare l'esistenza di una relazione tra le variabili scelte. In particolare, per misurare gli effetti del disinvestimento nel lungo periodo è stata scelta la misura *LIVA*, di cui si parlerà più approfonditamente nel corso del capitolo.

Il terzo capitolo è, invece, il capitolo dedicato alla descrizione dei risultati relativi a tale analisi. In particolare, in esso si vuole dare una presentazione di tutti i risultati che sono stati ottenuti durante lo studio. Sarà spiegato, innanzitutto, il rapporto esistente tra la variabile indipendente, in questo caso il numero di disinvestimenti, e la variabile dipendente, in questo caso l'indicatore *LIVA*. Successivamente, invece, si parlerà delle altre variabili, dette di controllo, che possono in qualche modo moderare tale rapporto. In particolare, si parlerà quindi di quando una variabile può essere considerata significativa per spiegare la relazione esistente tra variabile dipendente e indipendente e, inoltre, del modo in cui, nel caso si tratti di variabili significative, moderino la relazione.

Infine l'ultimo capitolo si concentra sulla discussione di tali risultati, andando a evidenziare quali siano i fattori che portano ad ottenere successo tramite l'operazione di disinvestimento, quali possano essere le condizioni da prendere in considerazione nell'implementazione di essa. Infine, vi è una breve analisi relativa all'ultimo periodo caratterizzato dalla pandemia dovuta al Coronavirus e di come essa abbia potuto influenzare i comportamenti delle imprese in merito alle decisioni di disinvestimento.

# Capitolo 1: REVIEW DELLA LETTERATURA

Il lavoro eseguito in questo elaborato prende vita effettuando un'analisi delle operazioni di finanza straordinaria in generale e una focalizzazione particolare poi per quanto riguarda le operazioni di disinvestimento.

In particolare, nella prima parte del capitolo seguente il lavoro verte sull'introduzione dell'argomento, partendo da una breve descrizione delle operazioni di finanza straordinaria. Vengono trattate, quindi, le diverse tipologie di operazioni rientranti in tale ambito considerando la seguente classificazione:

- Fusioni e acquisizioni
- Alleanze strategiche
- Ristrutturazioni aziendali

Si tratta in tutti e tre i casi di azioni che hanno come conseguenza la modifica degli assetti organizzativi e strategici delle imprese e proprio per questo prendono il nome di operazioni di finanza straordinaria, in quanto non attingono all'ordinario ciclo gestionale delle aziende.

Dopo una breve introduzione all'argomento verranno passate in rassegna singolarmente ognuna delle diverse modalità di crescita.

Si parlerà prima, quindi, delle fusioni e delle acquisizioni, analizzandone minuziosamente punti di forza, debolezza, modalità e obiettivi. Lo stesso verrà successivamente eseguito per le alleanze strategiche.

Dopo aver trattato le prime due tipologie di operazioni di finanza straordinaria il capitolo verterà sull'analisi del disinvestimento, l'argomento cardine di tutto l'elaborato. In particolare, in un primo momento verranno trattate le operazioni di ristrutturazione aziendale in modo da avere un quadro più completo all'interno del quale inquadrare la strategia di disinvestimento. Successivamente, verrà analizzato il solo disinvestimento, prima nei suoi aspetti teorici e poi nella sua visione dal mondo economico-manageriale. Di fatti, verrà analizzata prima la definizione di disinvestimento e, conseguentemente, il processo di implementazione di una scelta in tal senso. Nell'affrontare, invece, la visione da parte del mondo degli studiosi di economia, la trattazione seguirà un filo cronologico sull'interpretazione dello stesso parte degli economisti. Quindi, si partirà dall'analisi del disinvestimento come strumento di correzione, lasciando intendere la visione negativa del mondo economico su tale scelta. Verrà poi introdotta l'apertura degli studiosi su questa scelta che verrà intesa per la prima volta anche come strategia volontaria per arrivare fino ai giorni nostri in cui il disinvestimento viene visto anche come una scelta razionale in luce a una strategia architettata per la crescita dell'azienda e la sua creazione di valore nel lungo termine.

Il capitolo si conclude mettendo in luce quali siano le diverse tipologie di disinvestimento, trattandole sinteticamente poiché la loro analisi verrà effettuata in maniera più dettagliata nel capitolo successivo.

### ***1.1 Le operazioni di finanza straordinaria***

La crescita dell'impresa nel lungo periodo è un elemento chiave per preservare e creare nuovo valore e garantire quindi la sopravvivenza della stessa nel contesto economico di appartenenza. La vita di un'impresa può essere descritta tramite delle fasi simili a quelle del ciclo di vita di un prodotto (P. Gomez e T. Zimmermann, 1999): l'impresa prende vita con la sua fondazione, successivamente comincia a confermarsi nel macro sistema di appartenenza con la sua crescita, consolida la sua posizione nella fase della maturazione e, infine, ha la necessità di aggiornarsi, svilupparsi ulteriormente, quindi di cambiamento, affinché riesca ad evitare la fase del declino.

Dal percorso appena delineato, risulta chiaro come sia importante progettare al meglio la fase della maturità e, soprattutto, capire cosa succederà dopo che l'impresa si è affermata nell'ambiente competitivo e in che modo deciderà di proporsi al futuro. Ecco perché, come detto all'inizio del paragrafo, la crescita rappresenta un elemento chiave dell'esistenza della realtà aziendale. Inoltre, mettendo da parte la mera questione della sopravvivenza, avere la capacità di creare valore nel lungo periodo tramite la crescita significa accrescere la propria attrattività agli occhi degli investitori, i quali, di conseguenza, potrebbero risultare maggiormente invogliati a scommettere sull'impresa in oggetto considerando le sue performance. Attraverso questi e altri numerosi esempi, si può notare, quindi, quanto risulti importante avere un piano strategico ben stabilito, tramite il quale si identifichi il percorso di crescita dell'impresa nel medio-lungo termine e quanto sia importante avere un management capace di scegliere il giusto *timing* e la giusta modalità per accompagnare tale crescita. A questo punto, risulta conveniente ricordare una prima categorizzazione delle modalità di crescita di un'impresa, prendendo in considerazione la divisione tra la crescita per vie interne e la crescita per vie esterne. La crescita per vie interne, anche rinominata "organica", concentra l'origine della sua crescita nello sviluppo interno delle strategie di espansione aziendale. Essa si caratterizza per lo sfruttamento e l'approfondimento delle capacità manageriali presenti all'interno dell'impresa, delle risorse umane, tecnologiche e finanziarie già in possesso della stessa. Si tratta di un processo che prevede una crescita graduale, ordinata, che segue il percorso naturale dell'impresa. Tuttavia, a fronte di un basso investimento in termini economici, il lasso di tempo nel quale si implementa tale tipologia di crescita è prolungato e richiede quindi pazienza affinché possano vedersi i risultati di tale scelta.

Inoltre, tale strategia può risultare preferibile nei contesti in cui l'ambiente esterno si trovi in una situazione embrionale, che di conseguenza non può offrire molti spunti di innovazione all'impresa. La crescita per vie esterne, anche detta "inorganica", si caratterizza, invece, per lo sfruttamento dell'ambiente esterno all'impresa per la sua espansione. In questo caso, quindi, ci si rivolge al mercato esterno tramite il quale si acquisiscono quelle risorse necessarie per l'attuazione di un processo di crescita dell'impresa, per lo più tramite delle operazioni di finanza straordinaria. Questo percorso risulta nettamente più breve rispetto a quello perseguibile tramite la crescita per via interna, in quanto permette di ottenere un insieme di risorse, *know-how* e network già possedute da un ente presente nel mercato, accelerando il percorso di crescita dell'impresa. Allo stesso tempo, però, si deve tenere conto degli ingenti costi, non solo economici, necessari da sostenere affinché tale processo possa compiersi nel migliore dei modi e possa risultare efficace.

Spostando il fulcro dell'attenzione relativamente alla crescita dell'impresa per vie esterne, si nota come esistano diverse modalità tramite le quali tale tipologia di crescita si esplicita; in particolare, le più importanti risultano essere le seguenti:

- Fusioni e acquisizioni
- Alleanze strategiche
- Ristrutturazioni aziendali

Prima di potere scegliere una delle tre tipologie di crescita per vie esterne sopra elencate, il management dell'impresa deve chiedersi come si vuole *cambiare* l'impresa e come si vuole *gestire* tale cambiamento. Sono domande alle quali chi gestisce un'azienda ha il dovere di fornire risposte quanto più complete, rimanendo comunque pronti ad effettuare cambiamenti di direzione durante il percorso, dovuti a ostacoli o opportunità non previste o non prevedibili precedentemente in tempo di pianificazione. Sicuramente un buon punto di partenza potrebbe essere quello di scegliere *in primis* una direzione generica del percorso che si vuole intraprendere: si può trattare, per esempio, di un'integrazione, di una diversificazione o di un *refocus* del portafoglio. Nel caso dell'integrazione, l'impresa sceglie di ampliare la propria catena del valore, internalizzando alcuni processi come la produzione o la distribuzione; alla base di tale scelta può esserci l'obiettivo di abbattere i costi di fornitura delle materie prime o di logistica per la vendita dei propri prodotti. Per quanto riguarda, invece, la diversificazione, il fine di tale scelta può essere quello di ampliare il proprio portafoglio di prodotti e/o servizi, aumentando quindi il proprio raggio d'azione, senza dovere affrontare le barriere all'ingresso di un determinato settore e velocizzando il processo di penetrazione nello stesso. Infine, relativamente al *refocus*, può trattarsi di un'operazione che vuole concentrare le proprie risorse nei *core businesses* dell'impresa, senza disperderne in altri sotto performanti.

Una volta intrapresa una determinata direzione, il percorso di creazione del piano strategico può gradualmente diventare maggiormente dettagliato. Bisogna tenere presenti però i limiti interni ed esterni all'azienda con i quali tale piano deve confrontarsi, come l'ambiente competitivo: il management deve essere pronto ad accettare, in alcuni casi, dei compromessi. Infine, risulta necessario effettuare, contemporaneamente all'avanzare della nascita della strategia, una valutazione economico-finanziaria sulla fattibilità del piano strategico in oggetto, considerando diversi scenari relativi alla realizzazione dello stesso, analizzando i fattori di maggiore rischio sia interno che esterno<sup>1</sup>.

Affronteremo adesso, per una maggiore chiarezza e comprensione dell'elaborato in analisi, una breve disamina delle modalità di crescita per vie esterne su elencate, partendo quindi dalla descrizione delle fusioni e delle acquisizioni, procedendo con le alleanze strategiche e concludendo con le ristrutturazioni aziendali, focalizzandoci in particolare sul fenomeno del disinvestimento e di come esso sia capace di creare valore.

### 1.1.1 Fusioni e acquisizioni

#### *Definizione*

Il processo di acquisizione può essere definito come l'acquisto da parte di un'impresa relativamente a un'altra impresa o ad un suo ramo di business. In questo modo il *buyer* effettua un'offerta per l'acquisto delle azioni dell'impresa target o per i suoi *assets*. La fusione invece consiste nella creazione di una nuova entità attraverso l'unione di due imprese. Condizione necessaria alla base della fusione è la comunione di obiettivi, visione, investimenti e risorse da parte delle imprese "fondatrici".

Nel sistema codicistico italiano, tali operazioni vengono definite separatamente:

- Il processo di fusione viene regolamentato nel Codice Civile dall'art. 2501 all'art.2505-*quater*; la definizione di tale processo è la seguente: "*La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre*";;

---

<sup>1</sup> U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler

- Il processo di acquisizione viene regolamentato nel Codice Civile dall'art. 2556 all'art. 2560 simultaneamente alla cessione d'azienda o di ramo d'azienda.

Scendendo maggiormente nel dettaglio, la fusione viene, quindi, suddivisa in fusione “pura” e fusione per incorporazione. Nel primo caso, due o più imprese si uniscono per dare vita a una nuova entità e, di conseguenza, le imprese costituenti cessano di esistere. Affinché tale tipo di fusione possa prendere forma, è necessario che vi sia un'uguaglianza sotto quasi tutti i punti di vista economico-organizzativi delle diverse società. La fusione per incorporazione, invece, prende forma nel momento in cui una o più aziende vengono “assorbite” da un'altra azienda, già esistente. Di conseguenza, in questo caso, le società incorporate cessano di esistere e l'unica entità che sopravvive è quella che effettua il processo di incorporazione.

A differenza della normativa italiana, la prassi appartenente al mondo economico internazionale, tende ad accomunare i due processi in maniera simultanea nell'unico processo di *Mergers & Acquisitions (M&A)*. Si tratta di operazioni che hanno un impatto notevole sotto diversi punti di vista e che di conseguenza meritano un'analisi approfondita dei loro elementi chiave: obiettivi, vantaggi e svantaggi.

### *Obiettivi*

Partendo dalle ragioni che si celano dietro tali operazioni, in linea teorica, deve dirsi che effettuare un'acquisizione dovrebbe risultare come la scelta migliore nel percorso di crescita<sup>2</sup>. Partendo da questo presupposto, si può passare ad un'analisi delle motivazioni specifiche che, rispettando le peculiarità di ogni situazione, muovono il management nella direzione di un'operazione di acquisizione. Prima di approfondirle singolarmente, può essere opportuno elencarle:

- Crescita della quota di mercato e della base clienti
- Ragioni geografiche
- Tecnologia e prodotto
- Brand
- Dipendenti

---

<sup>2</sup> M. Frankel, L. Forman, *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestiture and investment*, Hoboken, 2017, John Wiley & Sons, Inc.

- Economie di scala
- Posizionamento

Quando l'obiettivo della crescita è l'aumento della propria quota di mercato o della base di clienti, l'acquisizione può risultare la migliore operazione da eseguire. Le motivazioni sono diverse, la più importante risiede nella differenza tra crescita per vie esterne e crescita per vie interne: seguendo quest'ultima tipologia di crescita, il percorso dell'impresa sarebbe più lento in termini di tempo e più impegnativo in termini di sforzi manageriali, poiché l'impresa dovrebbe elaborare un piano che le permetta di raggiungere altri, o nuovi, consumatori che prima non rientravano nel target della stessa. Questo significherebbe investire in campagne pubblicitarie, modificare l'offerta per adeguarla a questa nuova tipologia di consumatori o espandersi in un nuovo paese in cui non si era precedentemente presenti, con tutte le difficoltà tipiche dell'espansione estera. Optare per l'acquisizione di una società già affermata permetterebbe, invece, di abbattere tempi e barriere all'entrata, seppur dovendo affrontare un investimento non modesto per l'acquisto di tale società. In questo modo, però, il costo da dover sostenere sarebbe giustificato dal quasi immediato e conseguente aumento di ricavi. Tuttavia, bisogna anche tenere conto del possibile effetto opposto, ovvero la fuga di piccole percentuali di clienti. Tale effetto, potrebbe ricondursi per lo più al mondo del lusso, in cui risulta fondamentale la coerenza del brand e dei suoi valori; di conseguenza, non tutti i clienti di un famoso brand di lusso potrebbero vedere di buon occhio l'acquisizione di una società "diversa" sotto il punto di vista dei valori e del suo *purpose*. Nel complesso, tenuto conto dei possibili rischi, tale scelta rimane comunque preferibile rispetto ad altre possibilità di crescita se l'impresa vuole procedere in maniera veloce nell'ampliamento della propria quota di mercato.

L'espansione geografica è un'altra scelta molto comune nell'ambito delle *M&A*, poiché creare la propria presenza in un nuovo territorio presenta diversi rischi, che possono essere racchiusi nelle cosiddette *liabilities of foreignness*<sup>3</sup>. Tra di esse, possono essere ricordate a titolo esemplificativo la lontananza geografica e quindi le difficoltà logistiche, le differenze culturali con il paese target, il network relazionale con gli attori principali del sistema economico di destinazione. Acquisire un'impresa straniera permetterebbe di ovviare a queste problematiche, permettendo anche in questo caso un'accelerazione nel processo di crescita ed espansione territoriale. Altro aspetto da considerare è sicuramente la distanza geografica vera e propria: risulta certamente diversa l'espansione in un nuovo territorio del continente d'origine dell'impresa rispetto all'espansione in un territorio geograficamente più distante, appartenente ad un diverso continente; in quest'ultimo caso, le barriere all'ingresso, geografiche, culturali, economiche, in linea teorica, saranno superiori e, di conseguenza, attuare una strategia di acquisizione potrebbe risultare migliore. Non deve essere sottovalutato, però,

---

<sup>3</sup> M. Caroli, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, 2016, McGraw-Hill education

il processo di *post-integration*, in quanto, sebbene l'acquisizione potrebbe permettere di limitare le difficoltà dal punto di vista commerciale, o in generale con l'ambiente esterno all'impresa, non è detto che al suo interno l'integrazione delle culture aziendali diverse sia priva di difficoltà. Complessivamente, anche in questo caso i benefici derivanti da un'eventuale acquisizione rispetto ai costi da sostenere risultano essere superiori e la via dell'acquisizione rappresenta un'opzione preferibile.

Passando all'analisi della tecnologia o del prodotto come fine ultimo dell'acquisizione, può dirsi che una scelta in tal senso, anche in questo caso, ha come conseguenza un'accelerazione nel processo di innovazione dell'impresa *buyer*. Infatti, si tratta di un aggiornamento del modo di produrre una certa tipologia di prodotto, che, altrimenti, chiederebbe lo sviluppo interno di una soluzione valida. Quest'ultimo processo, spesso, comporta dei tempi di ricerca prima e di sviluppo dopo, oltre ai correlati costi, che potrebbero vincolare, o rallentare, in maniera notevole il processo di innovazione. Bisogna considerare anche i casi in cui le imprese che possiedono tali tecnologie di produzione, si riservano l'esclusiva di utilizzo difendendola per mezzo di brevetti, *copyright* e altri strumenti legali che hanno come effetto quello di rendere non riproducibile all'esterno tali tecnologie. In questi casi soprattutto e anche genericamente parlando si riconosce quanto possa risultare utile procedere nel *trade-off* tra *make or buy* nella direzione dell'acquisto di tali tecnologie tramite l'acquisizione dell'impresa che le possiede. Anche l'acquisizione del prodotto piuttosto che della tecnologia di produzione permette di accelerare il processo di innovazione all'interno dell'impresa. Inoltre, tale scelta permette anche, così come nel caso di acquisizione per fini di *market share*, di allargare la platea dei propri clienti, in quanto, contestualmente all'acquisizione del prodotto in questione, l'impresa acquisirebbe anche la porzione di consumatori fedeli a tale prodotto. In entrambi i casi, sia di acquisizione di tecnologia che di prodotto, la conseguenza principale è quella di estendere il proprio *know-how* e di generare quindi nuove competenze per migliorare i processi all'interno dell'impresa. Relativamente all'acquisto di *brands* bisogna dire che tale operazione trova la sua ragion d'essere nel fatto che effettuare campagne di marketing a costi elevati non si traduce sempre in un successo per la creazione di *brand equity*. Nel contesto economico esistono diverse aziende il cui solo nome in sé è capace di generare valore e associarlo ad un qualsiasi prodotto abbia come conseguenza quello di generare nuova ricchezza. Tali realtà non si sono formate in un breve lasso di tempo, ma, al contrario, hanno avuto bisogno di decenni per potere affermarsi e far diventare i loro marchi come una realtà indipendente. Allo stesso tempo, però, è doveroso sottolineare che non è un processo semplice quello di stimare il valore del brand in sé, in quanto potrebbe non bastare analizzare i ricavi e i clienti che tale brand è capace di generare, poiché, sempre più spesso, i marchi di successo hanno come caratteristica quella di produrre ricchezza in maniera indiretta, ad esempio, creando un senso

d'appartenenza dopo l'acquisto di un loro determinato prodotto. Anche in questo caso, in un prospettiva di acquisizione risulta comunque importante effettuare una scelta ponderata rispetto ai rischi legati alla *brand dilution*, in quanto potrebbero esserci alcuni casi in cui determinati *brands* devono la loro fortuna proprio al fatto che essi siano in un certo senso "indipendenti" da qualsiasi altra impresa.

Per quanto riguarda invece le acquisizioni che hanno come target i dipendenti di una determinata imprese e le loro specifiche competenze, risulta chiaro come la motivazione sottostante a tale operazione risieda principalmente nel conseguimento di nuove competenze chiave che non era possibile replicare all'interno o che, semplicemente, non erano possedute e che sono in grado di generare vantaggio competitivo. Allo stesso tempo, però, questa tipologia di acquisizione può risultare tra le più rischiose, poiché, tali competenze potrebbero essere perse se tali dipendenti dovessero decidere di licenziarsi. È per questo che un'acquisizione con il solo obiettivo di conseguire vantaggi come conseguenza dell'acquisizione dei dipendenti, è una strategia che viene raramente praticata nei contesti aziendali.

L'ottenimento di economie di scala, invece, risulta una delle motivazioni più comuni che spronano un'impresa ad effettuare un'acquisizione. In questo modo, il *buyer* cerca di assicurarsi un numero superiore di clienti o un maggior volume di produzione in modo da spalmare i costi su una base superiore, ottenendo così margini di guadagno più elevati. Bisogna sottolineare, però, che un aspetto fondamentale di questa operazione è che la l'origine dei costi da sostenere per l'impresa sia in percentuale maggiore costituita da costi fissi, poiché, in questo modo, il costo marginale di produrre un'unità in più è inferiore al ricavo marginale ottenibile dalla vendita di tale unità. In questo processo, risulta, comunque, importante effettuare una stima più corretta possibile dei costi consequenziali di integrazione, in quanto questi ultimi devono risultare effettivamente inferiori ai benefici ottenibili tramite l'acquisizione.

Strettamente correlato alle economie di scala è sicuramente il posizionamento strategico, nel caso in cui esso si configuri come obiettivo della strategia di acquisizione. In questo caso, l'impresa, tramite l'acquisizione, si augura di mantenere, se non espandere il suo posizionamento relativamente ai suoi *competitors*. Tale processo risulta spesso una delle poche alternative percorribili nel processo di crescita per quei settori che risultano maggiormente concentrati e in cui, quindi, ottenere economie di scala è fondamentale. Jack Welch, precedentemente CEO della General Electric, riferendosi al posizionamento dell'azienda, ha reso chiaro il concetto dicendo: "*You're either first, second, or last*"<sup>4</sup>. La conseguenza principale di un'operazione che ha come *driver* il posizionamento strategico

---

<sup>4</sup> Traduzione: "Sei il primo, il secondo o l'ultimo".

è l'acquisto di quote di mercato, che, a loro volta, permettono all'impresa acquirente un maggior potere contrattuale e una maggiore visibilità agli occhi esterni.

### *Vantaggi e svantaggi*

Dopo avere analizzato singolarmente quali possano essere i *drivers* che muovono un'impresa a scegliere una strategia di crescita basata su un'operazione di *M&A*, possiamo, di seguito, sintetizzare i principali aspetti positivi e negativi relativi a tale modalità di espansione. Tra i principali vantaggi derivanti da un *M&A*, troviamo:

- Abbattimento di barriere all'entrata, il quale permette un ingresso in nuovi mercati, geografici o per nuove linee di prodotto, più rapido e meno rischioso rispetto a una strategia per vie interne;
- Maggiore potere di mercato realizzato tramite l'aumento della propria di mercato conseguente all'acquisizione o fusione;
- Aumento della base di risorse e competenze sulle quali basare il proprio vantaggio competitivo, che, di conseguenza, può creare aumenti dei ricavi, dei profitti o crescita del valore aziendale, in generale;
- Miglioramento della posizione creditoria per accedere a nuovo capitale, con la conseguenza di poter procedere nella direzione di nuovi investimenti;
- Possibile creazione o irrobustimento delle barriere all'entrata di un determinato settore dovuto alla concentrazione del tessuto produttivo
- Se si tratta di *M&A* con finalità di diversificazione, possibilità di ridurre il rischio di portafoglio dell'impresa.

Non è detto, però, che il processo di acquisizione e fusione sia sempre un successo, può succedere che si sottovalutino i fattori critici affinché tale processo apporti benefici positivi al *buyer*. Di fatti, le acquisizioni presentano numerose sfide, tra le quali si ritrovano:

- Scontri culturali, sia a livello di cultura aziendale sia a livello di distanza geografica; per ridurre tale rischio, risulta necessario analizzare i vari aspetti di diversità prima di procedere nel senso di una tale operazione;
- Possibilità di asimmetrie informative tipiche della teoria dell'agente e del principale, che, in questo caso, si riflettono tra "venditore" e "acquirente";

- Sottovalutazione dei costi effettivi da sostenere nel processo di integrazione tra le due diverse entità
- Rischio di sottrarre risorse economiche per investimenti nelle *core activities* dovuto alla sottrazione delle risorse necessarie per effettuare l'operazione di *M&A*;
- Focalizzazione degli aspetti tangibili sia nella fase iniziale che nella fase di integrazione.

### *Conclusioni*

Dalla breve analisi effettuata sulla scelta di effettuare un'operazione di fusione o acquisizione, possiamo concludere dicendo che si tratta sicuramente di una scelta che presenta molti aspetti positivi, tra i quali, i principali, possono essere considerati l'accelerazione nel processo di crescita e l'aumento della ricchezza di risorse umane, organizzative e finanziarie. Contestualmente, si devono considerare, però, anche i rischi inerenti tale operazione e i costi. Infatti, dal punto di vista del *buyer* vi è un alto tasso di insuccesso<sup>5</sup>, 60-70% circa, rispetto al totale delle operazioni di fusioni e acquisizioni effettuate. In particolare, vi sono alcuni casi in cui risulta più alta la possibilità di fallimento<sup>6</sup>:

- Quando il target dell'operazione è l'ingresso in una *industry* poco profittevole
- Se l'impresa acquisita si distacca eccessivamente dal *core business* o dalle conoscenze del *buyer*
- Nel caso in cui i benefici economici dell'operazioni sono altamente improbabili o difficilmente incrementabili nel *deal*
- Se l'acquirente non riesce a trovare un vero e proprio vantaggio economico
- Nel momento in cui l'organizzazione e la struttura dell'impresa non sono adeguate a livello di operazioni *M&A*
- Il *buyer* presenta bassi livelli di controlli, equilibri e incentivi.

---

<sup>5</sup> R. F. Bruner, *Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker*. Journal of applied Finance, 2002, 48-68

<sup>6</sup> "Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research." The Bank of America journal of applied corporate finance, 2004

### 1.1.2 Alleanze strategiche

#### Definizione

Anche le alleanze strategiche possono essere inserite all'interno delle operazioni di finanza straordinaria poiché si tratta di decisioni che esulano dalla ordinaria attività di finanza e di gestione dell'attività d'impresa. Esse possono essere definite come intese formali di medio-lungo termine tra due o più soggetti, finalizzate al raggiungimento di specifici obiettivi, funzionali alle strategie competitive o di crescita nei mercati esteri dei singoli partner coinvolti<sup>7</sup>. Esse sono una valida alternativa alle fusioni e acquisizioni, sebbene esistano una varietà di strumenti a base collaborativa che possono essere classificati a seconda di diversi elementi come rischio, durata e tipologia di relazione (come illustrato in *figura 1*).

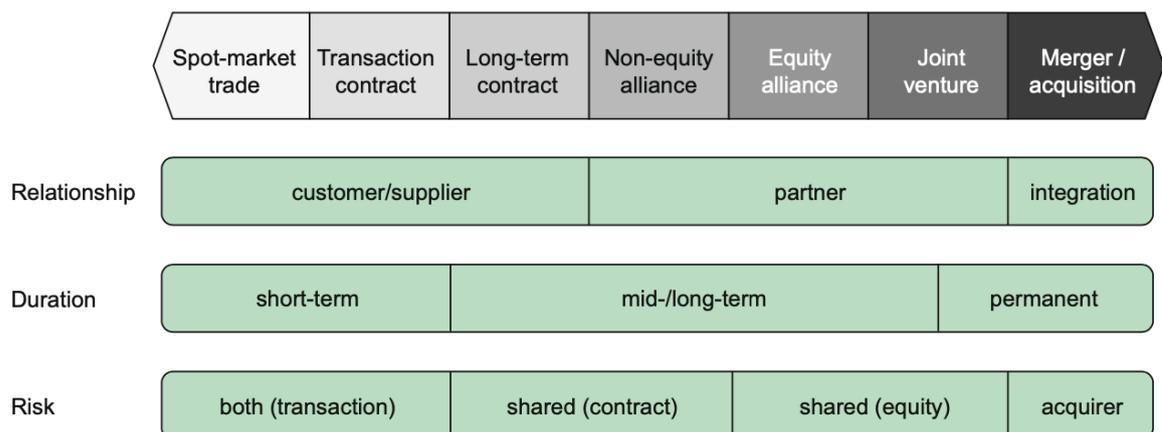


Figura 1: Forms of collaboration between companies (fonte: U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler)

Dalla figura si nota come, tra le tipologie di alleanze, si passa dagli accordi strategici, come il *Licensing* o il *Franchising*, alle partecipazioni più strutturate, alleanze di tipo *equity* o *Joint venture*. Inoltre, tali alleanze possono essere organizzate anche da più di due partner, creando quindi alleanze multi-partner, possono avere scopi più generici o maggiormente focalizzati su una funzione o attività, possono seguire diverse direzioni, verticali, orizzontali o non correlate, e, infine, possono essere

<sup>7</sup> M. Caroli, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, 2016, McGraw-Hill education

determinate allo svolgimento di un progetto oppure organizzate per un orizzonte temporale più lungo o illimitato. È per questo che esiste, quindi, questa grande varietà di *partnerships*.

#### *Obiettivi e rischi nella creazione di una alleanza strategica*

La creazione di una *partnership* tra due o più entità viene presa in considerazione dai protagonisti dell'accordo nel momento in cui la loro strategia di crescita prevede il perseguimento di uno dei seguenti obiettivi (Coopers & Lybrand, 1997):

- Crescita dimensionale e ingresso in nuovi mercati
- Ottenimento di nuove tecnologie di produzione, migliori qualità nel processo produttivo o abbassamento dei costi
- Riduzione del rischio finanziario e condivisione dei costi nell'attività di ricerca e sviluppo
- Ottenimento di vantaggio competitivo

Per quanto riguarda l'alleanza con scopo di crescita ed espansione territoriale, si può affermare che essa rappresenta una delle primarie motivazioni che le aziende intendono perseguire tramite l'accordo strategico. Così come per le fusioni e acquisizioni, creare una *partnership* con un'impresa già presente nel mercato target può risultare un'opzione abbastanza credibile nel processo di sviluppo aziendale. Questo significherebbe avere più facilità di ingresso nel nuovo territorio, in quanto non si dovrebbero sostenere costi elevati, tipici dell'acquisizione o di un investimento diretto estero, si potrebbe sfruttare il network relazionale dell'impresa già presente nel mercato e infine, a differenza delle *M&A*, si tratterebbe solamente di un primo approccio al nuovo mercato, come se fosse una prima "analisi" delle future possibilità di ingresso in questo, potendo scegliere di non investire ulteriormente se tale prima "analisi" non dovesse portare effetti positivi.

Nel momento in cui, invece, un'impresa ha il fine di acquisire una nuova tecnologia o ridurre i costi di produzione, la creazione di un'alleanza con un fornitore di tale tecnologia di produzione è sicuramente una valida opzione per conseguire questo obiettivo. Di fatti, non riuscendo a sviluppare una tecnologia simile in maniera autonoma, l'impresa ha necessità di trovare un alleato che le permetta di fare questo "salto" in avanti. Allo stesso tempo, anche l'impresa che concede l'utilizzo della sua tecnologia riceve dei benefici da un'alleanza del genere. Per esempio, nel caso in cui questa sia abbia dimensioni modeste, usufruirebbe del *know-how* e del network di conoscenze dell'alleata, tramite, per esempio, un processo di *learning by observing* che le permetterebbe di guadagnare esperienza, oltre che un riconoscimento economico del proprio lavoro. Non per forza l'obiettivo originante di un'alleanza di questo genere deve ritenersi l'impossibilità di sviluppare internamente il processo tecnologico in questione, ma potrebbe risultare che la società voglia dirigersi verso centri

specializzati capaci di offrire la soluzione migliore del mercato, qualitativamente parlando, rispetto a quella già posseduta dalla stessa società.

Ulteriore motivazione alla base della creazione di una *partnership* strategica risulta essere quello di condividere gli sforzi economici e i rischi finanziari connessi allo sviluppo di un nuovo prodotto o di un nuovo metodo di produzione, precisamente nel caso in cui il processo di R&S risulti eccessivamente oneroso per essere sostenuto singolarmente da un'azienda. In particolare, se l'alleanza intende perseguire un obiettivo del genere, la forma più adatta di accordo potrebbe essere quella della Joint Venture (JV): si tratta della forma più avanzata di alleanza strategica e prevede il massimo impegno dal punto di vista finanziario, strategico e organizzativo. Si tratta di una nuova società costituita *ad hoc* per l'esecuzione di questa particolare attività che, una volta conclusa, può determinare la cessazione della JV. Le *parent companies* in fase di costituzione apportano risorse finanziarie, materiali ed immateriali affinché possano raggiungere il successo tramite la JV. Essendo una realtà più strutturata, essa presenta anche alcuni fattori più delicati rispetto ad altre situazioni, e tra questi in particolare vi sono<sup>8</sup>:

- La compatibilità tra le *parent companies*, dato l'orizzonte temporale generalmente lontano, riguardo a obiettivi, sinergie, investimenti iniziali
- La struttura di *governance* che determina i legami tra le alleate
- Le procedure che regolano tali legami e l'insorgenza di eventuali controversie

L'ultimo obiettivo elencato per il quale si costituisce un'alleanza tra due o più società, è l'ottenimento di vantaggio competitivo. Questa forma di alleanza viene spesso a prendere vita tra imprese di dimensioni più piccole, in quanto proprio queste hanno bisogno di raggiungere una determinata "massa critica" per la sopravvivenza in determinati mercati e/o settori, specialmente quelli in cui vi è un alto tasso di concentrazione, un alto livello di barriere all'entrata o un alto livello tecnologico. In particolare, queste imprese riescono ad ottenere successo tramite un'alleanza per mezzo della creazione di una struttura basata su progetti. Inoltre, un'alleanza in tal senso permetterebbe ai partner di conoscersi reciprocamente in maniera più approfondita per valutare l'eventuale riproposizione in futuro di un'altra forma di collaborazione, di apprendere metodi e procedure di lavoro utilizzati da altri soggetti economici ed estendere la propria rete di conoscenze e di imprese con cui poter collaborare.

Non tutte le alleanze, però, riescono ad ottenere gli obiettivi prefissati *a priori*, al contrario, spesso succede che una buona percentuale delle stesse fallisca (Kalmbach e Russel, 1999). Le motivazioni possono essere diverse<sup>9</sup>, a partire dall'incompatibilità tra le aziende fondatrici dell'alleanza: si tratta

---

<sup>8</sup> M. Caroli, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, 2016, McGraw-Hill Education

<sup>9</sup> U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler

di problemi che, se in un primo momento possono venire sottovalutati, essendo legati alla cultura possono rivelarsi particolarmente dannosi per la prosecuzione della *partnership*.

Altro elemento che può portare ad un insuccesso della relazione è la mancanza di fiducia. Quest'ultima risulta essere un elemento fondamentale nel mantenimento di una buona convivenza. Per esempio, se dovesse risultare una debole forma di fiducia o se essa dovesse essere del tutto assente, nel momento in cui si dovesse verificare un imprevisto di qualsiasi genere, le *parent companies* potrebbero reciprocamente accusarsi dell'insuccesso dell'alleanza, in maniera del tutto erronea, poiché si perderebbe di vista l'oggettività della situazione e, quindi, non si potrebbero analizzare in maniera corretta le variabili che hanno decretato la fine dell'alleanza.

Spesso succede anche che l'obiettivo dell'alleanza non è allineato tra le aziende che ne fanno parte. Nel momento in cui si verifica una situazione del genere, è altamente probabile che l'alleanza non produca i risultati sperati e, anzi, porti al fallimento della stessa. Questo succede spesso quando le aziende creano un'alleanza con l'obiettivo di combattere la competizione degli altri *players* del settore, oppure nel momento in cui una delle aziende ha l'intento di correggere degli "errori", o meglio, malfunzionamenti, all'interno dei propri processi (Kilburn, 1999).

Anche le scelte prese da coloro i quali hanno la responsabilità di gestire l'alleanza possono essere in disaccordo con quelle del top-management delle rispettive società alleate. Questo rappresenta un altro punto che potrebbe portare al fallimento dell'alleanza in quanto si arriverebbe a creare un conflitto d'interessi di discreta importanza, che, se non affrontato nei tempi e nei modi corretti, alla lunga potrebbe portare alla distruzione dell'alleanza con le conseguenti ripercussioni negative sulle *parent companies*.

Strettamente correlato al punto precedente, può considerarsi il rischio dovuto al comportamento opportunistico delle alleate. Può succedere, di fatti, che una delle due o più alleate possano anteporre i propri interessi rispetto all'ottenimento degli obiettivi comuni prefissati e alle relative strategie per conseguirli. Questi comportamenti opportunistici possono anche tradursi nel tentativo di appropriarsi delle risorse del partner e di informazioni relative al suo business, per esempio. Tutti questi sono casi che, ovviamente, rischierebbero di compromettere il rapporto di lealtà che intercorre tra i partecipanti all'alleanza.

### *Fattori critici per il successo delle alleanze strategiche*

Affinché i partner possano ovviare ai rischi precedentemente descritti e, al contrario, possano conseguire i vantaggi e gli obiettivi analizzati nel paragrafo precedente, vi sono una serie di elementi che devono essere considerati nel momento in cui una o più imprese decidono di procedere nella generazione di una nuova alleanza.

Il primo aspetto da considerare per la buona riuscita di un patto strategico è l'impegno del *senior management* delle aziende coinvolte in tale patto. Di fatti, per considerarsi alleanze "strategiche", esse devono avere un impatto rilevante nei piani strategici delle *parent companies*, e, inoltre, devono essere tenute in alta considerazione dal *top level management* nello svolgimento delle loro funzioni aziendali. Inoltre, il coinvolgimento del management è importante anche per far crescere la consapevolezza ad ogni livello gerarchico dell'impresa ed anche al restante ambiente esterno, in modo che l'alleanza prosegua il suo percorso nel migliore dei modi e possa raggiungere i risultati pianificati. Di più, comportandosi in questo modo, si potrebbe evitare che essa venga considerata come un elemento "esterno" all'impresa in sé. Un aspetto da non sottovalutare e che potrebbe frenare tale impegno da parte del management, potrebbe essere la paura di perdere percentuali di controllo all'interno della *parent company*. Anche in questo caso, una corretta pianificazione dell'attività che si intende perseguire potrebbe riuscire ad evitare questo problema e, al contrario, rendere forte l'alleanza e portare al suo successo.

Una seconda variabile particolarmente importante è la somiglianza tra le filosofie e gli stili manageriali delle alleate. Se è vero che la diversità può essere considerata una fonte di ricchezza sotto diversi punti di vista, è anche vero che l'eccessivo distacco, o l'eccessiva differenza, nei modi di lavorare di due o più imprese, nel modo di intendere il business, può portare a un insuccesso futuro della *partnership*. È per questo che la somiglianza nelle culture aziendali risulta essere una condizione necessaria per la riuscita del patto strategico, o, comunque, risulta necessario che vi sia un sacrificio reciproco per evitare che le differenze tra le culture vengano amplificate.

Sempre per quanto riguarda la classe manageriale, ma questa volta in riferimento al team che si occupa di gestire la relazione tra le alleate, risulta fondamentale che tale attore svolga il suo ruolo nel migliore modo possibile, evidenziando sia l'efficacia che la portata delle sue scelte al fine del successo della stessa alleanza. È intuibile che, nel caso in cui venisse predisposto un team di manager "debole", l'alleanza potrebbe velocemente vedere la sua estinzione o, comunque, una difficoltà nello svolgimento delle sue funzioni e del suo ruolo. Avere un management credibile avrebbe come conseguenza, tra le tante, quella di trasmettere un senso di fiducia tra gli appartenenti all'alleanza ed esporterebbe all'esterno la consapevolezza della stessa.

Fortemente correlato al punto precedente, è il monitoraggio costante dei risultati e il suo confronto con quanto programmato. In questo modo, il management potrebbe procedere proseguendo nella stessa direzione se non vi è alcuno scostamento tra quanto pianificato e quanto effettivamente ottenuto, mentre, nel caso in cui dovessero verificarsi delle differenze, allora tale sistema di monitoraggio potrebbe risultare utile al fine di un eventuale intervento correttivo da parte del management.

Sicuramente, un altro elemento di fondamentale importanza è la chiara definizione degli obiettivi da raggiungere tramite tale alleanza. Innanzitutto, questo permetterebbe di abbassare la possibilità di incorrere in “incidenti di percorso” dovuti a visioni diverse degli scopi dell’alleanza, che potrebbero creare degli effetti negativi nel rapporto tra i partner. Inoltre, avere obiettivi chiari a priori, consentirebbe alle imprese costituenti, al termine dell’alleanza, una valutazione oggettiva dei risultati che ognuna di esse ha conseguito per mezzo della stessa *partnership*.

Insieme alla definizione degli obiettivi, è necessario che vi sia anche una specificazione strutturata dei rispettivi ruoli all’interno del patto strategico. In questo modo potrebbero crearsi delle procedure ben definite, che di conseguenza potrebbero evitare confusione o senso di smarrimento nel caso in cui si dovessero verificare delle situazioni non preventivate in origine. Inoltre, esse avrebbero anche il ruolo di creare un equilibrio all’interno dell’ambiente derivante dal patto, definendo dei punti di riferimento con i quali confrontarsi sia all’interno del team dedicato alla sopravvivenza dell’alleanza sia all’esterno, ovvero il *senior management* delle due o più alleate.

Quindi, così come nel caso delle fusioni e delle acquisizioni, sulle alleanze strategiche come operazioni di finanza straordinaria si può concludere dicendo che si tratta di opportunità di crescita che presentano importanti aspetti positivi, ma, contestualmente, bisogna fare molta attenzione anche ai possibili rischi. Per fare in modo che tali alleanze risultino di successo è, quindi, importante fare perno sui fattori chiave che possono incidere sul raggiungimento degli obiettivi ed evitare conseguenze negative dovute a scelte di gestione erranee.

### 1.1.3 Corporate restructuring

Tra le altre operazioni di finanza straordinaria, rientrano anche i processi di ristrutturazione aziendale. Con il termine ristrutturazioni aziendali si intende quel processo in direzione opposta rispetto a quella intrapresa tramite le fusioni e le acquisizioni, ovvero si procede verso un *downsizing* della struttura societaria. Il fenomeno delle ristrutturazioni aziendali, di conseguenza, viene circoscritto come una conseguenza di una situazione aziendale non favorevole, la quale, appunto, obbliga l'impresa a compiere scelte per la sua sopravvivenza. In realtà, questa non è l'unica prospettiva tipicamente relativa alle operazioni di *corporate restructuring*. Di fatti, la ristrutturazione dell'azienda può anche essere una scelta deliberata del management che, lungo il processo di crescita dell'impresa, prevede che la migliore direzione da prendere è, per esempio, quella di un'operazione di *spin-off*. In questo caso, quindi, la scelta non è dovuta a una situazione che in qualche modo impatta negativamente sull'azienda, ma, al contrario, risulta essere una scelta presa in maniera proattiva per fare in modo che l'impresa continui nel suo percorso di crescita e nel suo processo di creazione di valore.

Dal paragrafo precedente, risulta immediata una prima classificazione tra le operazioni di *corporate restructuring*: l'impresa può optare per un'azione del genere a seguito di un comportamento re-attivo o di un comportamento pro-attivo. Nel primo caso, forze esterne o interne all'impresa effettuano una pressione sulla stessa affinché essa si adegui di conseguenza; quest'ultima, invece, rimane, in un certo senso, "cieca" di fronte a questi impulsi. La conseguenza di tale comportamento è il fatto che l'impresa si trova costretta a dover rincorrere le *performance* positive che non riesce più a perseguire e la soluzione per eliminare questo ritardo è probabilmente quella di effettuare un'operazione di ristrutturazione dell'entità aziendale. Nel caso in cui la scelta dell'impresa sia dettata da un comportamento pro-attivo, allora il management della stessa ha colto in tempo determinati segnali dall'ambiente esterno e interno, li ha analizzati e ha dato loro un'interpretazione che l'ha portata a compiere una scelta di ristrutturazione in anticipo con i tempi. In questo modo, agendo come precursore dell'imminente situazione sfavorevole, l'impresa si fa trovare pronta ad affrontare un'eventualità che potrebbe impattare in maniera negativa sulla stessa o sul generale ambiente macroeconomico, e, in aggiunta, dovrebbe addirittura trarre dei vantaggi rispetto ai suoi *competitors* per merito della scelta effettuata.

Una seconda classificazione delle diverse scelte che possono condurre a una ristrutturazione aziendale è quella che mette in evidenza i diversi effetti conseguenti a tale processo. Infatti, le ristrutturazioni possono essere suddivise in<sup>10</sup> (vedi figura in basso):

---

<sup>10</sup> M. Brauer, *What we have acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda*, Journal of management, 2006

- Ristrutturazioni di portafoglio;
- Ristrutturazioni finanziarie;
- Ristrutturazioni organizzative.

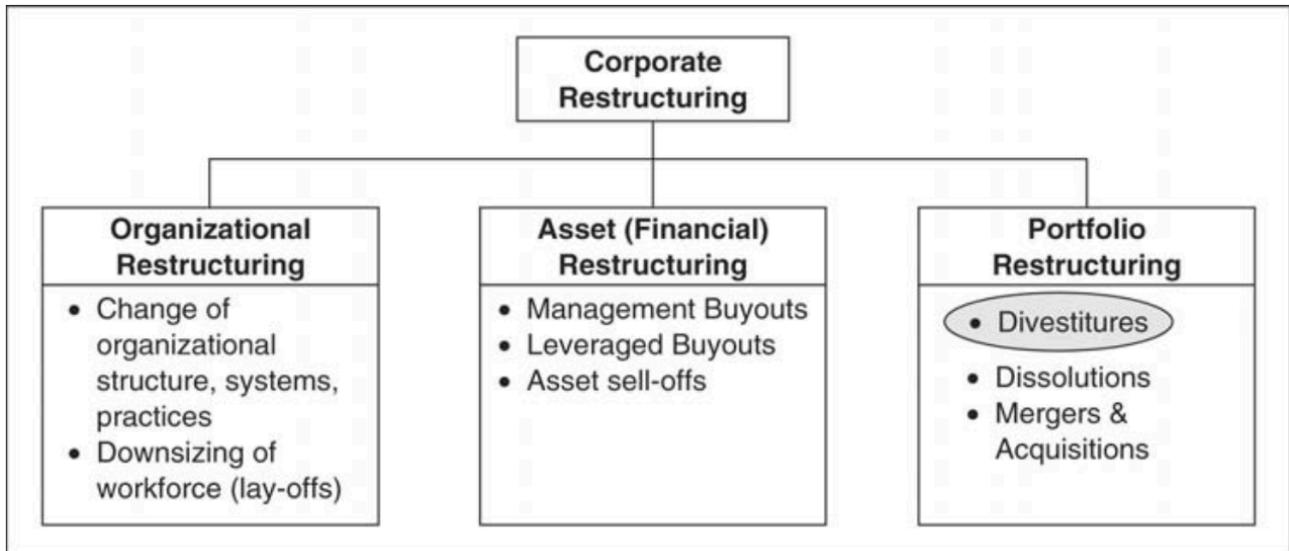


Figura 2: Structure and elements of corporate restructuring research (fonte: M. Brauer, *What we have acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda*, Journal of Management, 2006)

Con ristrutturazioni di portafoglio si intendono quelle operazioni che hanno come finalità quella di ridefinire la composizione del proprio portafoglio strategico, di business e, di conseguenza, del perimetro aziendale. Si può trattare, per esempio, di conseguenze dovute all'elevata diversificazione delle proprie attività e, quindi, la successiva rifocalizzazione su determinate aree di business specifiche. Tra le forme utilizzate per attuare tale tipologia di ristrutturazione vi sono le fusioni e le acquisizioni, i disinvestimenti e le dissoluzioni. Riguardo il tema delle fusioni e delle acquisizioni, è stata già effettuata un'analisi introduttiva nelle pagine precedenti, mentre, l'operazione del disinvestimento verrà affrontata nelle pagine successive dell'elaborato, essendo essa il cuore di tutto il lavoro; infine, il processo di dissoluzione può essere definito come il processo di scioglimento degli affari<sup>11</sup>.

Le ristrutturazioni di tipo finanziario, invece, hanno l'obiettivo di intervenire nella struttura patrimoniale, finanziaria o debitoria e, di conseguenza, migliorarla. Di fatti, per lo più, gli scopi

<sup>11</sup> Vedi: <https://www.netinbag.com/it/business/what-is-business-dissolution.html>

conseguibili con tale strategia sono la ristrutturazione del debito, la ristrutturazione dell'attivo patrimoniale e la sua capacità di produrre ricchezza e risultati positivi. In questo caso, gli strumenti utilizzati sono, generalmente, il *leveraged buy-out*, il riacquisto delle azioni, il *management buy-out*<sup>12</sup> e la cessione di *assets*. Con il termine *leveraged buy-out* (L.B.O.) si intende il processo di acquisizione tramite debito, una procedura che consiste in una serie di operazioni finanziarie volte all'acquisto di una società. Di fatti, la società acquirente crea una nuova società, *Newco*, alla quale confluiscono le sue risorse finanziarie, sia il debito che l'*equity*; la *Newco*, a sua volta, acquisisce il controllo del capitale della società target attraverso il conferimento dei suoi *asset* a quest'ultima, in cambio di partecipazioni, o attraverso una fusione per incorporazione effettuata con la società target, risultando, in genere, la società incorporata; infine, l'acquirente originario potrà ripagare il debito tramite i flussi di cassa generati dalla società target o vendendo rami dell'azienda o *asset* non strategici. Il riacquisto di azioni proprie, invece, consiste nel riacquisto, da parte della società che ha emesso le azioni, di queste ultime; in questo modo, si migliorano gli indici di redditività della società, come ROI e ROE ed è, inoltre, uno strumento di remunerazione per gli azionisti della stessa. Il *management buy-out* è invece un'operazione attraverso la quale uno o più manager all'interno dell'azienda ne acquisiscono la proprietà. Spesso si tratta di processi che prevedono il successivo *delisting* della società per poi procedere a una eventuale cessione dell'attività o ad una nuova quotazione. La cessione d'azienda invece costituisce l'altro lato della medaglia dell'operazione di acquisizione, presentata, appunto, dal punto di vista della cedente.

Infine, le ristrutturazioni organizzative comportano, per lo più, licenziamenti di personale e riduzioni del perimetro dell'impresa. In questo modo, diviene possibile ridurre i costi di gestione e di struttura e contrarre il perimetro organizzativo dell'impresa. Tale finalità viene raggiunta attraverso cambiamenti nella struttura organizzativa o operazioni di *downsizing*.

---

<sup>12</sup> Per le definizioni di LBO, riacquisto di azioni proprie e *Management buy-out* vedi [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it)

## **1.2 Il disinvestimento: definizione e quadro teorico**

### *1.2.1 Cosa si intende per disinvestimento*

#### *Definizione*

In questa prima parte del paragrafo, il lavoro si limiterà a definire l'operazione di disinvestimento e scomporlo nelle sue variabili; successivamente, nel paragrafo seguente, verrà trattata l'interpretazione e la sua relativa rivalutazione, nel corso del tempo, del processo di *divestiture*. Infine, nell'ultimo paragrafo del capitolo verranno analizzate le diverse modalità di disinvestimento e i fattori critici nel processo di implementazione della strategia.

Il processo di disinvestimento ha visto, nel corso del tempo, interpretazioni diverse. In un primo momento, dal punto di vista della strategia d'impresa, esso veniva visto come “correttore” di eventuali errori manageriali che avevano portato a situazioni sfavorevoli e performance povere; più avanti con i tempi, invece, si è cominciato a vedere esso come una vera e propria scelta strategica, capace, quindi, di generare valore nel lungo termine, essendo conseguenza di una scelta consapevole e pro-attiva rispetto all'ambiente circostante e alle performance della *corporate*.

La scelta del disinvestimento può ulteriormente suddividersi lungo due direzioni: il disinvestimento “involontario” e il disinvestimento “volontario”. Con il primo si intende quel tipo di disinvestimento che è conseguente alla scelta di qualche attore giuridico che condanna l'impresa a disinvestire un'attività o parte di essa. Il disinvestimento volontario, invece, consiste in una scelta ponderata da parte dell'impresa, in quanto ritiene opportuno dismettere un business. Le motivazioni sottostanti possono essere diverse<sup>13</sup>.

Una prima spiegazione dietro la scelta di disinvestire può essere ritrovata nella scarsa aderenza (*fit*) tra la divisione che si vuole cedere e le altre attività di business. In questo caso, si potrebbe trattare di una decisione difficile, in quanto, probabilmente, la divisione in questione potrebbe essere performante in maniera positiva. Tuttavia, a lungo andare, un *mismatch* tra questa divisione e il resto della *corporate* potrebbe danneggiare i risultati di quest'ultima, e, di conseguenza, dismettere questo business, prima che si verifichino effetti negativi, potrebbe risultare la scelta migliore. In più, la cessione di un'unità performante potrebbe generare proventi maggiori rispetto a un disinvestimento “obbligato” da risultati deludenti.

---

<sup>13</sup> P. D. Gaughan, *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2017

Un altro caso per il quale può essere preso in considerazione il disinvestimento, si verifica quando i business disperdono le potenziali sinergie derivanti dalla correlazione tra loro, e, piuttosto, assumono più valore se presi in maniera separata e distinta. In questo caso, si potrebbe verificare che un acquirente esterno alla *parent company* offra per l'unità da dismettere un prezzo maggiore del valore che essa possiede all'interno della società madre. Vendendo l'unità, la società madre eviterebbe, quindi, di incorrere in prestazioni non elevate e otterrebbe, piuttosto, un ritorno economico importante.

Uno dei motivi più classici per i quali si procede con un disinvestimento è sicuramente lo scarso livello di *performance* aziendali. Spesso, può succedere che la *performance* negativa di una singola unità di business trascini in situazioni poco favorevoli l'intera società diversificata. Quest'ultima, di fatti, potrebbe vedersi costretta a drenare risorse finanziarie, ottenute da altre *business units* (BUs), a favore della divisione in difficoltà, rinunciando, magari, ad altri investimenti per la crescita della società. Anche in questo caso, quindi, optare per la vendita della BU in questione potrebbe risultare la scelta migliore.

Ulteriore spinta al disinvestimento è l'accesso al mercato dei capitali successivamente alla cessione dell'attività. Questo vale sia per l'impresa cedente che per l'impresa ceduta. In particolare, la prima, se la cessione ha ad oggetto una divisione che non rendeva al massimo, si presenterà in maniera migliore nel momento in cui avrà bisogno di chiedere liquidità e, allo stesso tempo, l'impresa ceduta potrà essere un buon investimento per gli attori economici, essendo "slegata" dalla società madre e, di conseguenza, potendo seguire un suo percorso di crescita. Inoltre, se la strategia dell'impresa cedente non è un *sell-off*, una vendita totale, ma si concretizza in altre forme di disinvestimento, come lo *spin-off* o l'*equity carve-out*, otterrà benefici doppi oltre quelli direttamente a lei attribuibili, in quanto conserverà anche la proprietà della ceduta e i suoi conseguenti proventi. Infine, come conseguenza della separazione sarebbe possibile fare più chiarezza sulle strategie e le performance di entrambe le entità, la quale potrebbe portare ad ottenere dal mercato *sentiment* positivo.

La forza della domanda per un determinato asset, e la sua potenziale trasformazione in liquidità per l'impresa madre, costituisce un'ulteriore discriminante in favore di una scelta del disinvestimento<sup>14</sup>. Di fatti, se un'impresa risulta abbastanza diversificata, avrà maggiore propensione a vendere una BU che è fortemente richiesta da altri operatori del mercato, sempre che non si tratti di un'attività estremamente legata al proprio *core business*, in modo da garantirsi ingenti somme di liquidità.

Un'altra causa, molto comune, che porta a compiere una scelta di vendita di attività è la necessità di disporre di cassa, denaro liquido. Un'operazione di *sell-off* genera ricchezza immediata e può andare

---

<sup>14</sup> F. Schlingemann, R. Stulz, R. Walkling, *Divestiture and the liquidity of the market for corporate assets*, Journal of Financial Economics, 2002

immediatamente a rifornire le casse della società in difficoltà. Si tratta di una scelta che può essere presa anche nel caso in cui l'unità dismessa risulti abbastanza performante. Sebbene tale unità possa generare *cash flow* nel lungo termine, l'impresa, avendo bisogno immediato di denaro liquido, può preferire sacrificare la prima per potere avere più libertà decisionale grazie all'innesto di nuove risorse economiche.

Una volta determinata la spinta, o la causa, per procedere a un'operazione di disinvestimento l'impresa ha davanti a sé, principalmente, tre diverse strategie per portare a termine tale operazione<sup>15</sup>: *sell-off*, *spin-off*, *equity carve-out*. Con la prima, si intende la vendita di un business a un'altra impresa, tramite vendita privata o asta, in cambio di liquidità o azioni. Essa può prendere la direzione di un *LBO*, nel caso in cui il *buyer* utilizzi un'elevata quantità di debito per finanziare l'operazione, o di un *management buyout*, se è il management dell'impresa madre a prendere il controllo della proprietà della ceduta. Con lo *spin-off*, invece, si intende la cessione di una BU finalizzata alla sua trasformazione in una nuova società indipendente che verrà quotata e le cui azioni verranno distribuite ai soci della società madre, in modo che la proprietà della ceduta non cambi.

Infine, con l'*equity carve-out* la *parent company* decide di distaccare una frazione del suo business per creare una nuova società, la cui proprietà risulterà in parte in mano ai soci della società madre, come nel caso dello *spin-off*, e la restante parte verrà offerta al mercato tramite IPO.

La scelta attraverso la quale optare per una di queste tre direzioni dipende da numerose variabili, e le stesse scelte hanno vantaggi e svantaggi diversi gli uni dagli altri. Questi aspetti verranno analizzati più avanti nel corso del capitolo.

### *Il processo di disinvestimento*

Il percorso da seguire nel caso in cui un'impresa scelga di optare per un'operazione di disinvestimento, qualsiasi sia la modalità di attuazione, può variare per ogni transazione. Si potrebbe dire, erroneamente, che esso sia lo stesso percorso che si avvia per una acquisizione, ma, in questo caso, si utilizza il punto di vista speculare del venditore; in realtà, si tratta di due operazioni diverse che presentano ognuna caratteristiche specifiche, le quali verranno analizzate nella trattazione dell'argomento. Il processo di disinvestimento, sebbene ogni transazione possa essere considerata

---

<sup>15</sup> U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler

come unica nel suo genere, prevede una serie di passaggi che, generalmente, accomunano tutte le operazioni, e sono i seguenti:

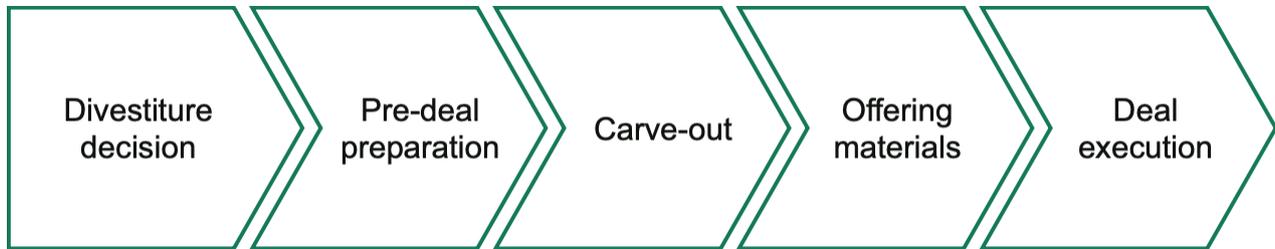


Figura 3: Key steps of the divestiture process (fonte: U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler)

La prima azione da compiere per l'impresa è sicuramente la decisione di compiere un disinvestimento. Questa può essere presa solamente dopo un'attenta analisi finanziaria e strategica delle alternative che la società può avere di fronte a un processo di crescita e/o di ristrutturazione. Una volta presa la decisione, allora, si può procedere nella direzione del disinvestimento e, di conseguenza, si deve preparare un vero e proprio piano d'azione, una strategia per ottenere il più alto tasso di successo con tale operazione. Un'azione da poter intraprendere proprio per cercare di estrapolare il più alto valore possibile da un'operazione del genere, è quella che, prima di annunciare la cessione, prevede "il confezionamento" dell'unità da cedere, ovvero l'impresa cerca di prendere tutte quelle misure che possono rendere il più appetibile possibile la BU da vendere. Tra le varie attività può essere presente una riduzione dei costi o la chiusura delle operazioni inefficienti, per esempio. Un altro aspetto importante di questa fase è il tempismo. È importante che esso sia in linea con le scelte da implementare. Di fatti, esso può dipendere dalle variabili interne all'impresa, per esempio, potrebbe risultare ottimale scegliere un momento in cui l'attività del management non risulti eccessivamente carica da altre operazioni o le performance dell'impresa non facciano sembrare la scelta del disinvestimento come l'unica opzione da poter seguire. Anche l'ambiente esterno deve essere preso in considerazione per la scelta del corretto *timing*, in quanto, sarebbe preferibile analizzare il momento dell'economia, se, per esempio, essa attraversa un periodo di fioritura e, quindi, gli investitori sono più propensi ad acquistare o se, al contrario, è in un periodo di recessione e, di conseguenza, gli investitori sono maggiormente propensi a risparmiare e non investire in operazioni simili. Un'altra variabile importante in questa fase, è l'analisi dei potenziali acquirenti. Di fatti,

potrebbe risultare conveniente effettuare una prima scrematura di quelli che possono essere gli attori economici che potrebbero interessarsi alla vendita dell'attività in questione, in modo da poter rendere l'offerta "personalizzata", o, meglio, adattarla alle loro esigenze.

A seguire la fase di preparazione del *deal*, vi è la fase di *carve-out*. Con essa si indica la separazione dell'attività da cedere dalla società madre relativamente a tutti i legami che intercorrono tra le due. La complessità di tale fase dipende dal livello di integrazione tra le due entità. Inoltre, preparare al meglio il processo di *carve-out* significa anche cercare di limitare l'eventuale impatto negativo del distacco sulla società madre una volta conclusa la cessione dell'unità di business. E' importante analizzare e definire bene i legami che rimarranno tra le due società, anche dopo la cessione, oltre che disegnare la struttura organizzativa e i processi operativi della neonata società, in modo da presentarsi agli investitori attrezzati nel migliore modo possibile.

Successivamente, si passa all'offerta dell'attività sul mercato che avviene tramite la presentazione di un *dossier* sull'attività, contenente una serie di informazioni sulla stessa oltre che l'annuncio vero e proprio di vendita. Tale documento è, in un primo momento, diretto a una più ampia cerchia di possibili acquirenti, per cui non contiene informazioni eccessivamente riservate o sensibili. In un secondo momento, la lista degli interessati si restringe e questi potranno ricevere dall'impresa informazioni più dettagliate circa l'attività che sta per essere ceduta tramite un memorandum informativo che contiene, appunto, dati sensibili e non reperibili dal mercato e dal pubblico. In questa fase, inoltre, risulta fondamentale trovare gli acquirenti più adatti e potenzialmente più interessati all'acquisto. Infatti, spesso, per potere trovare il migliore acquirente, la società madre si mette in contatto con un intermediario, in genere una banca d'investimento, la quale ottimizza il processo di vendita tramite una ricerca più accurata della controparte e una personalizzazione più elevata dell'offerta da parte della casa madre.

A seconda della tipologia di società e di transazione che si intende effettuare, potrebbe essere richiesta l'approvazione del piano di azione da parte degli azionisti della stessa società o la registrazione delle azioni se, appunto, come conseguenza della cessione, verranno emesse delle azioni della nuova società e, quindi, si richiederà un prospetto facente parte della richiesta della registrazione.

La fase conclusiva è quella che prevede l'esecuzione del *deal*. Come detto prima, la cerchia dei potenziali acquirenti, a questo punto, sarà sicuramente ristretta ed essi avranno ricevuto il piano con le informazioni più dettagliate per potere presentare l'offerta più congrua all'attività che deve essere ceduta tramite un processo di *due diligence*. Una volta conclusa la *due diligence* allora l'acquirente, o i diversi acquirenti se sono più di uno, potrà presentare l'offerta vincolante contenente anche altre informazioni oltre il solo corrispettivo da pagare, come ulteriori accordi e condizioni riguardo la fase di post-transazione. Scelto, quindi, l'acquirente ed essendosi accordati con esso, l'operazione di

cessione può procedere con la firma, l'approvazione e la chiusura dell'affare e la successiva separazione dalla società madre.

### 1.2.2 Letteratura a supporto del disinvestimento come fonte di creazione di valore

#### Introduzione

Gli studi intorno alle operazioni di disinvestimento iniziano ad essere consistenti verso la fine degli anni '70. In un primo momento, il disinvestimento veniva visto come la controparte delle operazioni di acquisizione e, come conseguenza, possedeva un modesto livello di studi separata generando, quindi, un “*misunderstanding*” del fenomeno<sup>16</sup>. La spiegazione dietro questa sottovalutazione del fenomeno del *divestiture* risiedeva semplicemente ed erroneamente nel fatto che la cessione di una *business unit* da parte di un'impresa finiva per essere l'acquisizione di un'altra. In realtà, intendere in questo modo la strategia di disinvestimento può essere considerato un errore, e, a supporto, vi sono una serie di motivazioni che evidenziano le differenze tra i fenomeno di acquisizione e di disinvestimento. È vero che entrambe le operazioni hanno, tra i tanti, l'effetto di cambiare la strategia di un'impresa, la competitività di essa in un determinato settore o mercato, il suo portafoglio di risorse. Tuttavia, non è sufficiente per poter applicare in maniera meccanica le teorie legate alle operazioni di acquisizione, gli studi che evidenziano le motivazioni dietro tali operazioni, i processi che le guidano e i fattori da considerare per la loro riuscita. Un primo elemento che mette in evidenza le differenze sostanziali tra i due processi, risiede nelle diverse sfide che i management delle rispettive impresa operanti tali scelte devono sostenere. Per esempio, nel caso di una acquisizione, il *buyer* potrebbe sostenere diverse sfide relative al processo di integrazione post-operazione racchiudibili nel cosiddetto “*cultural clashes*” (Buono, Bowditch & Lewis, 1985; Sales & Mirvis, 1984). Ciò consiste nelle diversità di culture organizzative tra l'impresa acquirente e l'impresa acquisita. Questa tipologia di problema e le relative teorie sottostanti, però, risulta chiaro non possano applicarsi alle imprese che optano per una cessione. Anche per quanto riguarda la fase di pre-acquisizione vi sono una serie di elementi che si devono considerare sia da parte del *buyer* che del “venditore”, ma che, tuttavia, hanno comunque nature diverse. Per il primo, per esempio, i problemi potrebbero essere focalizzati

---

<sup>16</sup> A. K. Buchholtz, M. Lubatkin, H. M. O'Neill, *Seller responsiveness to the need to divest*, Journal of Management, Vol. 25, No 5, pp. 633-652, 1999

nelle risorse finanziarie da investire, nel *fit* strategico e nell'effettiva contrattazione. Contrariamente, il venditore deve rapportarsi con difficoltà relative alle forze inerziali che rallentano il processo di vendita, come le routine organizzative e i processi aziendali.

Un altro spunto importante da analizzare nelle differenze tra acquisizioni e disinvestimenti è la posizione di vantaggio nella quale risiede il venditore, come conseguenza delle informazioni che quest'ultimo possiede. Di fatti, questa asimmetria informativa si genera come conseguenza del fatto che il *seller* conosce ogni aspetto del business da cedere e di conseguenza anche il suo reale valore. Dall'altro lato, il *buyer*, invece, non ha questa conoscenza, se non le informazioni ottenibili dal mercato e dai documenti offerti dall'impresa cedente. Ciò significa che l'offerta difficilmente potrà coincidere con l'esatto valore del business oggetto della cessione. In aggiunta, non è detto che l'acquirente sia consapevole di tali limiti e, in più, potrebbero aggiungersi altri elementi come l'enfasi dei media, o l'ingrandimento delle performance a minare la sensibilità del *buyer* sulle informazioni. Oltre ciò, l'acquirente deve stimare i flussi di cassa futuri del business che intende acquistare e le eventuali sinergie che si potranno instaurare tra questo e gli altri business, al fine di ottenere una stima del prezzo d'acquisto più preciso. E, infine, altro aspetto a svantaggio dell'acquirente è il modo di gestire le informazioni da parte del venditore, il quale avrà l'intento di far apparire il business in dismissione in uno stato di salute che potrebbe non corrispondere in maniera esatta a quello reale. Allo stesso tempo, il *seller* avrà meno problemi relativamente a questa asimmetria di informazioni. Potrebbe, però, sottostimare il valore reale dell'unità in vendita, se dovesse essere orientato a chiudere il *deal* in maniera veloce. Altro punto derivante dall'asimmetria e dalla voglia di chiudere subito l'affare, potrebbe essere il "rimorso" da parte del venditore una volta effettuata la cessione.

Infine, nel caso in cui il processo di vendite dovesse trasformarsi in "un'asta" con più pretendenti, il vantaggio del venditore aumenterà come conseguenza di una battaglia sul prezzo, in quanto la cessione si realizzerà in favore di chi offrirà il prezzo più alto.

Conseguentemente a questa breve analisi, risulta evidente come vi siano differenze marcate tra il processo di acquisizione e il processo di disinvestimento; nei casi analizzati si mette in evidenza la differenza di posizione contrattuale tra *buyer* e *seller*. Tutto ciò costituisce la premessa affinché il fenomeno del disinvestimento venga preso in considerazione in maniera autonoma rispetto allo studio delle operazioni di acquisizione.

## *Il disinvestimento reattivo*

Un primo studio focalizzato sul disinvestimento è quello effettuato da parte di I. M. Duhaime e J. H. Grant nel 1984<sup>17</sup>, seppure prenda le mosse dalle precedenti ricerche sulle fusioni e le acquisizioni ed inquadri il fenomeno del *divestiture* come una scelta esclusivamente reattiva. Gli studiosi concentrano il loro lavoro nell'analisi dei fattori determinanti la scelta del disinvestimento e la sua riuscita. Lo studio prende vita dai lavori di Gilmour (1973), il quale, nelle sue ricerche, aveva trovato nel ricambio del top management un sintomo previsionale per un futuro disinvestimento; di Nees (1981), la quale concludeva dicendo che la cooperazione tra management di divisione e management di linea poteva portare a un processo di disinvestimento di successo; ancora, di Porter (1976) che ipotizzò una serie di barriere all'uscita come disincentivo al disinvestimento; infine, di Patton e Duhaime (1978) che, invece, aggiunsero ulteriori ipotesi relativamente alle opzioni del disinvestimento, come la forza dell'unità in dismissione. Gli studiosi, nel loro elaborato, prendono in considerazione cinque elementi che influenzano in maniera diretta le variabili e le decisioni di disinvestimento. Questi sono la forza finanziaria a livello di impresa, la forza sia finanziaria che competitiva relativamente all'unità oggetto della dismissione, l'interdipendenza tra tale unità e le restanti *business units* dell'impresa, l'andamento generale dell'economia e, infine, il rapporto con il management. Per quanto riguarda la forza finanziaria della casa madre, gli indicatori presi in considerazione sono il ROE (*return on equity*), il rapporto fra debiti ed *equity* (DE) e i dividendi pagati come percentuale dei guadagni (DIVPAY). Per questa variabile, le ipotesi da testare prevedevano, da un lato, il legame tra la situazione finanziario-debitoria, diversa e svantaggiosa, dell'impresa cedente e le situazioni finanziarie delle concorrenti e, dall'altro, la diversa, in negativo, performance finanziaria dell'impresa rispetto alle precedenti. In merito alla forza dell'unità da dismettere, invece, le ipotesi prevedevano una scarsa performance pre-disinvestimento e una serie di elementi che confermano tale mancanza di forza, ad esempio i bassi tassi di crescita delle vendite o la necessità di utilizzare più risorse rispetto ad altre unità. Relativamente all'interdipendenza delle unità, i ricercatori avevano ipotizzato che le unità in dismissione presentavano un legame debole con le altre unità dell'impresa. Infine, riguardo all'andamento economico generale avevano ipotizzato che la decisione di disinvestire veniva generalmente presa in un contesto di contrazione economica piuttosto che di espansione e in merito al coinvolgimento manageriale nelle unità in dismissione l'ipotesi prevedeva uno scarso legame tra i manager e quest'ultima. Il metodo attraverso il quale è stato condotto lo studio ha previsto 40 interviste a figure di diverso livello appartenenti ad aziende di settori vari. Da esse, Duhaime e Grant

---

<sup>17</sup> I. M. Duhaime, J. H. Grant, *Factors influencing divestment decision-making: evidence from a field study*, Strategic Management Journal, Vol. 5, pp. 301-318, 1984

hanno potuto confermare che la situazione finanziaria avesse un forte peso nelle decisioni di disinvestimento, soprattutto se confrontando il ROE con la media delle imprese della *industry*; lo stesso non si può dire, però, per gli altri strumenti presi in considerazione (DE e DIVPAY), in quanto essi non trovano una correlazione forte con le decisioni di disinvestimento. Per quanto riguarda la forza delle unità oggetto della dismissione, sia intesa in termini di performance finanziaria che di competitività, l'analisi ha portato a trovare una forte relazione tra questa variabile e il processo decisionale, confermando quanto ipotizzato dagli studiosi. Lo stesso può dirsi per l'ipotesi che aveva ad oggetto l'interdipendenza tra le unità di business: un alto livello di condivisione di tecnologie, clienti e altre funzioni agisce da barriera all'uscita nel processo di disinvestimento, contrariamente se invece non è previsto tutto ciò, o comunque è previsto un basso livello di condivisione, allora l'impresa sarà più propensa a disinvestire l'unità. Per quanto riguarda, invece, le ultime due ipotesi in merito all'andamento economico generale e al coinvolgimento del management, lo studio non è riuscito a trovare una relazione forte in grado di spiegare se e in che modo queste due variabili possano influire sulla decisione. Tramite questo studio, quindi, gli studiosi hanno potuto concludere che le variabili di maggior importanza nella decisione di *divestiture* sono il confronto tra la performance finanziaria dell'impresa e la media di settore (in particolare dell'indicatore ROE), la forza dell'unità in dismissione e la sua interdipendenza con le altre *business units*.

Da questo studio risulta, comunque, come l'interpretazione del disinvestimento sia quella di una scelta consequenziale a determinati segnali interni all'impresa, e, in particolare, alla performance finanziaria dell'impresa e/o del business da cedere. In questo modo, però, la ricerca restringe eccessivamente il campo di applicazione del disinvestimento escludendo in modo completo un suo utilizzo come una strategia di più ampio respiro e con una previsione a maggior lungo termine.

Un approfondimento importante sul tema del disinvestimento è quello effettuato da C. Markides<sup>18</sup> nel 1993, dopo una lunga serie di disinvestimenti effettuati da un alto numero di conglomerati sia in USA che in Europa. Tale studio fu favorito da una situazione economica particolare: molti grandi gruppi statunitensi ed europei sino alla fine degli anni '70 avevano messo in atto delle strategie di diversificazione aggressiva e la conseguenza di ciò fu il verificarsi di un'ondata di disinvestimenti con lo scopo di rifocalizzarsi attorno il proprio *core business*, dall'inizio degli anni '80. Markides, allora, ipotizzò una spiegazione economica sulla quale fondare la sua analisi: premettendo che ogni impresa abbia un limite entro il quale poter attuare una strategia di diversificazione, diverse imprese si sono diversificate oltre tale limite tra il 1950 e il 1980; di conseguenza, queste imprese sovra-diversificate hanno la necessità di ridurre il loro raggio d'azione per tornare ad un equilibrio. Per

---

<sup>18</sup> C. Markides, *Corporate Refocusing*, Business Strategy Review, Vol. 4, No. 1, pp. 1-15, 1993

potere effettuare questo studio il ricercatore, inizialmente, ha confrontato la percentuale di strategie di *refocusing* e di diversificazione in tre diversi periodi: tra il 1949 e il 1959, tra il 1959 e il 1969 e, infine, tra il 1981 e il 1987. In particolare, ha notato che per i primi due periodi il numero di strategie di diversificazione era crescente, al contrario della percentuale di rifocalizzazione. L'opposto, invece, si è verificato nell'ultimo periodo preso in analisi. L'evidenza è stata resa attraverso la seguente tabella:

	1949-1959	1959-1969	1981-1987
% of firms Refocusing	1.3	1.1	20.4
% of firms Diversifying	21.7	25.0	8.5

Altro elemento a supporto del processo di rifocalizzazione in atto in quel periodo, è dato dalla distribuzione delle imprese per categoria:

Strategic Category	Percentage in each Category (N = 210)				
	1949*	1959*	1974*	1981	1987
Single Business	42.0	22.8	14.4	23.8	30.4
Dominant Business	28.2	31.3	22.6	31.9	28.1
Related Business	25.7	38.6	42.3	21.9	22.4
Unrelated Business	4.1	7.3	20.7	22.4	19.0

\* From Rumelt's (1974) study

Fonte: C. Markides, *Corporate refocusing*, Business strategy review, 1993

Dalla tabella si evince come la percentuale di imprese monobusiness è andata diminuendo sino al 1974 circa, per poi aumentare come conseguenza di un abbandono di altri business; contrariamente, la percentuale di imprese con business non correlati è andata crescendo per poi scendere sino al 19% nel 1987.

Tutto ciò mostra come quel periodo si sia effettivamente caratterizzato per una massiccia opera di diversificazione prima e di rifocalizzazione dopo.

Altri elementi importanti di questo fenomeno di rifocalizzazione, sono il fatto che molte delle attività di *refocus* erano rivolte a quelle attività non correlate con altri business; molte di queste attività erano implementate da conglomerati di grosse dimensioni, che erano, appunto, caratterizzate da un alto tasso di diversificazione accompagnato da performance basse se messe a confronto con i concorrenti dei diversi settori. Inoltre, l'annuncio del disinvestimento era spesso accompagnato da importanti ritorni positivi provenienti dal mercato azionario e l'implementazione della strategia era spesso associata a miglioramenti sulla profittabilità. Di conseguenza, la relazione tra diversificazione e profittabilità poteva definirsi curvilinea, crescente a un basso livello di diversificazione per poi, invece, prendere il senso opposto nel caso in cui l'impresa superasse i limiti di diversificazione. Allo stesso tempo, però, risultava fondamentale accompagnare alla strategia di rifocalizzazione un processo di cambiamento, per esempio, organizzativo.

Markides trovò la risposta sulle motivazioni di questo fenomeno negli studi di Bhagat, Shleifer & Vishny (1990), Hoskisson & Turk (1990) e Shleifer & Vishny (1990, 1991), nei quali si faceva forza la teoria secondo la quale tale processo di rifocalizzazione era la conseguenza di un precedente percorso di eccessiva diversificazione. Secondo Hoskisson & Turk "*Restructuring actually provides the firm with a number of opportunities to restore value that has been dissipated through excess diversification*". Da ciò risultano due considerazioni: la prima è che ci sia un limite ottimale entro il quale poter diversificare e, la seconda, che molte imprese in quel periodo erano ormai diversificate oltre tale limite. L'esistenza di questo limite è stata confermata da diverse teorie economiche che, appunto, affermano che le imprese non possano diversificare in maniera indefinita senza incorrere in "diseconomie"<sup>19</sup>. Di fatti, la diversificazione comporta un aumento dei costi: costi di controllo tra le diverse *business units*, vincoli a lungo termine, come i costi associati alla gestione delle risorse umane, la perdita di informazione o la loro distorsione nella catena gerarchica, l'inefficienza creata quando i manager applicano determinate logiche in *industries* diverse strategicamente. Inoltre, la crescita della diversificazione comporta un aumento dei costi associati ad essa, poiché questi ultimi non sono costanti. Infine, quindi, può dirsi che la curva dei benefici marginali sia decrescente e si incontra con la curva crescente dei costi marginali per poi, questi ultimi, superare i primi.

Ancora, però, il disinvestimento è stato analizzato interpretandolo come una scelta reattiva. Di fatti, si collega la scelta di optare per una strategia di disinvestimento alla situazione aziendale precedente l'implementazione di tale scelta, ovvero un eccessivo processo di diversificazione. La scelta del

---

<sup>19</sup> R. E. Hoskisson, M. A. Hitt, *Antecedents and performance outcomes of diversification: a review and critique of theoretical perspective*, Journal of Management, pp. 461-509, 1990

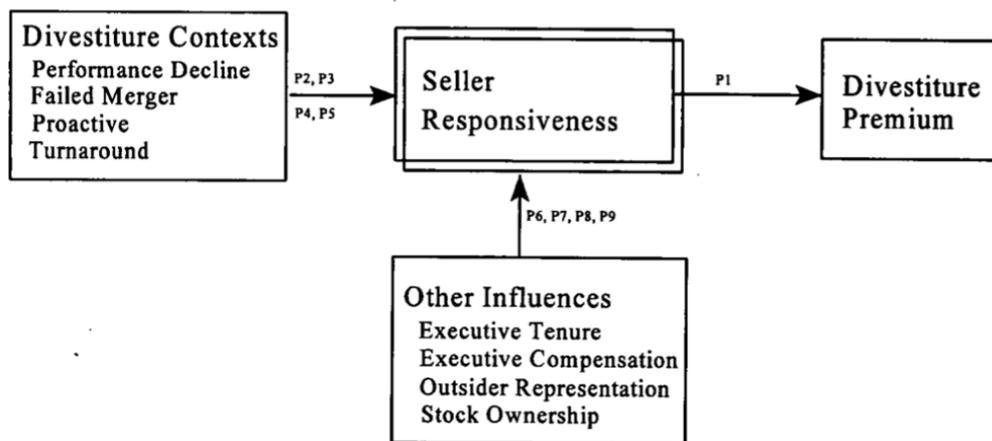
disinvestimento è, quindi, la conseguenza naturale di quelle condizioni poco vantaggiose per le imprese. Allo stesso tempo, questa scelta rappresenta la soluzione anche nel caso di un ambiente esterno sempre più volatile e competitivo ma, contestualmente, la rifocalizzazione non è un processo che si conclude nell'immediato con la sola scelta di concentrare le proprie risorse nei business principali e che, al contrario, richiede altri interventi nell'attuazione di questa strategia.

### *Il disinvestimento proattivo*

Procedendo in avanti col tempo, nuovi studi e nuove interpretazioni in merito al disinvestimento sono venute fuori. In uno studio di A. K. Buchholtz, M. Lubatkin e H. M. O'Neill<sup>20</sup> (1999) si analizzò questo fenomeno dal punto di vista del "venditore", ampliando, quindi, la visione del disinvestimento oltre quella di una scelta reattiva, speculare all'acquisizione. Di fatti, gli studiosi concentrarono la loro attenzione nella "*Seller responsiveness*", ovvero la prontezza del management di un'impresa a cogliere o anticipare i giusti stimoli, esterni e interni, per procedere a una operazione di *divestiture* in modo da poterne estrarre più valore possibile, il cosiddetto "*divestiture premium*". In particolare, il punto di partenza della loro analisi consisteva nella separazione tra il contesto del disinvestimento, inteso come performance negative, fallimento di fusioni, scelta proattiva e *turnaround*, e gli altri fattori che possono influenzare la prontezza del *seller*, ovvero caratteristiche del top management, presenza di amministratori esterni e di azionisti. Gli studiosi hanno sintetizzato nella seguente tabella quanto descritto:

---

<sup>20</sup> A. K. Buchholtz, M. Lubatkin e H. M. O'Neill, *Seller responsiveness to the need to divest*, Journal of management, Vol. 25, No. 5, 1999



**Figure 1.** Seller Responsiveness to the Need to Divest

Figura 4: Seller responsiveness to the need to divest (Fonte: A. K. Buchholtz, M. Lubatkin e H. M. O’Neill, *Seller responsiveness to the need to divest*, Journal of management, Vol. 25, No. 5, 1999)

Il ragionamento si basa sulla premessa secondo la quale il disinvestimento non sia un atto impulsivo. Al contrario, esso è una scelta ponderata, conseguente a diverse azioni. Queste azioni, spesso, equivalgono a informazioni per il mercato finanziario, evidenziando lo stato di un determinato business e le sue probabili mosse future. Più informazioni possiede il mercato esterno, minore asimmetria informativa potrà crearsi tra venditore e acquirente. In questo modo si crea una sempre maggiore pressione sul *seller* affinché si faccia trovare pronto nel momento in cui decida di optare per un disinvestimento, per evitare di disperdere il valore delle informazioni in suo possesso. Infatti, il *timing* per l’applicazione della strategia di disinvestimento è fondamentale, così come in ogni scelta strategica, per ottenere da tale scelta il maggior valore possibile ed evitare che essa sia vista come una mossa “necessaria” per l’impresa, diminuendo l’appetibilità del business in vendita. La sintesi di quanto detto risulta nella proposizione che gli studiosi formano: “*Seller responsiveness to the divestiture context improves the seller’s premium through its influence on the information and auction asymmetry advantages of the seller*”.

Passando, poi, all’analisi delle determinanti di tale *responsiveness*, è stato detto precedentemente che il contesto può essere scomposto in quattro diverse situazioni: declino, fallimento della fusione, proattivo e *turnaround*. Queste, a loro volta, si possono suddividere in due direzioni: performance e strategia di sviluppo, a seconda che la scelta del disinvestimento sia legata maggiormente allo scarso

rendimento dell'unità di business o ad un percorso di crescita predefinito, come può notarsi dalla figura sotto.

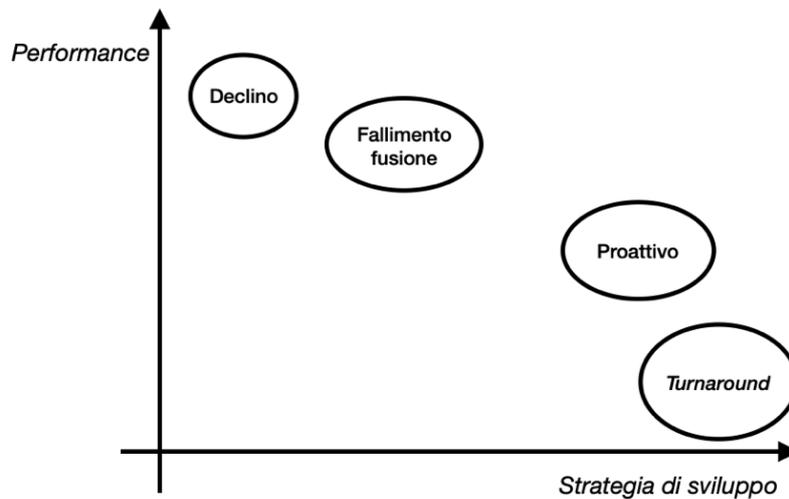


Figura 5: Le direzioni del disinvestimento e le sue cause (Fonte: *elaborazione personale*)

Una possibile interpretazione del disinvestimento inteso come correttore di performance o strategia di crescita, come risulta anche dal grafico sopra indicato, vede il declino e il fallimento della fusione come determinanti di un disinvestimento reattivo, dovuto, appunto, a scarsi risultati in termini di ricchezza prodotta e produttività della *business unit*; mentre, se si tratta di un disinvestimento proattivo o dovuto a *turnaround*, allora esso può essere visto come una scelta orientata al medio-lungo termine per ottenere uno sviluppo dell'impresa o, comunque, un piano strategico ben definito. È importante analizzare singolarmente cosa si intende con ognuna di queste quattro determinanti e in che modo esse possano influenzare la scelta del disinvestimento.

Con declino può intendersi una bassa performance a livello di *corporate*, una bassa performance a livello di *business unit* o il declino dell'attrattività di un'intera *industry*<sup>21</sup>. Affinché il disinvestimento crei valore per l'impresa cedente, è importante che quest'ultima percepisca i segnali sopra descritti in anticipo rispetto ai potenziali acquirenti. Ovviamente, non si tratta di un processo semplice. Spesso succede l'opposto, ovvero l'impresa che vuole cedere un business non agisce tempestivamente in presenza di alcuni indicatori e questo può succedere per diverse motivazioni. Una di queste può ritrovarsi nel fatto che i manager siano predisposti maggiormente a guardare gli indicatori finanziari piuttosto che indicatori "strategici" più qualitativi. Il problema risiede nel fatto che i primi, spesso,

<sup>21</sup> R. Hamilton, Y. Chow, *Why managers divest. Evidence from New Zealand's largest companies*, Strategic management Journal, pp. 479-484, 1993

sono misure ex-post delle performance e, di conseguenza, possono difficilmente prevedere in tempo l'andamento futuro del contesto economico. Le imprese potrebbero ritardare la decisione sul disinvestimento anche nel caso in cui le performance negative sono previste in tempo. In questo caso, la rigidità organizzativa (Staw, Sandelands & Dutton, 1981), l'inerzia strutturale e la resistenza a reagire tempestivamente (Boot, 1992; Taylor, 1988) possono bloccare l'impresa e impedirle di prendere una decisione nella direzione del disinvestimento. Un'ultima motivazione che porta ad agire in ritardo risiede nel fatto che i manager di un'unità in declino cercano di allontanare temporalmente la decisione a causa della crescente paura di perdere la sicurezza del lavoro, o per evitare potenziali intoppi di tipo politico-burocratico oppure, ancora, per il timore di perdere opportunità di promozione. In questi casi, potrebbe, quindi, scattare un meccanismo automatico di difesa. In sintesi, si può dire che nel caso in cui il disinvestimento sia dettato dal declino delle performance, la prontezza del manager a prendere una decisione in tal senso tenderà ad essere più bassa.

Nel caso in cui il disinvestimento sia dettato dal fatto che la precedente fusione-acquisizione si sia rivelata un fallimento, allora la tendenza a ritardare questa decisione viene amplificata e il perché si spiega facilmente in quanto il fallimento dell'operazione viene considerato un errore del management coinvolto in essa. Quest'ultimo, infatti, tenderà a evitare in qualsiasi modo che venga riconosciuta la sua decisione come un errore e cercherà di salvare l'operazione in qualsiasi modo possibile. Sono diverse le cause che possono portare al fallimento di una fusione; può essere, per esempio, dovuto a fattori culturali, o alla perdita di capitale umano oppure, semplicemente, all'acquisto di un business già in cattive condizioni. Inoltre, la decisione di disinvestire a causa del fallimento di un M&A comporterebbe un mercato "scarso" per tale business in vendita, e, quindi, la difficoltà di trovare offerte congrue al valore dell'impresa. La conseguenza di tutto ciò è, quindi, la lentezza del management a rispondere al fallimento della fusione con la scelta del disinvestimento, così come visto nel caso del disinvestimento dettato dalla caduta delle performance.

Vi sono contesti, invece, caratterizzati da buone performance, stabilità organizzative e crescita dell'impresa. In questi casi, l'impresa ha come obiettivo quello di continuare a navigare in questa situazione e creare sempre più valore. Di conseguenza, il disinvestimento può essere utilizzato per ristrutturare o mantenere lo scopo dell'impresa (Donaldson, 1990; Hoskisson & Hitt, 1994). I business che generalmente vengono ceduti sono quelli che mostrano meno relazioni con i *core businesses*, seppure risultano profittevoli o, comunque, con performance positive. Il disinvestimento di questa tipologia di business crea molto valore per l'impresa, in quanto, trattandosi di unità in salute, il prezzo pagato dagli acquirenti sarà sicuramente molto alto. Inoltre, la cessione di un business periferico permette al *seller* di evitare il rischio di vedere i vantaggi di quel business venire sorpassati da un *competitor* strategicamente più focalizzato in quel settore; evita, quindi, un futuro

disinvestimento per un declino delle performance. In più, questo genere di *divestiture* genera più responsabilità nei manager rispetto a quanto succede per disinvestimento di tipo reattivo in quanto evita che si creino barriere al disinvestimento, rallentamenti o timori psicologici, dato che essi vengono effettuati per ragioni positive. Bisogna considerare anche il fatto che lo scambio di risorse uniche tra l'unità in vendita e la *parent company* è assente. Di conseguenza, il disinvestimento non comporta alcuna perdita di efficienza o di capacità innovativa. Allo stesso tempo, la motivazione dietro la quale viene avviato il processo di *divestiture* risulta chiara a tutti i partecipanti dell'impresa e più facile da comunicare e accettare. In questo caso, quindi, la voglia di procedere verso il disinvestimento e la prontezza del management sono estremamente alte, creando un alto premio per il disinvestimento.

Infine, il disinvestimento di unità non contraddistinte da performance negative, o da altri cattivi indicatori può essere l'ultima fase di una strategia messa in atto dall'azienda. Può essere, di fatti, che quest'ultima abbia precedentemente acquisito o sviluppato internamente un business con lo scopo di farlo crescere, renderlo appetibile per il mercato degli investitori e, infine, venderlo e ricavare attraverso tale cessione. Per riuscire in questo processo, le imprese devono portare a tale business risorse di ogni tipo, economiche, tecnologie, umane, processi organizzativi e tutto ciò che può contribuire in maniera positiva al successo della strategia<sup>22</sup>. È importante sottolineare, anche, che l'impresa deve essere brava a gestire tale business una volta acquisito o sviluppato, per poi presentarlo e venderlo alle migliori condizioni. Infine, questo tipo di disinvestimento mette in evidenza le abilità e le competenze del management, all'opposto del caso di disinvestimento come conseguenza di un fallimento della fusione precedente, quindi, funziona da incentivo per i managers, i quali tenderanno a farsi trovare pronti nel momento in cui giunge il tempo per mettere in atto la scelta del *divestiture*. Per quanto riguarda, invece, l'influenza di altri fattori, quali la durata e il compenso dell'incarico manageriale, la presenza di amministratori esterni e azionisti, si nota che, per quanto riguarda la durata dell'incarico, essa è inversamente proporzionale alla probabilità di perseguire un disinvestimento; infatti, più a lungo il top management rimane in carico nell'impresa, minore sarà l'interesse di esso in una scelta di disinvestimento che porterebbe a un cambio strutturale (Stevens, Beyer & Trice, 1978; Wiersema & Bantel, 1992). Così come nel caso del declino delle performance o nel fallimento di un *M&A*, anche in questa situazione il management tenderà a mantenere più a lungo lo *status quo* anche a causa delle relazioni che si sono instaurate nel corso del tempo percorso insieme. In alcuni casi, però, non è detto che la minore durata dell'incarico manageriale comporti a una più facile scelta di disinvestire, in quanto un management alla guida da poco tempo potrebbe

---

<sup>22</sup> M. Porter, *From competitive advantage to corporate strategy*, Harvard Business Review, pp. 43-59, 1987

ritardare la scelta a causa di una scarsità di conoscenze e informazioni riguardo l'impresa (Gordon e Rose, 1981; Hambrick e Fukutomi, 1991). Generalmente, comunque, è la durata prolungata a ritardare la prontezza del management alla necessità di disinvestire.

Per quanto riguarda il compenso del management si possono prendere in considerazione due situazioni diverse tra loro: la prima che prevede la *compensation* legata alla dimensione aziendale, e, quindi, più è grande l'impresa e maggiore sarà il guadagno del management; la seconda, invece, che lega la *compensation* al valore di mercato dell'azienda. Nel caso in cui il compenso è associato alla dimensione, i managers saranno contrari, o, comunque, difficilmente convincibili ad effettuare un ridimensionamento; al contrario, nel caso in cui il compenso è legato al valore di mercato dell'azienda allora essi saranno pronti ad effettuare un'operazione di disinvestimento.

La presenza di amministratori esterni ha la funzione di garantire che l'impresa sia in salute, in quanto essi rappresentano gli interessi degli *shareholder*, e, dal loro punto di vista, quindi, risulta necessario che l'impresa crei valore e ne disperda il meno possibile anche attraverso scelte che, dall'interno, possono risultare più difficili da prendere. L'oggettività delle scelte degli amministratori esterni rappresenta, almeno in linea teorica, quindi un fattore importante affinché il management risulti pronto nel momento della vendita del business.

Infine, anche il possesso di azioni da parte dei membri del *board* ha un'influenza sulle decisioni di disinvestimento<sup>23</sup>. Sebbene normalmente il consiglio di amministrazione abbia la funzione di supervisionare il piano strategico elaborato dal management (Harrison, 1987), può succedere che, in alcuni casi, esso possa risultare coinvolto attivamente nelle decisioni e, se possiede una buona percentuale di azioni, potrà decidere di intraprendere la decisione che andrà maggiormente verso il benessere della società, piuttosto che perseguire obiettivi personali dei manager. Inoltre, così come nel caso di amministratori esterni, anche nel caso di possesso di azioni da parte di questi ultimi c'è un'alta probabilità di influenzare le decisioni finali del management. La conseguenza è che più alto è il livello di azioni detenute dagli amministratori esterni, più pronta sarà l'impresa nel caso di disinvestimento.

In conclusione, tramite questi studi più moderni si nota come vi sia una interpretazione diversa in merito al disinvestimento: il disinvestimento proattivo. Quest'ultimo viene quindi inteso come una vera e propria scelta strategica, ponderata e non consequenziale a determinate condizioni sfavorevoli all'azienda, ma come un piano a lungo termine con lo scopo di creare valore per l'impresa e la sua crescita. Inoltre, si comincia a mettere in evidenza l'importanza, per il *seller*, di farsi trovare pronto

---

<sup>23</sup> C. Miller, S. Komorita, *Coalition formation in organization: from the laboratory to the real world*, Research on negotiations in organizations, pp. 43-61, JAI Press

alla cessione sia nel caso dovesse trattarsi di un atto necessario che di una scelta deliberata, in modo da poter estrarre maggiore valore possibile dal business in dismissione.

### *Il disinvestimento come fonte di creazione del valore*

È importante sottolineare come l'apertura dell'interpretazione del disinvestimento non più solamente come azione reattiva, ma anche come scelta proattiva, influenzi anche gli effetti di esso sulla vita dell'impresa. Di fatti, se la scelta viene presa in considerazione dell'attuazione di un piano strategico, allora essa ha come obiettivo finale quello di creare valore per l'impresa e tutti i suoi partecipanti, non ha più, quindi, solo il fine di correggere l'andamento negativo della *corporate*.

In prima istanza, risulta utile analizzare quali possano essere le fonti di creazione di valore in un'operazione di disinvestimento<sup>24</sup>. Sebbene il valore creato dipenda effettivamente dalla modalità di disinvestimento utilizzata, le cause scatenanti tale creazione di valore risultano comuni a tutte e tre le modalità. Tra di esse, in linea teorica, vi sono il *fit* tra il business in dismissione e l'impresa: l'asset venduto acquisirà maggiore valore nel momento in cui verrà acquisito dal *buyer* rispetto a quanto poteva averne quando faceva parte dell'impresa cedente, la conseguenza è che tale maggior valore verrà, in un certo senso, diviso tra le due controparti, da un lato sotto forma di compenso e, dall'altro, attraverso performance positive. Nel caso in cui il disinvestimento sia conseguenza di una sovra-diversificazione e delle relative influenze negative, allora il *seller* vedrà l'eliminazione delle sinergie negative dovute ad essa e questo processo gli permetterà di risparmiare costi e sforzi economici dovuti alla loro gestione. Se l'obiettivo, invece, dovesse essere la rifocalizzazione, l'impresa vedrà una nuova fonte di valore come conseguenza del fatto che il management avrà più tempo e risorse per specializzarsi nei businesses che conosce meglio. Vi è anche un miglioramento sotto il punto di vista del controllo da parte degli *shareholders* sull'attività manageriale, in quanto sarà possibile osservare tale attività in maniera più chiara e meno distorta ed eventualmente migliorare la relazione tra *compensation* e performance, aumentando gli incentivi manageriali. Altro spunto tramite il quale può essere estrapolato valore è l'acquisizione di flessibilità nei processi aziendali e nel potere decisionale dell'impresa, in quanto, come detto precedentemente, una *corporate* di grosse dimensioni, con molti business, potrebbe farsi trovare impreparata nel prendere decisioni a causa della rigidità delle routines che si sono create all'interno della stessa; disinvestendo un business, essa guadagnerebbe in termini

---

<sup>24</sup> K. Kaiser, A. Stouraitis, *Value creation through corporate restructuring: European divestitures*, European Management Journal, Vol. 13, No 2, 1995

di autorità e flessibilità e, quindi, velocità nella risposta ai cambiamenti esterni. Anche nel caso di un cambiamento ambientale, per esempio un aumento della competizione, può essere presente la creazione di valore tramite il disinvestimento, in quanto potrebbe cedere all'esterno una divisione più costosa rispetto al rivolgersi al mercato e, di conseguenza, con la vendita della stessa si potrebbero creare le risorse economiche necessarie per rivolgersi all'esterno. Infine, il modo più scontato di creare valore è semplicemente quello di raccogliere denaro tramite il disinvestimento per poterlo reinvestire in una varietà di modi diversi.

D. Lee e R. Madhavan (2010)<sup>25</sup> hanno studiato se, invece, il disinvestimento effettivamente influenzi la performance e in che modo eventualmente lo faccia. Dalla loro analisi, risulta che sono principalmente due le teorie che giustificano il disinvestimento generatore di un impatto positivo sulla performance d'impresa ed esse sono la teoria dei costi di transazione (Markides, 1992 e 1995) e la teoria dell'agenzia (Woo et al., 1992). Con la prima si intende giustificare il disinvestimento come fonte di creazione di valore nel caso in cui le imprese rifocalizzano le loro attività attorno al *core business*. Con la teoria dell'agenzia, invece, si sostiene che i costi di monitoraggio, la raccolta di informazioni e i conflitti di interesse vengono ridotti nel momento in cui si effettua una cessione di un business. Anche altri studi minori legano il disinvestimento a performance positive successivamente a tale scelta, come nel caso di risoluzione di problemi legati al *fit* organizzativo della struttura con la strategia aziendale (Markides e Singh, 1997; Chang, 1996). La conclusione alla quale sono arrivati gli studiosi è che, nonostante vi siano parecchi studi empirici con risultati apparentemente contraddittori, almeno in linea teorica il disinvestimento ha un impatto positivo sulle performance dell'impresa.

La difficoltà di esprimere un giudizio unanime basato sui risultati empirici è dovuto al fatto che esistano diversi elementi capaci di influenzare la performance post *divestiture* e che, di conseguenza, risulta difficile analizzare il valore creato dal disinvestimento in maniera a sé stante rispetto alla performance complessiva dell'impresa.

Le motivazioni dietro tale affermazione sono principalmente due (Brauer e Wiersema, 2012): da un lato, vi è l'incertezza sulle leve di creazione del valore e, dall'altro, l'ambiguità nei risultati finanziari e nelle intenzioni strategiche. Di fatto, possono essere molteplici le fonti di creazione del valore che agiscono contemporaneamente, per esempio si può trattare di un migliore utilizzo di risorse aziendali e di recupero di sinergie negative dovute a sovra o errata diversificazione. Anche per quanto riguarda le motivazioni dietro la scelta del disinvestimento, esse possono essere diverse e, spesso, possono concorrere più cause dietro l'implementazione di un processo di disinvestimento. Per quanto riguarda,

---

<sup>25</sup> D. Lee, R. Madhavan, *Divestiture and firm performance: a Meta-analysis*, Journal of Management, Vol. 36, No 6, 2010

invece, la misurazione dei risultati di un'operazione di disinvestimento, si possono scegliere due diverse tipologie di indicatori: gli indicatori di performance contabile, quindi il ROA (quello più utilizzato), il ROE o il ROI, e indicatori di mercato, in particolare il ritorno cumulato anormale (*Cumulative Abnormal Return – CAR*). Secondo Peruffo, Berri e Pirolo (2016)<sup>26</sup>, il risultato delle performance può essere influenzato da una serie di elementi, in particolare la presenza di *Blockholder*, la correlazione dei business e la performance pre disinvestimento (prendendo in considerazione il ROA). La presenza di *blockholder* ha un'influenza positiva sulla performance del disinvestimento, in particolare se si tratta di disinvestimento reattivo e quindi a correzione di performance precedenti poco positive. Anche nel caso in cui il disinvestimento sia effettuato nei confronti di un business non correlato, si può dire che esso abbia un effetto positivo sulla performance del disinvestimento, maggiore rispetto a quando viene dismesso un business più vicino alle *core activities* dell'impresa. Infine, il ROA pre disinvestimento modera negativamente la relazione tra *blockholder* e performance post disinvestimento e positivamente la relazione tra correlazione tra business e performance post disinvestimento. Nello specifico, se il ROA pre-disinvestimento è basso e vi è un'alta presenza di *blockholder*, il ROA post disinvestimento sarà influenzato positivamente; se, invece, il ROA pre-disinvestimento è alto, allora l'effetto congiunto con la presenza dei *blockholder* sarà pressoché nullo. Nel caso in cui il ROA pre-disinvestimento viene messo in relazione con il grado di correlazione tra i business, se il primo dovesse avere valori scarsi, allora al crescere della correlazione tra i business da cedere, crescerà anche l'influenza sul ROA post disinvestimento. Se, invece, il ROA pre-disinvestimento dovesse avere valori alti, agirà contrariamente a seconda del grado di correlazione tra i business, portando a un effetto migliorativo al ROA post *divestiture* solo nel caso di scarsa correlazione.

Un altro punto di vista interessante sul tema del disinvestimento come creazione di valore è la teoria che vede il disinvestimento proattivo come fonte di attività innovativa. Lo studio di K. Lee e T. Roh (2020)<sup>27</sup> analizza proprio questo aspetto, mettendo in risalto la relazione tra il disinvestimento e la performance dell'attività di ricerca e sviluppo (R&S). La loro analisi attesta, in primo luogo, la relazione positiva tra le due attività. In particolare, sottolineando il fatto per il quale il disinvestimento non conseguente a una crisi finanziaria, ma a una scelta strategica migliori in maniera consistente questa attività, sia dal punto di vista dell'intensità della stessa che dal numero di brevetti come *output* di essa. Inoltre, affermano che precedenti esperienze di disinvestimento e la dimensione dell'impresa possono agire come elementi moderatori della relazione tra *divestiture* e attività di R&S. Questa

---

<sup>26</sup> E. Peruffo, A. Perri, L. Pirolo, *La creazione di valore nelle strategie di disinvestimento: evidenze dal contesto europeo*, Italian Journal of Management, Vol. 34, No 99, 2016

<sup>27</sup> K. Lee, T. Roh, *Proactive divestiture and business innovation: R&D input and output performance*, Sustainability, 2020

prospettiva, quindi, dà forza alla teoria secondo la quale il disinvestimento può agire da fonte di creazione di valore, sia che esso venga inteso in termini di performance (ROA, ritorno cumulato anormale, ecc.) che in attività innovativa e simili.

Uno spunto interessante che si inserisce all'interno dell'ambito del disinvestimento proattivo, è l'analisi di quel che succede all'interno dell'unità dismessa. Di fatti, è importante capire cosa succeda all'interno di essa e in che modo le caratteristiche tipiche di un disinvestimento possano influenzare l'esito di tale scelta nei confronti della unità dismessa<sup>28</sup>. È importante dire che vi sono due fattori fondamentali da considerare nella costruzione di un disinvestimento di successo, oltre le condizioni pre-disinvestimento della società madre e dell'unità, ed essi sono il modo di gestire da parte del management l'operazione a livello dell'unità e l'indipendenza di quest'ultima rispetto alla sua precedente *parent company* in termini di identità, strategia e attività. Per quanto riguarda il primo tema, considerando il disinvestimento come un'operazione dirompente, è importante che il management assicuri un corretto *understanding*, sia a livello corporate che a livello di unità di business, della strategia di fondo, degli obiettivi e della struttura che si verrà a creare. Se tale processo dovesse essere ben gestito, allora il disinvestimento potrebbe avere buon esito per entrambe le entità coinvolte, aumentando la motivazione e l'identificazione dei partecipanti. Per quanto riguarda il rapporto che si viene a creare tra la *parent* e la nuova indipendente *business unit*, si può dire che esso diventi ancora più complesso rispetto a quanto lo fosse già prima del disinvestimento. Di fatti, da un lato un legame molto stretto permetterebbe alla BU dismessa di ottenere risorse, *knowhow* e relazioni importanti con la corporate e il suo network. Contemporaneamente, però, una separazione più marcata lascerebbe la BU libera di agire per come meglio crede e, di conseguenza, crescere senza vincoli e limiti imposti dalla società madre. Si può, quindi, dire che vi sia un livello ottimale di interdipendenza/autonomia, in cui si possono trarre i vantaggi sia del legame che dell'indipendenza contemporaneamente, oltre il quale invece gli effetti positivi del disinvestimento potrebbero non risultare tali. Questo livello ottimale può essere ottenuto più facilmente se la relazione principale (*parent company*) – agente (*business unit*) viene disegnata insieme.

---

<sup>28</sup> C. Moschieri, *The implementation and structuring of divestitures: the unit's perspective*, Strategic Management Journal, Vol. 32, pp. 368-401, 2011

### ***1.3 La scelta dell'operazione di disinvestimento***

#### *1.3.1 Le diverse modalità di disinvestimento*

Un'impresa può mettere in atto una strategia di disinvestimento scegliendo tra tre principali modalità: corporate *spin off*, corporate *sell off*, *equity carve out*. Ognuna di essa presenta delle caratteristiche peculiari e, di fatti, la scelta di una delle tre dipende da diversi fattori, come le condizioni aziendali e gli obiettivi che l'impresa vuole raggiungere tramite l'operazione di *divestiture*.

Partendo dall'analisi dell'operazione di corporate *spin off*, essa può definirsi come un'operazione strategica in cui una divisione della *parent company* viene distaccata da quest'ultima per dare origine a una nuova realtà aziendale, rendendosi quindi indipendente dalla società madre. Le azioni della nuova entità verranno distribuite in maniera proporzionale agli azionisti della *parent*. La scelta di optare per uno *spin-off* può essere guidata da diverse motivazioni. È il caso di società che possiedono diverse divisioni e una di queste non genera sinergie positive, oltre che prevede il possesso di competenze di base specifiche e, possibilmente, distinte da quelle della *parent company*. Di conseguenza, quest'ultima percepisce l'importanza di rendere indipendente la divisione, sia per gestire al meglio le proprie risorse sia per migliorare il rendimento della scorporata. Quest'ultima, infatti, vedrà i benefici di tale scelta in quanto otterrà una gestione focalizzata esclusivamente sui propri obiettivi e sulle proprie competenze. Avrà, quindi, dirigenti esperti nel campo che concentreranno le loro conoscenze solamente sugli obiettivi della stessa e potrà evitare intoppi alla crescita dovuta alla burocrazia aziendale. Promuovere uno *spin-off* può essere la conseguenza di un tentativo fallito di *sell-off*. Anche la necessità di ridurre i costi di agenzia può imporre la scelta di effettuare uno *spin-off*; esso può succedere specialmente quando la divisione che deve essere ceduta appartiene a un settore troppo diverso dal *core business* della società madre e la conseguenza potrebbe essere la crescita esponenziale di costi di agenzia tra gli azionisti, non coinvolti nella gestione della divisione, e il management. Nel caso in cui una divisione opera in un settore divenuto eccessivamente rischioso, la società madre, anche in questo caso, può decidere di operare lo *spin-off* di essa, in modo da ridurre il rischio globale dell'azienda. Può essere anche il caso in cui la divisione stia performando al di sotto delle sue caratteristiche e, quindi, ha bisogno di diventare indipendente per sfruttare al massimo le proprie potenzialità. Sebbene le motivazioni possano essere variegata, è importante considerare nella scelta di corporate *spin-off* il possibile aumento di costi, almeno nel breve periodo, dovuto agli investimenti per la costituzione della nuova entità, così come sarà importante considerare

il punto di vista dei dipendenti, i quali potrebbero non ritrovarsi nella nuova organizzazione aziendale, sia che si tratti della società madre che del nuovo attore economico.

L'operazione di corporate *sell-off*, invece, indica la cessione di una *business unit*, di una sussidiaria o, genericamente, di una porzione di impresa, ad un attore economico già esistente. Quest'ultimo, in cambio dell'ottenimento della proprietà, ricompenserà la *parent company* del valore della parte ceduta, tramite risorse finanziarie liquide o azioni. Anche nel caso del *sell-off*, le motivazioni che possono spingere un'impresa ad optare per tale scelta strategica sono diverse. È il caso di un'azienda che vuole rifocalizzarsi nel *core business*, o semplicemente aumentare il focus su di esso; può succedere, infatti, che vengano disperse in maniera eccessiva, o, in generale, scorretta, le risorse a disposizione del management, che si tratti di risorse economiche, organizzative o umane. Una volta individuata la necessità di concentrare maggiormente tali risorse in un determinato business, risulta conveniente cedere quelle parti di azienda che risultano più "esterne" al *core business*. Simile a questa possibilità, vi è il caso in cui il *sell-off* ha l'obiettivo di eliminare le sinergie negative che si sono venute a creare tra la divisione oggetto di vendita e il resto dell'azienda; può succedere per un cambiamento nell'ambiente competitivo, per una performance al di sotto del previsto o altri motivi simili. La soluzione in questi casi consiste, quindi, nell'eliminare questa fonte di "energie negative" in modo da non disperdere gli sforzi aziendali per la gestione di tutto il complesso. Può succedere anche che il management di un'impresa si accorga della mancanza di *fit* tra una determinata divisione e il resto dell'impresa. La conseguenza di ciò è, quindi, l'*underperforming* della divisione che, a sua volta, può influenzare anche la performance complessiva d'impresa. Il riconoscimento di una situazione del genere può portare il management della *parent company* alla decisione di vendere tale divisione a un ente economico presso il quale essa potrebbe ottenere risultati migliori. Specularmente, l'acquirente dovrà ricompensare adeguatamente il valore potenziale che la divisione potrà ottenere una volta entrata nel suo portafoglio di business, che, per l'impresa *seller*, si traduce in un consistente flusso di cassa. Così come nel caso dello *spin-off*, anche il *sell-off* può essere visto come la soluzione ultima per la risoluzione dei problemi di agenzia; di fatti, se manca l'allineamento tra gli interessi del management e gli azionisti, si può decidere di vendere la divisione che causa tale conflitto e ridurre, quindi, i costi legati al coordinamento e controllo. Infine, una situazione finanziaria compromessa può anch'essa essere la causa della cessione di una divisione. È importante, comunque, esaminare quali siano gli aspetti negativi che possono portare al fallimento dell'operazione di *sell-off*, come la perdita di risorse e competenze condivise tra la divisione e le altre all'interno della *corporate*, l'irrobustimento involontario di un *competitor* o la sottostima del valore effettivo della divisione. Per quanto riguarda, invece, l'operazione di *equity carve-out*, con essa si intende il disinvestimento (parziale) di una *business unit* tramite il quale la *parent company* cede una parte dell'*equity* di tale

BU ad investitori esterni. La conseguenza di questa operazione è quindi l'ingresso di una minoranza nel controllo dell'asset di proprietà della società madre; non si tratta, quindi, della vendita di tale asset ma di un pacchetto di azioni dello stesso. Il più delle volte, con questa operazione un'impresa riesce a capitalizzare un business che potrebbe non fare parte delle sue *core operations* o che potrebbe non raggiungere i risultati sperati. Sebbene può sembrare simile all'operazione di *spin-off*, in realtà si tratta di due modalità distinte. Di fatti, con lo *spin-off* la *parent* non riceve denaro in cambio delle azioni, dato che il possesso di esse rimane nelle mani degli azionisti della società madre, mentre in un'operazione di *equity carve-out* essa riceve denaro in quanto una parte del pacchetto azionario della sussidiaria viene ceduto al pubblico, a nuovi investitori. Sono diverse le spinte che possono portare una *corporate* a intraprendere la strada dell'*equity carve-out*. Infatti, tramite esso è possibile disinvestire un business mantenendo comunque il controllo di esso e, quindi, ottenere indirettamente dei risultati positivi, e, contestualmente, ottenere liquidità immediata dovuta alla vendita di una parte delle azioni. Come per le altre modalità di disinvestimento, tramite questa operazione la società madre può, conseguentemente, concentrare maggiormente le sue competenze e risorse nel proprio *core business*, dando supporto al processo di rifocalizzazione. Allo stesso tempo, anche l'unità disinvestita potrà sfruttare le competenze e risorse in suo possesso per focalizzarsi maggiormente sul proprio business. L'operazione di *carve-out* permette, inoltre, di sfruttare e rafforzare la situazione finanziaria della *parent*. Questo avviene per mezzo della creazione di valore da parte della sussidiaria che, rimanendo sotto il controllo della società madre, trasferisce una parte della ricchezza prodotta a quest'ultima. L'operazione di *carve-out*, però, prevede dei rischi. Ad esempio, se il fine dell'operazione è quello di rendere indipendente la sussidiaria, può succedere che il legame tra questa e la società madre non diventi così fluido come programmato e rimanga avvolto dalla burocrazia e dalla formalità, creando intralcio alle prospettive di crescita dell'unità disinvestita. Potrebbe anche esserci un conflitto tra gli stili manageriali della *parent company* e della sussidiaria e che, quindi, si crei una mancanza di coordinamento. Tra le sopra elencate modalità di disinvestimento, quelle che sono state maggiormente utilizzate nel corso del tempo sono lo *spin-off* e il *sell-off* (Bruner, 2004; Gaughan, 1999).

Bergh, Johnson e Dewitt (2007)<sup>29</sup> hanno studiato in che modo il management decida tra una delle due possibilità e quali siano le performance dopo aver effettuato l'operazione di disinvestimento. Secondo il loro studio su 300 operazioni di disinvestimento tra il 1990 e il 1997, l'orientamento sulla scelta tra *spin-off* e *sell-off* è determinato dal legame che intercorre tra la *business unit* e le restanti attività dell'impresa. Maggiore è l'interdipendenza, più probabile sarà optare per uno *spin-off*;

---

<sup>29</sup> D. D. Bergh, R. A. Johnson, R. Dewitt, *Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain*, Strategic Management Journal, 2007

contrariamente, se si tratta di business poco correlati allora sarà più facile intraprendere un *sell-off*. Anche la presenza di asimmetrie informative esistenti tra chi gestisce la BU oggetto di disinvestimento e il management della *parent company* può guidare la scelta. Se vi è un alto livello di asimmetrie, la soluzione più efficace per ridurle consiste nella vendita di tale unità di business; al contrario, se il livello di asimmetrie informative non è eccessivamente alto allora il management può optare più facilmente per la scorporazione dell'attività. Per quanto riguarda la performance *post-divestiture*, gli studiosi hanno trovato che se l'impresa è altamente specializzata e con un basso livello di diversificazione, adottare uno *spin-off* consente di avere risultati finanziari più alti rispetto alla vendita del business in oggetto. Al contrario, quando le imprese sono poco specializzate e possiedono un alto livello di diversificazione, esse usano il *sell-off* in quanto permette di ottenere performance migliori rispetto all'utilizzo di uno *spin-off*. La spiegazione risiede nel fatto che nel primo caso, le asimmetrie informative dovrebbero essere inferiori e, quindi, risulta sufficiente scorporare l'unità di business per ottenere un miglioramento delle performance della società madre e della scorporate, mentre, in maniera opposta, nel secondo caso il livello di asimmetrie informative dovrebbe essere superiore e, quindi, la cessione dell'attività risulta maggiormente conveniente. Condizione fondamentale per ottenere tali performance positive e, quindi, una buona risposta del mercato come conseguenza dell'annuncio del disinvestimento, risulta essere che la scelta del management deve rivelarsi l'alternativa migliore da utilizzare nel processo di disinvestimento.

Un altro punto di vista interessante è stato presentato da Prezas e Simonyan nel 2015<sup>30</sup> attraverso lo studio di 378 operazioni di *spin-off* e 4192 *sell-off* tra il 1980 e il 2011. Gli studiosi hanno analizzato le operazioni in questione vedendo in che modo la valutazione pre-disinvestimento potesse influenzare la scelta tra le due modalità e come tale scelta avesse influenza sulle performance post-disinvestimento. Per quanto riguarda il primo punto, si può notare nel loro studio che la scelta tra una delle due modalità avviene relativamente alla sovra o sottovalutazione della *business unit* in questione rispetto al suo reale valore e, contestualmente, rispetto all'andamento del mercato, ovvero se risulta essere per gli investitori un periodo di ottimismo o di pessimismo. In merito a questa duplice analisi, gli studiosi hanno potuto affermare che, nel caso in cui il business target sia sottovalutato, ovvero il confronto tra i multipli di borsa utilizzati per la valutazione finanziaria di esso e la performance contabile sia a favore di quest'ultima, allora la *corporate* sarà più propensa ad operare uno *spin-off*, in quanto l'obiettivo dell'impresa sarà quello di ottenere nel breve periodo un miglioramento della valutazione della parte scorporata. Contrariamente, nel caso in cui la BU abbia una valutazione di mercato superiore alla performance contabile, allora la società madre avrà come obiettivo quello di

---

<sup>30</sup> A. P. Prezas, K. Simonyan, *Corporate divestitures: spin-offs vs sell-offs*, Journal of Corporate finance, 2015

vendere all'esterno tale BU, in modo da ottenere il massimo valore possibile in cambio della cessione. Allo stesso tempo, nel caso in cui il mercato attraversi un periodo di ottimismo, l'impresa sarà più propensa ad effettuare un'operazione di *spin-off*, piuttosto che la vendita che viene preferita nel momento in cui il mercato attraversa un momento di pessimismo. Infatti, nel momento di ottimismo gli investitori saranno disposti a pagare maggiormente per l'acquisto di azioni e, al contrario, saranno disposti a pagare meno in un momento di pessimismo. Questo ha come effetto quello di permettere all'unità sottovalutata di vedere aumentare più facilmente il prezzo delle proprie azioni, dato l'ottimismo di mercato, e, quindi, ridurre la differenza tra valore di mercato e performance contabile nel caso in cui si optasse per uno *spin-off*.

Anche M. E. Nkongho e D. Makina<sup>31</sup> si sono occupati di performance post disinvestimento sia nel caso di *spin-off* che di *sell-off*, prendendo in considerazione 82 aziende che tra il 2000 e il 2016 hanno operato 82 operazioni di disinvestimento. In particolare hanno misurato le performance attraverso il CAARs (*cumulative average abnormal returns*) e il BHARs (*buy and hold abnormal returns*) per le singole operazioni e le differenze tra le due modalità, in un periodo di tempo che va dai 2 anni precedenti ai 4 successivi all'annuncio di disinvestimento. I risultati ai quali sono arrivati hanno affermato un ottimo rendimento a 6, 12, 24, 36 e 48 mesi sia per gli *spin-offs* che i *sell-offs*, decretato da percentuali BHARs che vanno da 0,95% sino al 49,06% nel migliore dei casi. Infine tra le due modalità, in base allo studio, uno *spin-off* è in grado di rendere in maniera superiore rispetto a un *sell-off*.

Passando alle operazioni di *equity carve-out* (ECO), lo studio di questa tipologia di disinvestimento ha portato a concludere che, nella maggior parte dei casi, si tratta di operazioni che portano risultati positivi nel breve periodo e risultati meno esaltanti nel lungo periodo. Nel breve periodo, ovvero nell'immediata vicinanza dell'annuncio di *divestiture*, le risposte del mercato hanno la tendenza ad avere un impatto positivo sul prezzo delle azioni, basandosi sugli studi fondati sulle ipotesi del guadagno da disinvestimento e dell'asimmetria informativa (Hogan e Olson, 2004<sup>32</sup>). Tra le misure utilizzate da essi per verificare tale relazione, vi è il ritorno cumulato medio guadagnato dalla casa madre nel momento del distacco, come descritto nello studio di Schipper e Smith (1986) su un campione di 76 operazioni di ECO. Questo può essere dovuto a diverse motivazioni: l'impresa, attraverso l'ECO, scopre il valore "nascosto" della nuova entità (Madura e Nixon, 2002); la transazione di *carve-out* permette alla *parent company* di raccogliere denaro e, di conseguenza, di investire in nuovi progetti creando nuova ricchezza; l'obbligo per la nuova entità di conformarsi ai

---

<sup>31</sup> M. E. Nkongho, D. Makina, *Long-run performance of corporate spin-offs and sell-offs: evience from the JSE limited*, SAJEMS, Vol. 23, No 1, 2020

<sup>32</sup> K. Hogan, G. Olson, *A multi-criterial decision model for portfolio allocation for the individual investor*, Mathematical programming: applications of management science, 2004

requisiti di quotazione in borsa crea una garanzia di trasparenza e rende appetibile questa agli occhi degli investitori; il management della nuova società dovrà conformarsi maggiormente agli interessi degli azionisti (Prezas et al., 2000). A lungo andare, invece, i trend del rendimento azionario e delle performance operative prevedono un importante aumento nei primi anni per poi avere, a partire dal terzo anno, un percorso meno positivo. È il caso degli studi di Powers (2003), il quale, nell'analisi di 181 ECOs, documenta un eccessivo rendimento cumulato positivo per il primo anno successivo al *carve-out* fino al terzo anno, per poi scendere negli anni successivi. Lo stesso Powers afferma che la performance operativa raggiunge un picco in seguito all'operazione di ECO, per poi diminuire significativamente in seguito. Lo stesso percorso viene testimoniato dagli studi di Dasilas e Leventis (2018)<sup>33</sup>, i quali, analizzando 60 ECOs europei tra il 1997 e 2011 del database "Thompson One", hanno potuto affermare che, come gli studi precedenti, le imprese che operano una strategia in tal senso ricevono risposte positive dal mercato nel breve periodo e, invece, a lungo termine la performance comincia a peggiorare, generalmente a causa della situazione debitoria, della dimensione aziendale, della profittabilità e delle opportunità di crescita.

È interessante notare come le performance post-disinvestimento sia della *parent company* che dell'unità disinvestita possano essere influenzate dalla velocità con la quale avviene il processo di disinvestimento. Ottenere risultati positivi, contemporaneamente per le società madri e per le *business units* divenute indipendenti, non è sempre facile: nelle operazioni di *spin-off* con valore superiore ai 500 milioni di dollari effettuate tra il 1992 e il 2017, solamente il 29% dei casi è riuscita nell'intento (vedi figura in basso)<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> A. Dasilas, S. Leventis, *The performance of European equity Carve-outs*, Journal of Financial stability, 2018

<sup>34</sup> McKinsey & Company, *Going, going, gone: a quicker way to divest assets*, 2018;

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/going-going-gone-a-quicker-way-to-divest-assets>

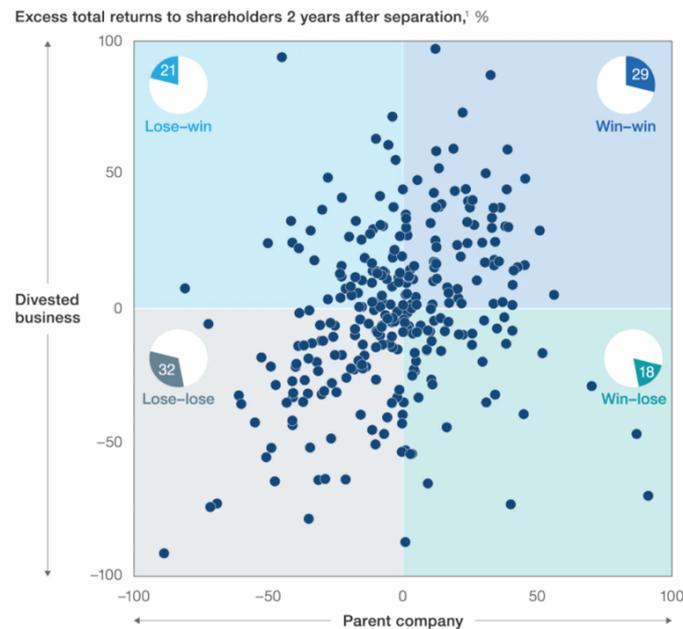


Figura 6: Excess total returns to shareholders 2 years after separation (fonte: McKinsey & Company, *Going, going, gone: a quicker way to divest assets*, 2018, <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/going-going-gone-a-quicker-way-to-divest-assets>)

Un particolare elemento che porta all'aumento della probabilità di successo è proprio la velocità con la quale si conclude il disinvestimento. Secondo McKinsey & Company per riuscire a procedere con un disinvestimento efficiente ci sono quattro regole principali da seguire. Innanzitutto risulta fondamentale dedicare un intero team che gestisca efficacemente l'*execution* del *deal*. Di fatti, operare un disinvestimento prevede il possesso di determinate *skills* diverse rispetto a quelle previste da attività di *M&A* e che non sempre sono facilmente replicabili. Altro punto necessario risulta quello di creare degli incentivi condivisi per i manager che si occupano della scissione sia a livello di *corporate* che a livello di unità di business. In questo modo, gli obiettivi di entrambe risulterebbero maggiormente allineati e saranno entrambe propense a collaborare per riuscire a raggiungere gli obiettivi prestabiliti. Anche un approccio *test-and-learn* risulta essere un punto di vantaggio nell'ottenimento di risultati positivi sia per le imprese madri che le BUs. Questo approccio ha l'obiettivo di evitare ritardi nell'operazione di ristrutturazione. Infine, risulta necessario usare in maniera molto limitata i *transition-services agreements*, ovvero patti con i quali la *parent company* si impegna a provvedere determinate strutture e supporto all'unità disinvestita anche dopo la chiusura

del *deal*. Spesso infatti questi patti vengono usati come una scusa dalle *business units* dismesse per non svolgere le funzioni internamente, ma, in realtà, un utilizzo del genere potrebbe creare alla lunga una dipendenza “tossica” tra le due società, in quanto si ritroveranno sempre a dover rapportarsi e spesso rallentare i loro piani di crescita.

Parlando più in generale delle operazioni di disinvestimento, sono diverse le ricerche che affermano che si tratta di scelte che creano valore e, di conseguenza, corrispondono a momenti positivi per le imprese. In particolare, questi soggetti riescono a fare meglio dei loro *competitors* che piuttosto che operare un’operazione di disinvestimento rimangono inattivi. Il guadagno effettivo di queste società, nei successivi 10 anni all’operazione, è del 15% superiore rispetto alle società più statiche, se misurato attraverso il *total shareholder return* (TSR)<sup>35</sup>. Se l’attività di disinvestimento è accompagnata da operazioni di *M&A* tale guadagno arriva ad essere del 40% superiore rispetto alle società inattive. Risultati congruenti a tale teoria sono confermati da ulteriori ricerche<sup>36</sup> della società di consulenza Bain & Company in cui, di fatti, si testimonia che sono proprio i cosiddetti “*Frequent acquirers*” a sovra-performare rispetto alle altre società. Per la società di consulenza il “*frequent acquirer*” è l’impresa che opera sia acquisizioni che disinvestimenti in archi temporali di circa 10 anni.

Anche McKinsey & Company afferma<sup>37</sup> che le operazioni di disinvestimento creano valore e, in particolare, permettono di ottenere ancora più successo se l’operazione di *divestiture* rientra in una più ampia strategia di ristrutturazione aziendale avviata da prima del *deal*. Questo è testimoniato dalla crescita dei ricavi, del profitto, dell’EBITA e del TSR nei successivi 2 anni dalla chiusura dell’operazione. Sempre la società di consulenza McKinsey afferma che chi “rinfresca” il proprio portafoglio di business in misura tra il 10% e il 30%, ovvero le imprese che operano acquisizioni e disinvestimenti con cadenze regolari nel tempo, sovra-performa rispetto a chi invece non opera tali modifiche di portafoglio del 5,2%<sup>38</sup> ogni anno, considerando il ritorno per gli *shareholders*.

---

<sup>35</sup> J. Wininger, J. Rujana, *Everybody wins in divestitures*, Bain & Company, 2017

<sup>36</sup> L. Baird, D. Harding, A. Vorobyov, J. Wininger, J. Rujana, S. Dhar, *Bain’s 2020 Global Corporate M&A Report*, Bain & Company, 2020

<sup>37</sup> O. Ezekoye, A. Luu, *Why you should restructure companies before spin-offs*, McKinsey & Company, 2019

<sup>38</sup> G. Finck, J. Koenig, J. Krause, M. Silberstein, *What’s keeping you from divesting your assets?*, McKinsey & Company, 2020

### 1.3.2 I fattori critici di successo nel processo di disinvestimento

Sono diversi gli elementi chiave che permettono alle *parent companies* di ottenere la creazione di valore nella strategia di disinvestimento<sup>39</sup>. Inizialmente è importante definire in maniera chiara la motivazione che spinge la società madre a compiere una scelta di disinvestimento. Da essa dipenderà anche la modalità di *divestiture* che verrà impiegata nell'implementazione vera e propria. Come detto in precedenza nel capitolo, la scelta non dovrebbe basarsi esclusivamente sulla performance pre-disinvestimento, ma dovrebbe valutare una serie di elementi quali strategia, situazione finanziaria, proprietà, rischio e portafoglio di business. Affinché si passi all'azione è necessario, poi, redigere un *business plan*, nel quale si determinano le strategie di business da perseguire e in che modo esse possano misurarsi. Esso è la prima pietra nella costruzione di un buon processo di disinvestimento, poiché mette in contatto l'impresa *seller* e gli investitori. Infatti, in questa fase è importante assumere la prospettiva del *buyer*, in modo da far leva su quali possano essere gli elementi capaci di rendere l'offerta del business più appetibile. Contestualmente, risulta fondamentale considerare il *timing* dell'operazione, in quanto l'operazione di disinvestimento, generalmente, richiede periodi prolungati, tra i 6 e i 12 mesi dalla decisione vera e propria di disinvestire alla chiusura del *deal*. Inoltre, risulta importante anche la fase di *project management*. Essa determina il modo con il quale raggiungere l'obiettivo prefissato di vendita, se procedere in maniera veloce o se cercare di estrapolare il maggior valore possibile dalla transazione. Infine, ultimo aspetto ma non meno importante, è quello che riguarda l'elemento emozionale del processo. Risulta, infatti, di fondamentale importanza considerare gli effetti sul management della *business unit*, così come sul personale addetto ad essa poiché, potenzialmente, potrebbero crearsi tensioni e contrasti che influenzerebbero in maniera negativa la riuscita dell'operazione.

---

<sup>39</sup> Vedi U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, Springer Gabler, 2019

## Capitolo 2: METODOLOGIA

Il presente capitolo affronterà la parte di ricerca sperimentale dedicata alla descrizione della metodologia con la quale sarà effettuata tale ricerca. Risulta fondamentale definire in maniera chiara il metodo che verrà utilizzato per l'analisi in modo da avere maggiore contezza e chiarezza del lavoro inteso nel complesso e per un migliore apprezzamento dei risultati che risulteranno al termine del lavoro di analisi.

Di fatto, come si vedrà più avanti nel corso del capitolo, il metodo prescelto per tale analisi è quello della regressione lineare, il cui obiettivo è quello di verificare l'eventuale esistenza di una relazione tra due o più variabili.

Nel presente elaborato però, prima di affrontare la trattazione nello specifico dell'analisi vera e propria, risulta utile per avere una maggiore completezza e conoscenza dell'argomento oggetto di analisi, analizzare quali siano le diverse metodologie di valutazione delle diverse opzioni con le quali operare un disinvestimento.

Le modalità principali con le quali effettuare un'operazione del genere sono il *sell-off*, lo *spin-off* e l'*equity carve-out*. Prima di scendere nello specifico di ognuna di esse, il capitolo prevede un'introduzione sulle modalità di valutazione delle operazioni di disinvestimento in generale. Si partirà, quindi, con una breve presentazione della metodologia *Sum of part* per poi parlare delle sue componenti e, poi, affrontare anche altre metodologie diverse.

Una volta affrontata la parte relativa a questa breve introduzione delle metodologie valutative, verranno analizzate singolarmente le modalità di disinvestimento e le loro modalità di valutazione. Risulta fondamentale dire che la maggior parte dei metodi di *business valuation* gode di un'applicabilità trasversale; essi sono, di fatti, applicabili a tutte e tre le diverse modalità di disinvestimento. Per favorire la fluidità della lettura ed evitare inutili ripetizioni, quindi, per ogni modalità di disinvestimento analizzata, verranno trattate una o al più due metodologie di valutazione. Nel caso della strategia di *sell-off* si parlerà quindi del metodo dei flussi di cassa scontati, sia intesi *unlevered* che *levered*; nel caso della strategia dello *spin-off* invece si parlerà del metodo dei multipli di borsa e, infine, nella sezione relativa all'*equity carve-out* si parlerà di *Initial Public Offering (IPO)*. Terminata quindi l'analisi delle diverse metodologie di valutazione finanziaria di un'operazione di disinvestimento, si passerà allora alla presentazione del database in analisi e della relativa modalità di studio dello stesso. Si parlerà, quindi, della composizione dello stesso, descrivendo gli elementi che lo compongono e della metodologia di studio che, nel successivo capitolo, ha permesso di ottenere determinati risultati.

## 2.1 La valutazione finanziaria del disinvestimento

### 2.1.1 Le metodologie di valutazione del disinvestimento

La valutazione finanziaria delle strategie di crescita da parte di un'impresa permette di misurare il valore finanziario delle decisioni dell'impresa e risulta, quindi, essere un aspetto fondamentale e di estrema importanza da considerare nel processo decisionale<sup>40</sup>. Di fatti, essa fornisce supporto al management che deve prendere la decisione permettendo di analizzare quali possano essere i futuri risultati economico-finanziari potenzialmente conseguibili dall'azienda conseguentemente all'implementazione della strategia scelta. In generale, le decisioni strategiche sono momenti più delicati della vita aziendale rispetto ad altre decisioni attinenti ad essa poiché hanno un'influenza importante nel rapporto tra l'impresa e il suo ambiente competitivo, portano a un cambiamento notevole nella struttura strategica e nell'orientamento di fondo dell'impresa, sono caratterizzate da un alto livello di incertezza, dato che il loro successo dipende da numerose variabili, avvengono in maniera non troppo frequente e, infine, sono spesso processi gradualisti e che quindi si definiscono in maniera progressiva, non permettendo l'applicazione di modelli teorici che sono basati sulla razionalità perfetta dell'attore (Donna, 1992).

Inoltre, nel caso di un'operazione di *divestiture* tale analisi finanziaria assume maggior rilievo rispetto a quando viene presa in considerazione in altre scelte strategiche, in quanto vi sono una serie di effetti peculiari che complicano la scelta. Tra essi vi sono l'effettiva separazione tra casa madre e *business unit*, il rapporto tra management della nuova entità e il management della *parent company* o, ancora, l'esito sulle future strategie di crescita delle due società.

L'aspetto fondamentale che viene preso in considerazione nella scelta strategica è la creazione di valore. Questa visione considera il soddisfacimento degli interessi di tutti i soggetti legati all'impresa come l'obiettivo finale da raggiungere con l'implementazione di una data strategia. Il fine strategico consiste quindi nella creazione di valore sia per gli *shareholder*, seppur in maniera residuale, che per gli *stakeholder*.

Parlando in generale, la misurazione di tale valore può avvenire principalmente tramite due metodi: metodi di valutazione assoluta (o analitici) e metodi di valutazione relativa (o sintetici). Con i primi si intendono quei metodi con i quali si calcola la creazione di valore di un'azienda come conseguenza dei flussi finanziari che essa riuscirà a generare nel tempo, attualizzati poi a un determinato tasso di sconto in linea con il rischio sopportato. I metodi sintetici, invece hanno il fine di determinare il valore

---

<sup>40</sup> F. Fontana, P. Boccadelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019

in maniera indiretta, tramite, quindi, parametri di mercato di imprese simili a quella oggetto di analisi. In ogni caso, per arrivare a un'ottimale definizione del valore del target in analisi risulta conveniente confrontare i diversi metodi e avere una visione critica del risultato al quale si arriva, poiché non esiste un solo metodo valido in assoluto e indipendentemente dalla situazione in cui viene effettuata la valutazione, oltre che risulta utile per minimizzare errori di valutazione dovuti a soggettività e discrezionalità.

Nel caso del disinvestimento in particolare, è importante considerare che un'impresa che decide di optare per una scelta in questa direzione sarà sicuramente un'impresa multibusiness, con divisioni diverse e con concorrenza diversa a seconda delle rispettive unità di business. In una situazione del genere diventa più complicato valutare il complesso aziendale, poiché ogni business contribuisce in maniera diversa al risultato complessivo e ha rapporti, sinergie e *knowhow* che influenzano l'andamento globale dell'impresa. È per questo che per eventi simili viene utilizzata una metodologia di valutazione che prende il nome di “*Sum of parts*”<sup>41</sup> (SoP). La valutazione SoP segue un approccio che, in un primo momento, valuta ogni business della casa madre in maniera indipendente e, successivamente, somma le diverse BU per arrivare al valore della società nel complesso. Il valore delle singole unità di business può essere individuato tramite diverse metodologie, anche utilizzate contemporaneamente per ottenere una migliore valutazione del business target da cedere. Il valore dell'impresa nel complesso al quale si arriva verrà poi confrontato con il suo valore di mercato per verificare se essa sia sotto o sopra valutata. Nel caso in cui la corporate risulti sottovalutata allora l'opzione di disinvestimento risulterà ottimale per andare a colmare questo *gap* di valutazione.

Scendendo maggiormente nel dettaglio della valutazione SoP le fasi di cui si compone sono principalmente quattro. Il processo inizia con la valutazione individuale dei singoli business tramite il quale si ottiene il valore di ognuno di essi e il peso relativo all'interno del portafoglio della casa madre. La valutazione del singolo business può utilizzare diverse metodologie, come il modello dei flussi di cassa scontati, che indica il valore attuale dei futuri flussi di cassa che il business sarà in grado di ottenere, o il modello dei multipli di borsa, che permette di ottenere un *range* di valori entro il quale si ritrova il valore di mercato del business, o ancora il metodo dei multipli di transazioni comparabili, il quale evidenzia il *premium price* pagato per operazioni simili.

La seconda fase consiste nel sommare i valori dei singoli business calcolati nella fase precedente per ottenere il valore totale del complesso aziendale, il cosiddetto *enterprise value*.

Successivamente si passa a una fase di “correzione” del valore calcolato in quanto esso contiene delle imprecisioni come i costi sopportati a livello aziendale e che non possono essere identificati nella

---

<sup>41</sup> P. A. Hunt, *Structuring Merger & Acquisition: a guide to creating shareholder value*, New York, Aspen, 2004

valutazione delle singole unità. Un esempio di questi costi non allocabili possono essere i costi di contabilità o di tesoreria, che appunto l'azienda sopporta nel complesso e che, di conseguenza, non riescono ad essere determinati in maniera individuale per ogni *business unit* presa a riferimento. Una volta calcolati tali costi, essi vengono poi sottratti dall'*enterprise value* calcolato precedentemente come semplice somma delle diverse unità di business.

L'ultima fase consiste poi nel determinare il valore dell'*equity* della corporate. Questo passaggio avviene sottraendo il costo del debito non allocabile all'*enterprise value* calcolato al punto precedente. In questo modo si ottiene il valore del capitale proprio della corporate che può essere confrontato con il suo valore di mercato per verificare se vi sono differenze di valutazione tra i due ed eventualmente correggerle.

Per eventi come le operazioni di disinvestimento, la *Sum of Part valuation* non può ritenersi sufficiente per determinare in maniera univoca il valore estraibile da tale scelta strategica. Esistono altri aspetti importanti da misurare insieme ai flussi di cassa o i multipli di mercato per poter effettuare un'analisi il più possibile completa e tra questi vi sono la valutazione dell'*accretion/dilution*, la quale ha l'obiettivo di verificare in che modo la scelta di disinvestire modifichi l'*Earning per Share (EPS)* sia della società madre che della nuova entità distaccata. Altra analisi che può risultare utile in questo contesto è il metodo EVA (*Economic value added*), il quale permette di verificare se un business crea valore o lo distrugge.

Per avere una maggiore comprensione delle diverse tipologie di analisi sopra elencate, si parlerà adesso dell'*accretion/dilution* e del metodo EVA, per poi analizzare nel dettaglio i metodi dei flussi di cassa scontati, dei multipli di mercato e dei multipli di transazioni comparabili in un secondo momento, ovvero quando si affronterà la disamina delle diverse modalità di disinvestimento e della loro valutazione.

Partendo dall'analisi di *accretion/dilution*, come detto prima con essa si verifica la creazione di valore attraverso l'andamento dell'*Earning per share*. L'EPS misura l'utile netto in termini monetari in riferimento a ciascuna azione, di fatti viene anche espressa "utile per azione". Viene calcolata tramite il rapporto tra l'utile destinato agli azionisti della società e, al denominatore, il numero di azioni in circolazione. L'analisi di *accretion/dilution* è un test che, in generale, viene utilizzato per vedere se un'operazione crei o distrugga valore<sup>42</sup>. Di fatti, in un'operazione di fusione o acquisizione il processo di analisi prevede la creazione di valore azionario, quindi di *accretion*, nel momento in cui l'EPS dell'acquirente post-deal *pro forma* risulta superiore all'EPS pre-deal; contestualmente un'operazione si dice *dilutive* se l'EPS post-deal *pro forma* risulta inferiore all'EPS pre-deal. In

---

<sup>42</sup> F. Fontana, P. Boccadelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019

un'operazione di *divestiture* il segno dell'analisi di *accretion/dilution* sarà obbligatoriamente negativo, in quanto tramite questa scelta strategica vi è una riduzione degli utili complessivi dovuta al distacco dell'unità di business. Quello che acquisisce importanza è di conseguenza il valore assoluto della variazione dell'EPS. Per questa motivazione l'analisi di *accretion/dilution* viene spesso confrontata con la creazione di valore per gli azionisti<sup>43</sup>. Quest'ultima permette di giungere all'effettivo valore creato per gli azionisti, separatamente dall'effetto della distribuzione dei dividendi, di aumenti di capitale e di altre operazioni che possono condizionare il rendimento azionario. Infatti, il valore azionario creato, con questa metodologia, viene calcolato aggiungendo alla variazione del valore di mercato dell'*equity* i dividendi pagati e altre operazioni di pagamento e sottraendo gli aumenti di capitale non gratuito, l'esercizio di opzioni e le conversioni di obbligazioni convertibili. Per una maggiore precisione del calcolo conviene controllare periodicamente l'andamento azionario nelle diverse fasi del processo di disinvestimento, ovvero la fase pre-annuncio, quella intercorrente tra quest'ultimo e la chiusura del *deal* e, infine, quella *post-deal*.

Il metodo *Economic Value Added* è uno strumento che ha la finalità di vedere se un business crea o distrugge valore. In questo modo, la sua utilità in un'operazione di disinvestimento risiede nel fatto che tramite il suo utilizzo si può capire quale sia il business che si prefigura come target del disinvestimento. Di fatti, esso misura il valore che un'impresa genera conseguentemente al livello degli investimenti effettuati. Tale relazione si traduce nella seguente equazione:

$$EVA = NOPAT - (CI * WACC), \text{ in cui:}$$

- NOPAT = *Net operating profit after taxes*
- CI = Capitale Investito
- WACC = *Weighted average cost of capital*

Scendendo maggiormente nel dettaglio, il NOPAT è calcolato partendo dall'EBITDA al quale vengono sottratti ammortamenti e svalutazioni, arrivando quindi all'EBIT, il quale, infine, viene "tassato". Il capitale investito invece è dato dalla somma degli investimenti, CAPEX,  $\Delta$  CCN e svalutazioni. Nel caso in cui la differenza tra NOPAT e capitale investito risulta essere positiva, allora significa che l'impresa, o il business in questione, genera valore partendo dagli investimenti; nel caso in cui, invece, tale differenza risulti negativa allora l'impresa non riesce a generare valore.

---

<sup>43</sup> P. A. Hunt, *Structuring Merger & Acquisition: a guide to creating shareholder value*, New York, Aspen, 2004

Strettamente correlato all'analisi EVA vi è l'analisi del MVA, o *Market Value Added*, in quanto quest'ultima corrisponde all'attualizzazione degli EVA futuri che un'impresa si ritiene sia in grado di produrre. Infatti, se si mette in evidenza il CI nell'equazione dell'EVA si ottiene il rapporto NOPAT/CI, che può essere interpretato come il ROI; a questo punto allora l'equazione che definisce l'EVA diventa la seguente:

$$\text{EVA} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{CI}$$

Il valore attuale degli EVA futuri costituisce proprio il MVA; sarà quindi sufficiente dividere il valore così calcolato per il tasso di attualizzazione, nel nostro caso il WACC. Se la differenza tra ROI e WACC è positiva, allora si avrà un EVA > 0, e quindi l'impresa sarà in grado di generare un rendimento degli investimenti superiore al costo del capitale; contrariamente se il ROI risulterà inferiore al WACC si avrà allora un EVA < 0. Infine, si può dire quindi che l'MVA, dato, come detto prima, dalla sommatoria degli EVA futuri attualizzati, esprime il premio che il mercato riconosce ad un titolo rispetto al suo valore contabile.

## **2.2 La valutazione delle diverse modalità di disinvestimento**

### **2.2.1 Valutazione di un sell-off**

Riepilogando in breve cosa si intende per *sell-off*, si può dire che esso consiste in una cessione parziale o totale di un business a un soggetto terzo mediante transazione privata, il cui pagamento può avvenire tramite scambio azionario o cassa.

In questa tipologia di operazione, la prima valutazione a cui si ricorre generalmente è quella *stand alone*, ovvero un'analisi del business target come unità indipendente. Le metodologie utilizzate per procedere in tal senso sono spesso diverse, si tratta, per esempio, di flussi di cassa scontati, multipli di borsa e analisi di *accretion/dilution*. Per quanto riguarda l'analisi di tali metodologie, in questa sede verrà analizzato il metodo dei flussi di cassa scontati, quello relativo ai multipli di borsa verrà approfondito nei paragrafi successivi mentre l'analisi di *accretion/dilution* è stata già studiata nel paragrafo precedente.

Il metodo dei flussi di cassa calcola il valore della *business unit* sommando i valori attuali dei flussi di cassa futuri che tale BU è in grado di generare. Il processo si distingue in due tipologie a seconda del tipo di flusso che si vuole calcolare; di fatti, può essere calcolato il flusso di cassa “complessivo”, ovvero spettante all’impresa e ai suoi portatori di interesse, sia i finanziatori tramite capitale di debito che azionisti, e in questo caso si parla di flussi di cassa *unlevered*. Nel secondo caso, invece, si considerano i flussi di cassa spettanti esclusivamente agli azionisti, scontati quindi del pagamento degli interessi dei debiti, e in questo caso allora si parla di flussi di cassa *levered*. Il processo di calcolo delle due tipologie di flusso è molto simile, la differenza sta nel fatto che per i FCF (*levered*) si somma un passaggio rispetto al calcolo dei FCFE (*unlevered*).

Partendo dall’analisi del metodo dei flussi di cassa *unlevered*, il punto di partenza è l’utile. Esso si può calcolare partendo dalla differenza tra ricavi e costi per ottenere l’EBITDA, al quale vengono sottratti gli ammortamenti, arrivando quindi all’EBIT, il quale deve essere tassato, ottenendo quindi il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*). Il NOPAT non può andare bene per la valutazione dell’azienda in quanto al suo interno sono previsti costi che non hanno impatto sulla consistenza della cassa, come gli ammortamenti, e, al contrario, non includono gli investimenti di capitale, pertanto tale valore ha necessità di essere aggiustato. Partendo dal NOPAT, quindi, vengono sommate le quote di ammortamento precedentemente sottratte, vengono sottratte le spese in conto capitale e infine la variazione del capitale circolante netto. In questo modo si ottiene il flusso di cassa *unlevered* relativo al periodo analizzato. Tale processo deve essere ripetuto anche per i successivi periodi, di fatto stimando quali possano essere i futuri flussi di cassa. Una volta calcolati i futuri flussi di cassa, lo step successivo è quello di attualizzarli per scoprire, ad oggi, quale sia il valore del business in questione. Il tasso di sconto attraverso il quale deve essere attualizzata la somma dei flussi di cassa è il costo del capitale: esso corrisponde al rendimento che gli investitori si aspetterebbero di ottenere se investissero nella migliore alternativa possibile equiparabile in termini di rischio e durata, invece che nel progetto, o in questo caso nell’impresa<sup>44</sup>. Prima di analizzare nel dettaglio il costo del capitale e il relativo processo per stimarlo, risulta opportuno dire che la previsione dei flussi di cassa, generalmente, prevede un orizzonte estendibile a circa 5 anni dalla data iniziale; ciò non significa però che successivamente l’impresa o il business in questione cessino di esistere, a meno che non si tratti di un progetto definito in un arco temporale specifico. Al contrario, l’impresa tendenzialmente continuerà a produrre valore anche oltre questo periodo temporale di 5 anni. Questo secondo periodo si estende dal quinto anno in poi, nel nostro caso. In questo caso si parla di “periodo a previsione implicita”, in quanto non è possibile stimare puntualmente i flussi di cassa futuri e, invece, tale stima

---

<sup>44</sup> F. Fontana, P. Boccadelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019

viene effettuata tramite il calcolo del valore residuo (*terminal value*). Il *terminal value* viene convenzionalmente calcolato a partire dall'ultimo flusso di cassa stimato, per il quale si ipotizza una crescita costante nel tempo, come se fosse quindi una rendita perpetua. Proprio questa caratteristica rende il metodo dei flussi di cassa scontati diverso dalla metodologia del VAN, il quale si caratterizza pure per l'attualizzazione dei futuri flussi di cassa di un determinato progetto ma per il quale non ne considera la creazione di valore nel tempo.

Ritornando alla discussione del costo del capitale, è importante dire che la scelta del tasso di sconto per l'attualizzazione dei flussi di cassa determina, come detto ad inizio paragrafo, due diverse tipologie di flussi: se si vogliono calcolare i flussi di cassa destinati all'impresa nel complesso, quindi sia finanziatori tramite debito che azionisti, allora il costo del capitale usato sarà determinato dal WACC; se, invece, si vorranno calcolare i flussi di cassa destinati esclusivamente agli azionisti, quindi flussi di cassa *levered*, dovrà essere utilizzato il costo del capitale proprio  $r_e$ .

Scendendo maggiormente nel dettaglio, è stato detto che se l'oggetto di analisi sono i flussi di cassa complessivi dell'impresa è necessario usare un costo del capitale che sia ponderato per il peso del capitale di rischio e del capitale di debito nella struttura complessiva. Risulta necessario premettere che il valore al quale si giunge dopo tali operazioni è il valore totale dell'impresa, il cosiddetto *enterprise value* (EV). Per conoscere successivamente il valore azionario della strategia è necessario sottrarre all'EV la posizione finanziaria netta (PFN), data dalla differenza tra i debiti finanziari, crediti finanziari e la liquidità. In questo modo si ottiene quindi il valore dell'*equity*. Tornando all'analisi del costo medio ponderato, in gergo economico esso prende il nome di WACC, ovvero *Weighted Average Cost of Capital*. Esso viene utilizzato in quanto esprime una stima del costo del capitale complessivo prendendo in considerazione sia il capitale di rischio, quindi di appartenenza degli azionisti, che il capitale di debito, quindi di appartenenza ai finanziatori tramite debito. Di fatti, l'operazione con la quale si arriva al calcolo del WACC è data da una media ponderata tra il costo del capitale proprio  $r_e$  il quale viene moltiplicato per il suo peso nella composizione del capitale e il costo del capitale di debito  $r_d$  che viene, a sua volta, moltiplicato per il suo peso. La relazione, quindi, è la seguente:

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

Nella formula,  $r_e$  rappresenta il costo del capitale di rischio, il quale verrà analizzato successivamente nell'approfondimento dei flussi di cassa *levered*, il termine che moltiplica ( $\frac{E}{E+D}$ ) rappresenta invece il peso del capitale di rischio all'interno della struttura di capitale complessiva; il termine  $r_d$

rappresenta invece il costo del debito, mentre  $(\frac{D}{D+E})$  rappresenta il peso del debito nella struttura di capitale; infine l'ultimo termine  $(1 - t)$  rappresenta l'effetto delle tasse sul debito, che agisce come "scudo fiscale". Tornando al costo del capitale di debito, esso dipende dal livello dell'indebitamento e dal rischio di default dell'azienda; in formule si traduce nel seguente modo<sup>45</sup>:

$$r_d = \text{rendimento a scadenza} - \text{probabilità di default} * \text{tasso di perdita atteso}$$

Il rendimento a scadenza del debito può essere interpretato come il Tasso Interno di Rendimento (TIR), ovvero il rendimento che il finanziatore otterrà detenendo il debito fino alla scadenza e ricevendo i pagamenti promessi. Ad esso, però, si deve sottrarre la probabilità di default, ovvero la probabilità che l'impresa fallisca e il tasso di perdita atteso. Il tasso di default, generalmente, viene considerato seguendo le stime delle agenzie di rating.

Determinato il WACC si può quindi procedere a scontare i flussi di cassa ottenuti e stimati per i periodi successivi, comprensivi del valore residuo, per arrivare al valore dell'impresa. Una volta calcolato l'*enterprise value* si può procedere a calcolare il valore dell'*equity*, in modo da valutare effettivamente se si crei valore per gli azionisti. Come detto prima, per arrivare al valore azionario della società si parte dall'EV al quale si sottrae la PFN.

Passando all'analisi dei flussi di cassa *levered*, destinati quindi ai soli azionisti, il punto di partenza è sempre quello dei flussi di cassa calcolati allo stesso modo nel caso in cui l'obiettivo sia misurare l'*enterprise value*. Questo metodo prende il nome di FCFE, ovvero *Free Cash Flow to Equity*, e considera in modo esplicito i flussi di cassa che spettano agli azionisti, di fatti, al netto di tutti i pagamenti effettuati e ricevuti dai detentori del capitale di debito. Il calcolo diretto di questa grandezza può essere tradotto nella seguente relazione:

$$FCFE = FCF - (1 - t) * \text{interessi} + (\text{flusso netto del debito})$$

Scendendo nel dettaglio della relazione, il punto di partenza sono i flussi di cassa ai quali vengono sottratti gli interessi pagati ai finanziatori al netto delle imposte e viene successivamente sommato il flusso netto del debito; quest'ultimo consiste nella differenza tra il debito alla fine del periodo in analisi e il debito all'inizio dello stesso. Il passo successivo diventa quindi quello di attualizzare i futuri flussi di cassa riservati agli azionisti al corretto tasso di sconto, che, appunto, in questo caso

---

<sup>45</sup> P. A. Hunt, *Structuring Merger & Acquisition: a guide to creating shareholder value*, New York, Aspen, 2004

risulterà essere il costo del capitale proprio,  $r_e$ , poiché in questo caso l'obiettivo della valutazione è la ricchezza prodotta per gli azionisti.

Focalizzandosi sullo studio del costo del capitale  $r_e$ , esso può essere determinato utilizzando il CAPM, ovvero il cosiddetto *Capital Asset Pricing Model*<sup>46</sup>. È importante ricordare che il costo del capitale rappresenta il migliore rendimento atteso disponibile nel mercato su investimenti con rischio simile; per trovare questi investimenti si utilizza il CAPM perché il suo metodo di applicazione e le sue ipotesi permettono di affermare che il portafoglio di mercato sia un portafoglio efficiente e ben diversificato, che rappresenta il rischio non diversificabile nell'economia; si può quindi dedurre che gli investimenti hanno rischio simile se hanno la stessa sensibilità al rischio di mercato, misurata dal loro beta con il portafoglio di mercato. Di conseguenza, il costo del capitale di qualsiasi opportunità di investimento è uguale al rendimento atteso degli investimenti disponibili con lo stesso beta. La stima di tali rendimenti è fornita dall'equazione della *Security Market Line* (SML) del CAPM, che è la seguente:

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

Nell'equazione,  $r_f$  rappresenta il rendimento di un titolo *risk free*, per esempio i titoli di Stato italiani, i BTP. Esso viene utilizzato in quanto una delle ipotesi del modello è quella di prevedere la possibilità di azzerare il rischio diversificabile, dovuto al possesso di una determinata azione. Sempre secondo il modello, la conseguenza è la possibilità, per gli investitori, di prendere o dare a prestito denaro al tasso di interesse privo di rischio ( $r_f$ ). Ciò significa che il tasso privo di rischio rappresenta il punto di partenza oltre il quale un investitore deve essere ricompensato. Ecco che la seconda parte dell'equazione può essere considerata come il premio per il rischio di un determinato titolo (in questo caso il titolo della società che deve operare il disinvestimento). In particolare la differenza ( $r_m - r_f$ ) rappresenta il premio per il rischio di mercato, ovvero il premio per investire nel portafoglio di mercato piuttosto che nel tasso *risk free*. Tale premio viene moltiplicato per il  $\beta$ , che rappresenta il rischio sistematico, ovvero quel tipo di rischio che non può essere diversificato e appartiene a tutte le azioni delle diverse imprese appartenente allo stesso mercato e che, appunto, dipende dal mercato. Tale misura può dirsi rappresentativa del rischio sistematico in quanto corrisponde alla variazione percentuale attesa nel rendimento in eccesso di un titolo per una variazione dell'1% del rendimento

---

<sup>46</sup> J. Berk, P. DeMarzo, *Finanza aziendale 1. Fondamenti*, Milano, Pearson, 2018

in eccesso del portafoglio di mercato; in altre parole, consiste nella sensibilità delle variazioni di un determinato titolo in conseguenza alle variazioni del mercato.

Il calcolo del costo del capitale proprio tramite questo modello rappresenta, quindi, la stima più corretta alla quale si può arrivare in quanto tiene in considerazione i diversi fattori che possono influenzare il suo andamento. Il costo del capitale proprio calcolato in questo modo diventa, nel caso in analisi, il tasso di sconto al quale attualizzare i flussi di cassa riservati agli azionisti. Una volta scontati e sommati si otterrà il valore complessivo dell'*equity* dell'impresa in questione. Lo stesso costo del capitale così calcolato viene utilizzato nel caso in cui i flussi siano attualizzati attraverso il WACC, nel calcolo, quindi, dei flussi di cassa destinati all'impresa complessivamente intesa.

L'analisi sopra effettuata rappresenta la metodologia dei *discounted cash flows*, la quale risulta una delle metodologie più opportune da utilizzare in sede di valutazione di un business in quanto molto dettagliata. Essa però non rappresenta l'unica via né tantomeno risulta sufficiente per ottenere il valore reale del business target. Generalmente questa metodologia viene accompagnata da altre analisi finanziarie che cercano di dare un valore il più corretto possibile dell'unità oggetto di vendita o, in generale, di valutazione. Tra di essi vi sono il metodo dei multipli di borsa, il metodo delle transazioni comparabili o l'analisi di *accretion/dilution*, che verranno analizzati successivamente.

### 2.2.2 Valutazione di uno *spin-off*

Così come nel caso dell'analisi di un *sell-off*, anche in questa sede risulta opportuno ricordare sinteticamente cosa si intenda per *spin-off*. Per *spin-off* si intende la scissione di una divisione o di un'unità di business, tramite trasferimento parziale o totale dalla casa madre. Tale BU viene trasferita a un'entità già presente o viene destinata alla costituzione di una nuova realtà autonoma.

La valutazione di un'operazione del genere, così come per un'operazione di *sell-off*, prevede l'utilizzo della metodologia *Sum of Part*. La caratteristica che però rende diverse le due operazioni risiede nel fatto che nel caso di uno *spin-off* la casa madre non cede al mercato esterno l'unità nel complesso, ma la distacca dai vincoli formali seppur, tuttavia, ne rimane la proprietaria, o, più specificatamente, gli azionisti di questa entrano in possesso delle azioni della ceduta tramite una divisione delle azioni pro rata. Ciò significa che la valutazione di questa *business unit* deve essere effettuata non soltanto come entità *stand alone*, quindi come nel caso del *sell-off* in cui l'entità viene valutata come autonoma, ma anche, e forse soprattutto, come *going concern*, ovvero nell'ipotesi della continuità

aziendale, dato che le caratteristiche dell'operazione non comportano alcun cambio a livello proprietario. Proprio per questa motivazione risulta fondamentale che gli azionisti vengano messi al corrente del valore che, nel complesso, possono ricevere dalle due entità separate anche successivamente al reale distacco. Oltre questo risulta necessario anche per il management della casa madre essere consapevoli del valore che può essere creato sia nel momento della cessione ma soprattutto nei periodi successivi, sapere, quindi, in che modo performerà sia come entità autonoma sia considerandola ancora in rapporto alla *parent company*.

Detto questo, le metodologie pratiche di valutazione finanziaria rimangono pressoché le stesse. Anche in questo caso, infatti, per riuscire ad ottenere una valutazione più vicina al reale valore della *business unit*, è conveniente sintetizzare le diverse possibilità di analisi, partendo dall'analisi dei flussi di cassa e arrivando all'analisi per multipli, dell'*accretion/dilution* o il metodo EVA. In particolare in questa sede sarà analizzata la metodologia di valutazione per multipli di borsa.

Il metodo dei comparabili prevede la stima del valore aziendale, invece che attraverso la metodologia diretta dei flussi di cassa aziendali, sulla base del valore di altre imprese che presentano caratteristiche simili e di conseguenza possono essere considerate come comparabili. La ragione dietro la quale si giustifica l'utilizzo di tale metodologia risiede nel fatto che data la similarità tra le imprese, ci si aspetta che in futuro le imprese oggetto di comparazione generino flussi di cassa simili. Il tutto si basa sulla legge del prezzo unico, secondo la quale due imprese che generano flussi di cassa identici, hanno lo stesso valore. Nei mercati reali, ovviamente, non esistono imprese identiche in tutto e per tutto e proprio questo causa il fatto che non è possibile effettuare una valutazione corretta considerando esclusivamente i multipli di borsa, oltre comunque il fatto che vengano usati contemporaneamente diversi multipli. Oltretutto, per una corretta applicazione del metodo dei multipli altro elemento necessario è l'esistenza di un mercato efficiente, situazione che nella realtà non si verifica sempre. Infine, l'applicazione del metodo è valida sia nel caso in cui l'obiettivo sia quello di effettuare una valutazione con scopo di cessione o acquisizione, sia nel momento in cui l'utilizzo è quello di metodo di controllo del valore economico dell'azienda.

Il metodo prevede, in una prima fase, l'utilizzo di un rapporto tra un valore di mercato al numeratore e una grandezza economica, patrimoniale o finanziaria dedotta dal bilancio delle imprese al denominatore e, successivamente, la moltiplicazione tra il valore medio del multiplo e una grandezza contabile dell'impresa in questione.

La scelta dei multipli da utilizzare nella valutazione è un momento fondamentale affinché l'analisi sia il più possibile corretta, in quanto una scelta sbagliata dei multipli da utilizzare potrebbe condizionare in maniera consistente l'esito della valutazione. Esistono diverse variabili da

considerare, quindi, affinché il multiplo possa dirsi rappresentativo significativamente del valore dell'impresa, e tra di esse vi sono le seguenti<sup>47</sup>:

- La base contabile del multiplo (il denominatore) deve riuscire a rappresentare una buona misurazione di performance economica in relazione alle caratteristiche del settore in analisi
- La base contabile del multiplo non deve essere condizionabile da pratiche contabili e politiche gestionali che possano influenzare il corretto utilizzo dello stesso
- Il multiplo deve garantire stabilità nel tempo
- Il valore preso in considerazione dal multiplo non deve avere relazioni tra le diverse imprese scelte come comparabili

Per procedere nell'utilizzo di tale metodologia, sono previste diverse fasi di applicazione. Si parte scegliendo il campione di imprese che deve essere utilizzato come comparabile per poter arrivare alla valutazione finale dell'impresa in oggetto. È importante che la scelta di queste imprese sia effettuata seguendo i criteri stabiliti precedentemente in modo da ottenere un processo lineare e corretto, avulso da possibili errori sulle stime. Una volta stabilite le imprese comparabili, il passaggio successivo è la scelta dei multipli da utilizzare, considerando che essi debbano essere rappresentativi della situazione economica delle imprese e del mercato. Si passa, quindi, al calcolo dei multipli per le imprese oggetto di analisi e successivamente al calcolo del multiplo medio, dedotto come media tra i diversi multipli delle imprese. Una volta calcolato il multiplo medio, l'ultimo passaggio è quello relativo al calcolo del valore dell'impresa, che si ottiene selezionando il multiplo o i multipli medi calcolati precedentemente e, poi, moltiplicandoli per i valori contabili dell'impresa.

Le tipologie di multipli possono essere suddivise principalmente in due categorie: da un lato vi sono i multipli *asset side*, i quali hanno come scopo quello di mettere in evidenza grandezze dal lato dell'attivo patrimoniale; essi, quindi, hanno al numeratore l'*enterprise value* e al denominatore una grandezza che evidenzia il capitale investito. Dall'altro lato, vi sono i multipli *equity side*, che hanno come caratteristica quella di essere calcolati sul lato del capitale proprio e che quindi si compongono al numeratore del prezzo delle azioni e al denominatore, invece, un valore che sia riferibile all'azione.

---

<sup>47</sup> P. Boccardelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019

Asset side	Equity side
<ul style="list-style-type: none"> <li>• EV/EBITDA</li> <li>• EV/EBIT</li> <li>• EV/NOPAT</li> <li>• EV/Ricavi</li> <li>• EV/FCFO</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• P/E (Price/Earnings)</li> <li>• P/B (Price to Book)</li> </ul>

Figura 7: Tipologie di multipli (fonte: F. Fontana, P. Boccardelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019)

La metodologia dei multipli di borsa presenta però dei limiti nell'applicazione e nella sua correttezza, seppure risulti essere uno strumento comodo e veloce per ottenere una valutazione anche parziale di un'impresa. Come detto prima, la prima problematica che salta fuori è sicuramente il fatto che nel mondo economico reale non esisteranno mai due aziende identiche e che di conseguenza potranno considerarsi comparabili in tutto. Ciò porta ad avere sempre un determinato livello di incertezza sui risultati della stima. È necessario considerare anche il fatto che si tratta di un metodo sintetico, poiché non va a calcolare in maniera dettagliata le diverse variabili che danno vita alla valutazione finale, e, allo stesso tempo, non permette di comprendere quali siano i fattori più o meno determinanti in queste analisi, quelli a cui bisogna fare più attenzione e ai quali prestare maggiore sensibilità. Ancora, un altro punto debole è il fatto che sia scarsamente predittivo, in quanto spesso vengono messe in comparazione imprese che hanno andamenti diversi o comunque, in generale, con valori molto variabili tra di loro e, quindi, il valore medio desunto dall'andamento economico delle diverse imprese potrebbe essere poco attendibile. Infine, bisogna anche considerare il fatto che si tratta di un metodo "relativo", ovvero che crea una relazione di dipendenza tra il valore dell'impresa target e il valore delle diverse imprese scelte come comparabili. Quest'ultimo, generalmente, è influenzato dall'andamento del mercato, o comunque del settore nello specifico; ciò significa che nel caso in cui fosse l'intero settore ad essere oggetto di sotto o sopra valutazione, allora anche il valore delle singole imprese ne risentirebbe influenzando il processo valutativo complessivo. Date queste motivazioni, risulta chiaro come nei processi valutativi sia necessario utilizzare contemporaneamente più metodologie; spesso, inoltre, alcune possono sembrare più opportune da impiegare rispetto ad altre

anche solamente per la fase o la finalità per cui vengono utilizzate, e, quindi, l'utilizzo d'insieme risulta essere il più vantaggioso rispetto all'utilizzo singolare.

### 2.2.3 Valutazione di un equity carve-out

L'operazione di *equity carve-out*, in sintesi, è un processo di riorganizzazione aziendale che avviene per mezzo del conferimento, da parte della *parent company*, di un ramo aziendale in un veicolo societario di nuova creazione destinato a quotazione pubblica. La parte destinata alla quotazione nel mercato borsistico generalmente rappresenta una minoranza delle azioni presenti nella nuova entità. La valutazione di un *equity carve-out* segue generalmente lo schema previsto anche dalle altre due tipologie di disinvestimento. Di fatti, anche per questa strategia vengono previsti i flussi di cassa futuri per poter poi scoprire quale sia il loro valore attuale, così come viene utilizzato il metodo dei multipli comparabili per avere una valutazione anche in relazione all'andamento del settore di appartenenza. Inoltre, questa modalità di disinvestimento può considerarsi simile allo *spin-off*, in quanto con questa non si cede al mercato la proprietà della nuova impresa, a differenza del *sell-off*, ma viene scorporata dalla casa madre in modo da avere più autonomia. La differenza, però, con lo *spin-off* consiste nel fatto che non tutta la proprietà della nuova entità viene distribuita ai possessori di azioni della casa madre, poiché, infatti, una quota di essa viene destinata alla quotazione sul mercato attraverso l'IPO (*Initial Public Offering*). La differenza nelle valutazioni tra queste modalità di disinvestimento può, quindi, vedersi maggiormente sotto questo punto di vista e, di fatti, può risultare necessario affrontare in maniera più approfondita questa analisi.

L'Offerta Pubblica Iniziale costituisce lo strumento principale attraverso il quale una società decide di quotarsi in un mercato regolamentato, ovvero di entrare in borsa. Nello specifico, quando un'impresa decide di operare un disinvestimento tramite ECO stabilisce che una parte della proprietà della società scorporata andrà destinata agli investitori pubblici presenti sul mercato. Di conseguenza, il capitale destinato alla collocazione sul mercato viene suddiviso in azioni di pari importo e vengono offerte sul mercato. Generalmente, la vendita di tali azioni viene affidata a un intermediario finanziario, che può essere, ad esempio, una banca d'investimento. Prima ancora di poter procedere a tale vendita, però, per l'impresa nascente è necessario rendere pubblico il proprio assetto organizzativo e allegare determinate informazioni relative al business. Una volta ottenuta l'autorizzazione a procedere con l'IPO, il management si occupa di incontrare gli investitori

interessati all'impresa attraverso il cosiddetto *roadshow*, ovvero un processo in cui tale impresa con l'aiuto delle banche fissa un prezzo per le azioni da collocare sul mercato all'interno di un intervallo minimo e massimo. Successivamente sarà la domanda del mercato a fissare il prezzo delle azioni che determinerà il reale valore del flottante e quindi quello di capitalizzazione della società.

Risulta anche in questo caso necessario, come nei precedenti, utilizzare anche gli altri metodi valutativi contemporaneamente. Uno strumento che può risultare interessante in una situazione come questa è quella di utilizzare la metodologia delle transazioni comparabili. Essa ha un funzionamento molto simile in principio a quello dei multipli di borsa, spiegato nel paragrafo precedente. In questo caso le transazioni comparabili esprimono i prezzi che possono riflettere i premi legati a sinergie speciali e possono, quindi, identificare i cosiddetti *premium price* che il mercato è disposto a riconoscere a questa tipologia di operazioni.

## ***2.3 Analisi di un cluster di aziende che hanno operato strategie di disinvestimento***

### *2.3.1 Presentazione del database in analisi*

Passando al nostro caso in analisi, la ricerca si baserà sull'analisi di un insieme selezionato di aziende appartenenti a diversi settori economici individuati tramite il codice di riferimento. In particolare, il database di partenza prevede la presenza di 2414 aziende appartenenti al mercato Statunitense, quotate in borsa e di grosse dimensioni. Si tratta di imprese che hanno effettuato almeno un'operazione di disinvestimento nell'arco temporale che va dal 2005 al 2019. Il disinvestimento in questo caso viene inteso come:

- *Exit*
- *Partial exit*
- *Exit new-stake*

Quando si parla di *Exit* si intende la modalità di disinvestimento conosciuta anche come *sell-off*, mentre con *Partial exit* si intende il processo di *Equity carve-out*; infine, con la dicitura *Exit new stake* si intende la strategia di *spin-off*. Come detto prima, si tratta di un'analisi del periodo 2005-

2019, in quanto si tratta del periodo più recente possibile che permette, quindi, di ottenere risultati abbastanza attuali e utili per effettuare ulteriori ricerche in relazione al tema del disinvestimento.

Tra le aziende selezionate, è stato possibile rinvenire che una buona parte di esse, circa il 25%, operano nei settori definiti dai seguenti SIC Code: 2836, 3674, 6020, 6798, 7370, 7372. In particolare si tratta, relativamente, del settore dei prodotti biologici, dei semiconduttori e dispositivi derivati, delle banche commerciali, dei fondi immobiliari, della programmazione informatica, elaborazione dei dati e degli altri servizi relativi all'informatica e, infine, dei software pre-imballati.

### 2.3.2 Analisi del database

Per testare l'ipotesi secondo la quale il disinvestimento, in particolare quello proattivo, crea valore alle società che lo implementano sono state quindi analizzate le operazioni di disinvestimento di società statunitensi quotate e contestualmente è stato preso come riferimento per misurare la creazione di valore di lungo termine l'indicatore *LIVA*, il quale appunto misura il valore aggiunto nel lungo termine (*Long term Investor Value Appropriation*)<sup>48</sup>.

In particolare tale misura vuole raccogliere il valore attuale netto del ritorno in eccesso degli investitori nel corso del tempo in cui possiedono i titoli di determinate azioni. Inoltre, si tratta di un indicatore che tende a ridurre del tutto le differenze tra le valutazioni dei titoli ottenute tramite i mercati finanziari e le stesse ma ottenute tramite le tecniche contabili, che sono generalmente presenti nel breve termine e danno vita a fenomeni di sovra o sotto valutazione delle aziende.

Risulta necessario aggiungere che l'utilizzo dell'indicatore *LIVA* prende forza nel momento in cui la grandezza economica assoluta in sede di valutazione assume maggiore importanza rispetto a una valutazione ottenuta tramite *ratios*, caratterizzati dal fatto che, per lo più, si tratta di misure relative. Soprattutto in eventi di grossa portata, come nel caso di *M&A* o disinvestimenti, può risultare ancor più interessante misurare l'effetto assoluto dell'evento in sé, nel quale la *LIVA* può catturare l'impatto economico reale, piuttosto che utilizzare altri indicatori derivanti da rapporti, i quali possono essere affetti dal periodo che l'impresa presa in considerazione sta passando.

Altro punto a favore della misura *LIVA* risulta dato dall'arco temporale di studio. In particolare, nel caso in cui l'obiettivo dello studio si dovesse riferire a un periodo compreso tra i 3 e i 5 anni, per misurare l'impatto economico di determinate scelte potrebbero utilizzarsi i classici indicatori

---

<sup>48</sup> P. D. Wibbens, N. Siggelkow, *Introducing LIVA to measure long-firm performance*, Strategic Management Journal, 2019

economici come il ROA, oltre la *LIVA*. Nel caso in cui invece si volesse analizzare una misura economica aggregata, relativamente a periodi di tempo parecchio più lunghi, allora risulterebbe più appropriato utilizzare l'indicatore *LIVA*.

Inoltre, essa risulta una misura da preferire rispetto ad altre in quanto permette comodamente di scomporre e/o aggregare determinati valori, come la misurazione del ritorno in eccesso aggregato di un determinato settore per diversi periodi di tempo.

Infine, la *LIVA* è stata scelta in questo studio in quanto si tratta di un indicatore che assume importanza nel lungo termine, e, in particolare nel caso del disinvestimento, la maggior parte degli studi si concentra solamente sugli effetti nel breve e medio termine che tali scelte comportano, pertanto si tratta di uno studio che tramite questa misura può essere ritenuto innovativo nel contesto delle operazioni di *divestiture*.

L'analisi verrà effettuata tramite il metodo della regressione lineare, con il quale sarà possibile studiare l'esistenza di una relazione tra la strategia di disinvestimento e la creazione di valore a lungo termine. In particolare quindi verrà analizzata la relazione esistente tra la variabile indipendente scelta, quindi il numero dei disinvestimenti (*number of divestment*) e la *LIVA*, in questo caso la variabile dipendente. Tale lavoro è stato reso possibile adattando il database di partenza all'analisi in questione e tale passaggio ha comportato quindi l'eliminazione di una serie di aziende dal *cluster* di partenza, dovuta al fatto che tali aziende presentano dati incompleti per l'obiettivo del nostro studio. Eliminate le aziende in eccesso, quindi, l'analisi è stata svolta su 2298 aziende le quali hanno operato, nel complesso, 1984 disinvestimenti nei 15 anni di osservazione.

Sono state poi selezionate diverse variabili di controllo per rendere le procedure di studio più corrette e chiarire meglio quali possano essere i fattori che in qualche modo influenzano la relazione tra variabile dipendente e variabile indipendente.

Le variabili prese in considerazione sono la modalità di disinvestimento (*divestment mode*), lo stato federale degli Stati Uniti in cui avviene l'operazione (*US State*), la longevità dell'azienda (*firm age*), la disponibilità di risorse (*firm slack*), la performance aggiustata precedente all'operazione considerata tramite ROA (*firm performance industry adjusted*), la performance pre disinvestimento dell'impresa misurata con il ROA (*pre restructuring performance*), la presenza o meno di crisi finanziarie (*financial crisis*), il valore del *deal* (*deal value*) e, infine, l'intensità della competizione (*competitors*). Tra queste, affinché potessero considerarsi significative per spiegare la relazione tra il numero dei disinvestimenti e la creazione di valore nel lungo termine, misurata con la *LIVA*, è stato scelto un *p value* < 0.10.

L'analisi di regressione è stata, poi, effettuata tramite il software STATA 12 e si tratta di una regressione tramite *panel data*.

## Capitolo 3: RISULTATI

Il seguente capitolo si occupa della presentazione dei risultati relativi all'analisi del database descritto nel precedente capitolo, all'interno del quale vi sono, sinteticamente, circa 1500 osservazioni relative a disinvestimenti effettuati nel periodo compreso tra il 2005 e il 2019 da aziende statunitensi di grosse dimensioni e quotate in borsa.

Come detto nel precedente capitolo, la metodologia utilizzata per studiare tale database è stata l'analisi di regressione. Attraverso tale metodo è possibile verificare l'esistenza o meno di una relazione tra due diverse variabili, delle quali, se dovesse sussistere tale relazione, una prende il nome di variabile indipendente, mentre l'altra di variabile dipendente, in quanto proprio tramite tale relazione quest'ultima dipende dalla prima variabile. Oltre ciò, risulta utile utilizzare alcune variabili di controllo, che hanno appunto l'obiettivo di spiegare in maniera più completa la relazione esistente tra le due variabili principali.

Nel caso in analisi, riprendendo quanto detto nel capitolo della metodologia, la variabile indipendente scelta è il numero di disinvestimenti, mentre la variabile dipendente è l'indicatore *LIVA*, *Long term Investor Value Added*. L'ipotesi alla base dello studio è che sussista una relazione tra queste due variabili e che, in aggiunta, sia positiva, che quindi al crescere del numero dei disinvestimenti, generalmente, si consegua un aumento del valore creato nel lungo periodo.

Per quanto riguarda l'analisi, in breve, essa è stata effettuata tramite il software STATA 12. Attraverso esso è stato possibile, appunto, confermare l'ipotesi precedente e, allo stesso tempo, è stato possibile studiare gli effetti moderatori delle altre variabili di controllo.

Nel seguente capitolo quindi si parlerà nella prima parte dei risultati in maniera più generica e verranno presentate e discusse le diverse variabili di controllo che hanno o non hanno un effetto moderatore sulla relazione principale che sussiste tra il numero dei disinvestimenti e la creazione di valore per gli investitori nel lungo periodo. La descrizione di tali variabili sarà accompagnata visivamente dalle tabelle riepilogative dei risultati, in modo da avere una maggiore chiarezza e completezza di quanto verrà trattato in maniera più descrittiva.

Successivamente verranno presentati i risultati veri e propri della regressione, dai quali è possibile evincere in che maniera si legano le diverse variabili di nostro interesse. Anche in questo caso la tabella riportante i risultati della regressione è presente nella trattazione del capitolo per avere una visione d'insieme di quanto è stato analizzato.

Una volta presentata la tabella, allora si passerà all'analisi delle singole variabili, sia indipendente che di controllo, per verificare se *in primis* si tratta di variabili significative, atte quindi a spiegare la relazione esistente tra numero di disinvestimenti e *LIVA*; in secondo luogo, una volta studiata la significatività delle diverse variabili, sarà il momento di capire in che modo esse agiscono da moderatori nella relazione.

Al termine del capitolo vi sarà una sintesi riepilogativa di quanto prodotto dai risultati in modo da favorire una lettura più piacevole e scorrevole di capitolo in capitolo.

Di fatti, il capitolo successivo si concentrerà sulla spiegazione di quelle variabili che maggiormente influenzano la creazione di valore a lungo termine come conseguenza di una scelta di disinvestimento, e quindi, anticipando il contenuto del capitolo, del numero di disinvestimenti, della disponibilità di risorse, della performance dell'impresa nel periodo precedente al disinvestimento, intesa come ROA, e, infine, della presenza o meno di crisi finanziarie, anch'esse nel periodo precedente o contemporaneo alla scelta di disinvestire.

### ***3.1 Presentazione dei risultati derivanti dall'analisi del database***

Riprendendo il capitolo precedente, l'analisi in questione ha come obiettivo quello di verificare la creazione di valore nel lungo periodo in seguito alle operazioni di disinvestimento. Tale misurazione viene effettuata tramite l'utilizzo dell'indice *LIVA*, il quale permette di valutare il valore aggiunto per gli *stakeholder* nel lungo termine. Inizialmente è stata investigata l'esistenza o meno di una relazione, positiva o negativa, tra le operazioni di disinvestimento effettuate dalle imprese appartenenti al *cluster* in analisi e la creazione di valore nel lungo periodo. Come detto prima la metodologia utilizzata per studiare questa relazione è stata quella della regressione lineare con panel data, che è stata resa possibile tramite l'utilizzo del software STATA 12. Contemporaneamente, per ottenere uno studio più completo dell'argomento in questione sono state prese in considerazione diverse variabili di controllo che potessero avere un potenziale impatto moderatore sulla relazione tra il numero dei disinvestimenti e la creazione di valore nel lungo periodo. Riepilogando in breve le variabili, esse sono la modalità attraverso la quale avviene il disinvestimento, lo Stato federale statunitense in cui avviene l'operazione di disinvestimento, l'età dell'impresa che opera la strategia

di disinvestimento, la disponibilità di risorse dell'impresa, la performance delle imprese prima di operare il disinvestimento, la presenza o meno di crisi finanziarie contestualmente alla scelta di disinvestire, il valore del *deal* e, infine, l'intensità dei *competitors*. Tra di esse, non per tutte è stata registrata una relazione abbastanza significativa tale da giustificare un'influenza sull'esito del disinvestimento; procedendo più avanti, si vedrà nello specifico per quali variabili si può considerare l'effetto moderatore sulla relazione tra disinvestimenti e *LIVA* e per quali invece tale effetto non può essere riconosciuto.

Nella seguente tabella, vi è un riepilogo completo delle variabili prese in considerazione prima di effettuare la regressione vera e propria.

	<b>Variable</b>	<b>Obs</b>	<b>Mean</b>	<b>Standard Deviation</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
1	<b>Year</b>	34455	2012	4.320.556	2005	2019
2	<b>Liva</b>	27710	13854.93	7.998.824	1	27706
3	<b>Number of divestment</b>	1502	1.314.248	.7681515	1	8
4	<b>Mode of Divestment</b>	1145	1.198.253	.559405	1	3
5	<b>Firm age</b>	34455	8.711.421	1.163.694	0	53
6	<b>Firm slack</b>	34455	1.866.644	8.241.276	0	6.085.608
7	<b>Deal value</b>	1145	476601.9	1006977	2545.63	1.26e+07
8	<b>Pre restructuring performance (ROA)</b>	34455	.0044102	.6871975	-104.125	5.708.814
9	<b>Firm performance IndustryAdjusted</b>	34455	.0247923	2.735.021	-3.233.359	9.899.233
10	<b>Competitors</b>	34455	165.067	2.976.093	0	1241
11	<b>Financial crisis</b>	34455	.8	.4000058	0	1
12	<b>Ticker</b>	34455	1149	6.630.963	1	2297
13	<b>US state</b>	34395	2.698.692	1.589.963	1	54

Tabella 1: Statistiche descrittive

Nella tabella risultano inseriti anche la variabile anno, che indica gli anni di osservazione che vanno dal 2005 al 2019 per ogni impresa e il *ticker*, il quale risulta essere il codice con il quale si identifica l'impresa all'interno del database.

Per quanto riguarda i risultati della regressione, invece, sono presentati nella tabella seguente.

LIVA (variabile dipendente)	Coef.	Std.Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
1 Number of divestments (variabile indipendente)	6.332.753	3.304.446	1.92	<b>0.055</b>	-1438417 1280935
2 Divestment mode	-954.201	5.343.041	-0.18	0.858	-1142637 9517967
3 US state	1.639.072	1.752.566	0.94	0.350	-1795895 5074039
4 Firm age	-1.146.807	2.116.737	-0.54	0.588	-5295536 3001922
5 Firm slack	-2.200.487	1.052.535	-2.09	<b>0.037</b>	-4263418 -1375557
6 Firm performance Industryadjusted	-5.696.973	2.933.347	-0.19	0.846	-6318953 5179558
7 Pre restructuring performance (ROA)	13005.53	2.796.143	4.65	<b>0.000</b>	7525.19 18485.87
8 Financial crisis	3.434.922	6.511.914	5.27	<b>0.000</b>	2158.61 4711233
9 Deal value	.0003986	.0002821	1.41	0.158	-.0001543 .0009515
10 Competitors	.4193086	1.685.829	0.25	0.804	-2884856 3723473

Tabella 2: Risultati della regressione

Il punto di partenza dell'analisi è la verifica del *p value* il cui valore soglia in questo caso è stato fissato a 0.10; la sua funzione è quella di stabilire quali siano le variabili significative, ovvero quelle variabili che possono essere prese in considerazione come giustificative dell'andamento del LIVA. Di conseguenza, nella nostra analisi risulteranno significative le variabili *number of divestment*, *firm slack*, *Pre restructuring performance (ROA)*, *Financial crisis*; nella tabella risultano evidenziate in grassetto. Per quanto riguarda tutte le altre, invece, sono tutte caratterizzate da *p value* superiore a 0.10, pertanto non possono essere prese in considerazione come giustificative del particolare andamento relativo alla creazione di valore nel lungo periodo.

Scendendo più nel dettaglio e procedendo con ordine, la variabile indipendente scelta, ovvero il numero di disinvestimenti (*Number of divestment*), risulta essere significativa nello spiegare l'andamento della misura LIVA in seguito all'operazione di disinvestimento (*p value* < 0.10). In particolare, l'osservazione di tale variabile all'interno del database ha registrato ben 1500 operazioni di *divestiture* nei 15 anni di osservazione; all'interno dello studio, nella maggior parte dei casi si tratta di imprese che hanno effettuato almeno una operazione di disinvestimento durante l'anno di osservazione o nessuna. In pochi casi, infine, si tratta di imprese che durante l'anno hanno effettuato più di un'operazione contemporaneamente; per precisione, le imprese che hanno effettuato più di un disinvestimento durante l'anno sono circa il 26% del totale delle imprese che hanno effettuato disinvestimenti negli anni di osservazione.

Da quanto si evince dalla tabella il numero dei disinvestimenti influenza in maniera positiva la LIVA. Pertanto, al crescere del numero dei disinvestimenti effettuati da parte di un'impresa, vi sarà una tendenza della stessa a generare più valore nel lungo periodo. In questo modo si crea una relazione positiva tra le due grandezze, che potrebbe potenzialmente spingere le imprese ad implementare delle

scelte di disinvestimento in determinate situazioni in modo da favorire la generazione di ricchezza per gli investitori e, come conseguenza, la crescita ulteriore per l'impresa nel lungo periodo.

Essa rappresenta la relazione più importante in quanto l'ipotesi iniziale era proprio quella secondo la quale il disinvestimento, e in particolare quello proattivo, generasse valore per l'impresa, sia nel breve termine che nel lungo. Studiando l'andamento del *LIVA* in conseguenza all'avvenire di uno o più disinvestimenti nel corso della vita aziendale è possibile affermare che tale relazione sia reale e confermata; in questo modo, la chiave di lettura della strategia di disinvestimento assume interpretazioni che possono valorizzare tale scelta dal punto di vista strategico e di crescita aziendale in maniera più propositiva, non considerandola più esclusivamente come una sorta di correzione per un errore compiuto precedentemente.

Successivamente all'analisi della relazione tra variabile dipendente e indipendente, risulta utile analizzare quali possano essere le variabili che possono moderare in positivo o in negativo tale relazione.

Partendo dalla modalità con la quale avviene il disinvestimento (*Divestment mode*), è stato detto che esso può distinguersi in *spin-off*, *sell-off* e *equity carve-out*. Nel caso in analisi, dette modalità vengono chiamate per convenzione *exit new stake*, *exit* o *partial exit*. Analizzando l'insieme di aziende a disposizione, si nota che per ben il 90% circa si tratta di strategie di *exit*, ovvero di *sell-off*. Questo evidenzia una preferenza ad effettuare una vendita totale dell'unità di business in questione a sfavore delle altre due modalità che rispettivamente si verificano per il 7% circa nel caso di *exit new stake* e del 2% nel caso di *partial exit*. Dall'analisi di regressione, risulta, però, che la modalità attraverso la quale avviene l'operazione di *divestiture* non incide nel percorso di creazione di valore in maniera considerevole ( $p \text{ value} > 0.10$ ); ciò significa che l'andamento dell'operazione di disinvestimento, ovvero la creazione di valore nel lungo termine, non è condizionato dalla modalità con la quale avviene. In particolare, la sua influenza, se la variabile dovesse soddisfare il requisito della significatività, sarebbe leggermente negativa.

Per quanto riguarda la variabile *US state* con essa viene presa in considerazione lo Stato in cui avviene la cessione. Nel database in analisi sono presenti tutti gli stati federali degli Stati Uniti d'America, ciò significa che almeno un'operazione di disinvestimento nei 15 anni di osservazione è stata effettuata in ognuno di essi. In particolare, vi è un'alta concentrazione di operazioni in 5 stati, ovvero CA (California), IL (Illinois), NY (New York), PA (Pennsylvania) e TX (Texas). Questo particolare evidenzia il fatto che, probabilmente, in questi stati sono presenti regolamentazioni più favorevoli rispetto ad altri per questo genere di operazione e, di conseguenza, per le aziende risulta più facile optare per una strategia di disinvestimento piuttosto che per altre strategie di crescita. Tuttavia, dall'analisi di regressione si nota come tale variabile non abbia una relazione particolarmente

significativa con la creazione di valore a lungo termine, ( $p\ value > 0.10$ ) come se, quindi, la scelta dello stato in cui operare il disinvestimento non sia un aspetto da prendere in considerazione in maniera determinante. In particolare, tale scelta, nel caso in cui la variabile fosse al di sotto del limite scelto come  $p\ value$ , modererebbe positivamente la relazione tra la *LIVA* e il numero di disinvestimenti.

Procedendo con le altre variabili moderatrici, l'età aziendale (*Firm age*) è quella variabile che analizza l'anzianità dell'impresa, ovvero da quanti anni essa è operativa dopo essere stata quotata in borsa. Essa varia da 2 anni fino ad arrivare a oltre 50 anni di attività. Nel *cluster* di aziende preso in considerazione si tratta di aziende con in media almeno 9/10 anni di attività dopo la quotazione in borsa. Per quanto riguarda la sua influenza sulla relazione tra il numero di disinvestimenti e la creazione di valore, avendo un  $p\ value$  superiore al valore soglia, non sembra essere un fattore moderatore importante. Se anche in questo caso volessimo considerare il potenziale effetto prodotto dalla longevità dell'impresa, nel caso in cui tale variabile fosse significativa, potremmo dire che essa modera negativamente il rapporto tra disinvestimenti e *LIVA*.

La disponibilità delle risorse (*Firm slack*) rappresenta un fattore centrale nell'analisi in questione che, di fatti, può avere un effetto moderatore nella relazione tra numero di disinvestimenti e *LIVA*. Si tratta di un concetto che può essere considerato opposto alla carenza, o meglio alla scarsità, di risorse. Se messa a paragone proprio con la mancanza di risorse, allora la *firm slack* può essere considerata come abbondanza di risorse, al contrario della *resource constraints* che può essere considerata come disponibilità limitata. Tuttavia, l'effetto dovuto all'abbondanza di risorse a disposizione dell'azienda o la mancanza delle stesse potrebbe essere diverso a seconda della situazione, non per forza l'abbondanza potrebbe essere considerata come un fattore positivo o negativo; lo stesso si può dire per la limitatezza di esse. In questo caso, in termini di *firm slack* bisogna innanzitutto dire, come anticipato prima, che si tratta di una variabile che ricopre una certa significatività nello spiegare la relazione tra numero di disinvestimenti e creazione di valore nel lungo periodo, avendo di fatti  $p\ value$  inferiore al valore soglia prestabilito; si può dire, guardando la tabella, che si tratta di un effetto negativo sulla relazione, avendo segno negativo il coefficiente relativo a detta misura.

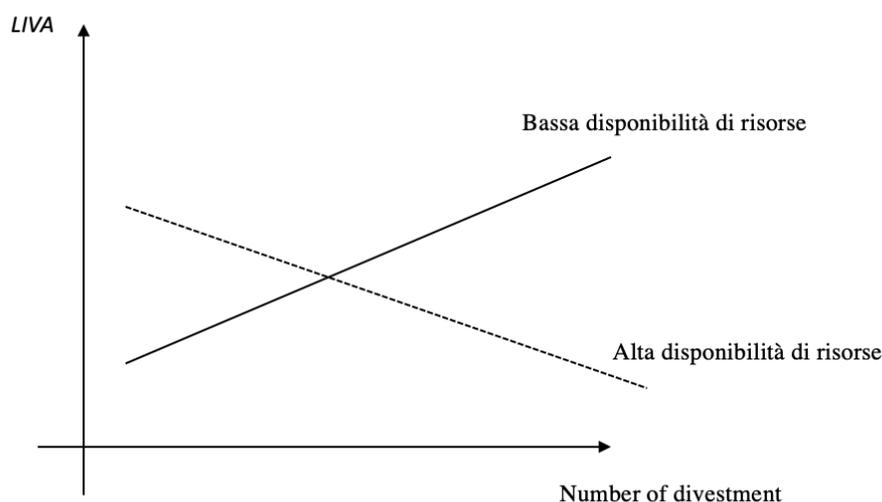


Figura 8: Effetto moderatore *firm slack* (fonte: elaborazione personale)

Con la variabile *Firm performance Industry adjusted (ROA)* si intende la performance dell'impresa, prendendo come misura di base il ROA, al quale viene sottratta la media del ROA del settore di appartenenza dell'impresa e facendo una media sugli ultimi 2 anni di attività. Questo indicatore ha, quindi, l'obiettivo di verificare se e quanto si discosta la performance dell'impresa dalla media dell'*industry* di appartenenza, calcolando quindi la sovra o sotto performance. Nel nostro studio risulta essere un elemento che non sembra avere una forte relazione con il rapporto esistente tra il numero di disinvestimenti e la *LIVA* ( $p\ value > 0.10$ ), a tal punto che, di fatti, non produce grossi effetti su di esso o comunque non è in grado di modificare in maniera evidente l'andamento dello stesso.

Passando invece alla performance precedente al disinvestimento misurata attraverso il *return on assets, ROA (pre restructuring performance)*, essa viene presa inserita tra le potenziali variabili di controllo in quanto generalmente, guardando anche a studi precedenti, è stata spesso indicata come una discriminante importante delle scelte strategiche che ogni azienda può prendere nel corso della sua esistenza. Basandosi sull'analisi effettuata, anche in questo caso risulta essere un fattore rilevante nella relazione tra disinvestimenti e creazione di valore nel lungo periodo, poiché, di fatti, si tratta di una variabile con  $p\ value$  inferiore alla soglia di rifiuto ( $p\ value < 0.10$ ); ciò significa che in una decisione di cessione di un ramo aziendale il ROA rappresenta un elemento che può condizionare in maniera consistente tale scelta in una direzione piuttosto che in un'altra. L'analisi di regressione, in

particolare, permette di affermare che il ROA ha un'influenza positiva sul rapporto tra disinvestimenti e creazione di valore nel lungo periodo; ciò rappresenta il fatto che se la situazione precedente alla scelta del disinvestimento presenta una performance positiva, quindi un ROA positivo, allora l'operazione di disinvestimento dovrebbe portare a risultati positivi nel lungo periodo, non considerando altri elementi.

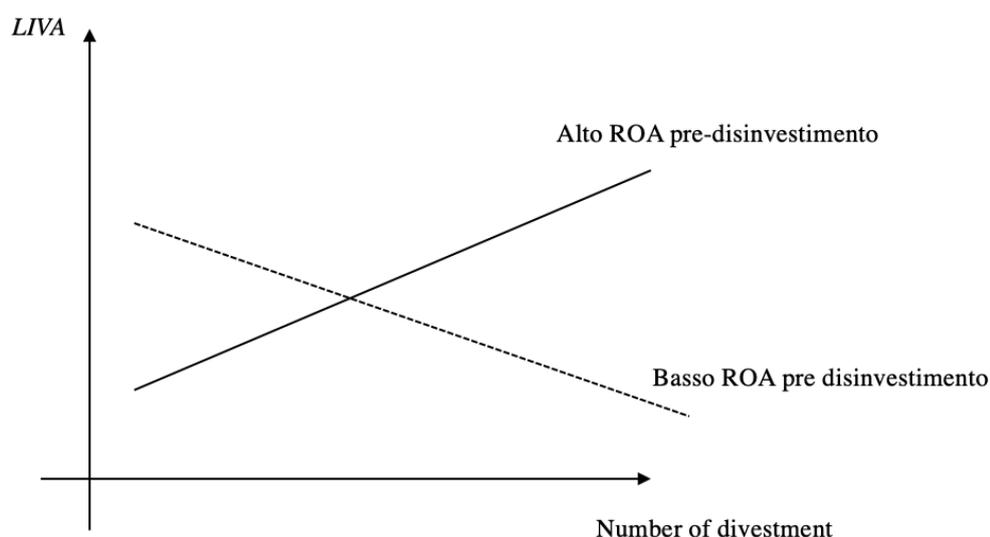


Figura 9: Effetto moderatore del ROA pre-disinvestimento (fonte: elaborazione personale)

Continuando nella nostra analisi, si passa quindi allo studio della presenza o meno di crisi finanziaria (nella tabella *financial crisis*). Con essa si intende se precedentemente all'implementazione della scelta di operare un disinvestimento l'impresa riversi in una situazione di difficoltà finanziaria o se dovesse essere l'intero settore di appartenenza a dover sostenere un evento del genere. Di fatti, la presenza o meno di una situazione del genere può favorire o sfavorire l'implementazione di una scelta di cessione da parte delle imprese. In questo caso, si può affermare *in primis* che si tratta di una variabile che può avere un effetto moderatore sulla relazione tra disinvestimenti e creazione di valore nel lungo periodo ( $p\ value < 0.10$ ). Successivamente, proseguendo l'analisi della tabella si evince che si tratta di un effetto moderatore positivo sulla stessa, che quindi agisce in maniera favorevole sulla generazione di valore a lungo termine.

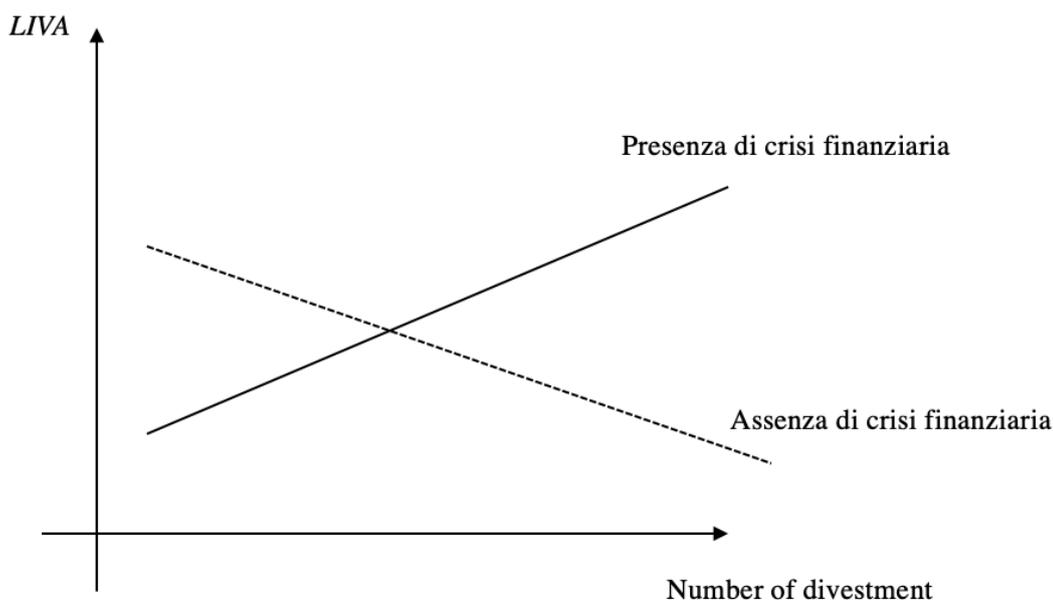


Figura 10: effetto moderatore *financial crisis* (fonte: elaborazione personale)

Il valore della cessione (*deal value* in tabella) potrebbe rappresentare un ulteriore elemento trainante o respingente l'eventuale cessione. Di fatti, potrebbe far gola alla società madre ricevere liquidità nel breve termine per far fronte a ulteriori investimenti o a situazioni di difficoltà economica, così come potrebbe, invece, essere un fattore contrario se la valutazione e le offerte ricevute dovessero essere eccessivamente inferiori al valore reale dell'unità di business. Focalizzandosi sull'analisi di regressione risulta, però, che questa determinante non ha un ruolo rilevante nella relazione tra disinvestimenti e *LIVA* ( $p\ value > 0.10$ ). Ciò significa che il valore della potenziale cessione non agisce da fattore di spinta o di repellente in maniera così forte nella scelta di operare un'operazione di *divestiture*. Anche il valore del coefficiente risulta molto basso per poter azzardare lontanamente l'ipotesi secondo la quale il *deal value* possa guidare la scelta del top management nella strategia di crescita.

Infine, l'ultima variabile che potenzialmente potrebbe avere qualche effetto sull'opzione di crescita del disinvestimento è rappresentata dall'intensità della competizione (*competitors*) presente nell'arena di attività dell'impresa. Anche questa potrebbe essere un fattore che potenzialmente potrebbe spronare le imprese a fare del loro meglio se dovesse esserci un'alta percentuale di *competitors* e, quindi, spingerle a eliminare quei rami d'azienda improduttivi o che comunque non sono sfruttati adeguatamente. Al contrario, un basso livello di competizione potrebbe agire da agente

soporifero in quanto potrebbe portare le aziende a “cullarsi” sui loro tradizionali *modi operandi*, sempre che questi siano in una certa misura positivi, e di conseguenza a non intraprendere alcuna azione innovativa o comunque di crescita e quindi, per esempio, di disinvestimento. Tramite l’analisi di regressione effettivamente viene parzialmente confermata questa ipotesi, ovvero al crescere della competitività del settore, della *industry* o del prodotto offerto effettivamente risulta essere presente anche una maggiore percentuale di disinvestimenti e, conseguentemente, di valore azionario creato. Tuttavia, per poter dare una discreta forza a tale affermazione è necessario che il *p value* di tale variabile sia inferiore al limite soglia di 0.10, situazione che dall’analisi non perviene e per la quale non ci è permesso di selezionare la variabile *competitors* come moderatrice del rapporto tra il numero dei disinvestimenti e la *LIVA*.

Riassumendo, quindi, quanto detto nelle righe precedenti, il punto di partenza per l’analisi dei *driver* che possono spingere la scelta del disinvestimento in una direzione o in un’altra, è lo studio di essi attraverso un’analisi di regressione, e, contestualmente ad essa, la determinazione della soglia del *p value* pari a 0.10, in modo da poter studiare la significatività della relazione tra la variabile presa in considerazione e il rapporto tra il numero di disinvestimenti e la misura *LIVA*. Questa asserzione permette di fare, quindi, una scrematura tra le variabili di controllo selezionate in partenza. *In primis*, ovviamente, è stato studiato il rapporto tra il numero di disinvestimenti, inteso quasi come la volontà di scegliere effettivamente di operare un disinvestimento, e l’indicatore di creazione di valore nel lungo periodo (*LIVA*). È risultato un *p value* inferiore al valore soglia che pertanto ci ha permesso di confermare che esista effettivamente una relazione tra variabile dipendente e variabile indipendente. Procedendo maggiormente nello specifico, tramite l’analisi di regressione è stato possibile riscontrare una relazione positiva tra le variabili, stante a significare, quindi, che al crescere del numero di disinvestimenti cresca anche nel lungo periodo la creazione di valore per gli investitori dell’impresa *i-esima*. Questo permette di rifiutare l’ipotesi secondo la quale il disinvestimento è uno strumento meramente di correzione che permette di ottenere effetti nel breve termine positivi per poi, nel lungo periodo, disperderli o, al contrario, produrre effetti negativi, ipotesi tipica riscontrata nell’approfondimento degli studi precedenti.

Successivamente siamo passati quindi alla verifica delle ulteriori variabili di controllo, che, di fatti, hanno il compito di studiare quali siano gli effetti di determinati effetti secondari sulla relazione tra il numero di disinvestimenti e il valore creato dagli stessi nel lungo termine. Tra di esse, alcune sono state in grado di rientrare tra quelle più significative per spiegare tale relazione, e di fatti il loro *p value* è stato riscontrato al di sotto del valore soglia di 0.10, mentre altre non sono state in grado di avere la stessa funzionalità poiché risultano avere sfiorato tale limite. Tra le prime rientrano la disponibilità di risorse (*firm slack*), la performance misurata dal ROA precedente al disinvestimento

(*pre restructuring performance, ROA*) e la presenza di crisi finanziarie (*financial crisis*). Tra le seconde invece vi sono tutte le restanti, ovvero la modalità di disinvestimento (*divestment mode*), lo stato federale di appartenenza (*US state*), gli anni di attività dopo la quotazione in borsa dell'impresa (*firm age*), la performance dell'impresa corretta dalla media del settore, espressa sempre in termini di ROA (*Firm performance industry adjusted, ROA*), il valore della cessione (*deal value*) e, infine, l'intensità della competizione (*competitors*).

Partendo dalle variabili di controllo significativamente rilevanti, la disponibilità di risorse, che potrebbe essere intesa come "abbondanza" di risorse, risulta avere un *p value* pari a 0.037, inferiore al valore soglia e sufficientemente considerevole per avere un effetto moderatore tra il numero di disinvestimenti e il valore creato. Di fatti, esso possiede una relazione negativa con le due variabili, il che significa che la disponibilità delle risorse potrebbe agire da fattore contrastante nella scelta del disinvestimento.

Per quanto riguarda le altre due variabili significative, ovvero la performance prima delle ristrutturazione misurata con il ROA e la presenza di crisi finanziarie, entrambe presentano *p value* pari a 0.00, il che significa che il loro effetto moderatore risulta essere molto importante nella relazione tra variabile dipendente e indipendente. In particolare, relativamente alla prima abbiamo potuto notare che la forte relazione esistente tra le variabili è di segno positivo. In altri termini ciò significa che a livelli più elevati di ROA nei periodi precedenti al disinvestimento, allora sarà molto probabile conseguire un disinvestimento che porti effetti positivi nella vita aziendale. Allo stesso modo, la presenza di crisi finanziarie, essendo correlata positivamente alla creazione di valore e al numero di disinvestimenti, favorisce l'implementazione di queste decisioni strategiche, e può comportare effetti positivi a lungo andare.

Focalizzandoci, invece, sulle altre tipologie di variabili, quelle non significative, nel corso del capitolo sono state analizzate singolarmente, e ora saranno trattate più sinteticamente in modo da avere un quadro d'insieme più chiaro.

Di fatti, si tratta di variabili che presentano *p value* superiore al valore soglia di 0.10 e pertanto non possono essere prese in considerazione per spiegare la direzione che la relazione tra disinvestimenti e creazione di valore a lungo termine può prendere. Tuttavia, al di là della significatività, può risultare utile studiare quanto meno il senso di questa relazione a seconda di ogni variabile di controllo. Pertanto, partendo dalla modalità con la quale avviene il disinvestimento, essa è legata con segno negativo alla relazione tra disinvestimenti e *LIVA*; ciò significa che se essa fosse stata una variabile significativa, allora indicherebbe il fatto che la scelta tra *spin-off*, *sell-off* ed *equity carve-out* sarebbe da prendere con molta attenzione, in quanto nella maggior parte dei casi potrebbe portare a effetti negativi se dovesse essere erronea. Per quanto riguarda, invece, la scelta dello stato federale in cui

avviene l'operazione di *divestiture* essa, nel caso in cui fosse stata significativa, avrebbe moderato positivamente il rapporto tra disinvestimenti e creazione di valore, implicando quindi la preferenza di determinati stati con regolamentazioni più favorevoli rispetto ad altri nei quali le condizioni per operare un disinvestimento non risultino così vantaggiose. La variabile che misura gli anni di attività delle imprese presenta anch'essa un coefficiente negativo, stante a significare il fatto che, probabilmente, più è longeva l'impresa più difficile sarà optare per una scelta di disinvestimento e che essa produca effetti positivi nel lungo periodo, mentre le imprese più giovani dovrebbero essere più favorevoli a una scelta in tal senso, il che potrebbe generare risultati positivi. Per quanto riguarda invece la *firm performance industry adjusted – ROA*, si tratta di una variabile che, sempre se avesse avuto un *p value* inferiore al valore soglia, avrebbe moderato negativamente il rapporto tra numero di disinvestimenti e creazione di valore a lungo termine. Parlando, invece, del valore del *deal* si può notare dalla tabella, come esso in realtà sfiori di poco il limite stabilito per prendere in considerazione una variabile come significativa, e, di conseguenza, potrebbe essere considerato in un'altra posizione rispetto alle altre variabili di controllo, godendo quindi di maggiore attenzione. In particolare, si tratta di una determinante che, se avesse un *p value* leggermente inferiore, sarebbe considerata come un fattore moderatore in maniera positiva, come a voler significare che il valore della cessione potrebbe incitare le imprese a spingere per chiudere le operazioni di disinvestimento per ottenere, oltre che benefici nel breve termine, anche conseguenze positive nel lungo periodo. Infine, passando allo studio dell'intensità della concorrenza, anche questa variabile presenta un *p value* eccessivamente alto per poter essere considerata come significativa, e, facendo anche in questo caso un discorso ipotetico sulle possibilità di influenza di tale variabile sulla relazione tra disinvestimenti e creazione di valore, si può dire che una concorrenza più forte potrebbe portare più facilmente a scelte di disinvestire determinate unità di business e, contestualmente, questa scelta comporterebbe effetti positivi sulla vita dell'impresa.

Possiamo quindi dire che la relazione fondamentale tra numero di disinvestimenti e *LIVA* sussiste in maniera consistente ed è positiva, per cui la scelta di disinvestire comporta conseguenze positive a lungo termine per la vita e il successo aziendale. Allo stesso tempo, tale relazione è favorita da una performance prima del disinvestimento, misurata tramite il *ROA*, positiva e da eventuali crisi finanziarie. Dall'altro lato, invece, la disponibilità di risorse agisce in maniera contraria, sfavorendo tale relazione. Per quanto riguarda invece le altre variabili oggetto di studio, è stato verificato che in realtà esse non hanno una forte significatività nei confronti della relazione tra disinvestimenti e creazione di valore nel lungo termine.

Una volta conclusa la trattazione dei risultati in maniera descrittiva in questo capitolo, il prossimo sarà oggetto di una vera e propria discussione dei risultati più importanti dopo l'analisi di regressione

effettuata, cercando di capire perché sono stati ottenuti tali risultati, anche con il supporto di teorie che possono permettere di capire meglio l'andamento delle relazioni in analisi.

## Capitolo 4: DISCUSSIONI

Nel seguente capitolo verrà affrontato un approfondimento critico sui risultati che sono stati ottenuti tramite l'analisi di regressione, descritti nel precedente capitolo e, più in generale, con l'intero studio dell'elaborato.

Come detto prima, è risultata esistere una relazione tra il numero dei disinvestimenti e la creazione di valore nel lungo periodo (*LIVA*). Inoltre, si è notato che tale relazione è positiva, per cui crescendo il numero di disinvestimenti operati aumenta anche il valore creato nel lungo periodo. Contestualmente, sono state analizzate altre variabili, di controllo, le quali hanno come obiettivo quello di capire quali possano essere i fattori che influenzano la relazione tra variabile dipendente e indipendente. In sintesi, è risultato che le variabili significative, ovvero che riescono in tale compito di spiegare l'andamento della relazione, sono la *firm slack*, la performance pre disinvestimento dell'impresa misurata tramite il ROA, e, infine, la presenza di crisi. Queste tre variabili sono significative in quanto è risultato per tutte un  $p\text{ value} < 0.10$ , a differenza delle altre che quindi sono state scartate per lo studio di una eventuale funzione moderatrice della relazione disinvestimenti-*LIVA*.

Date tali premesse, si può procedere quindi alla spiegazione di quali possano essere le motivazioni sottostanti tali risultati.

La struttura del capitolo quindi sarà la seguente: nella prima parte saranno discussi i risultati dell'analisi e si cercherà di andare a fondo alle interpretazioni che possono illustrare il rapporto esistente tra i diversi fattori studiati. In particolare, la discussione verterà sulle principali relazioni che sono state trovate attraverso l'analisi di regressione, e, quindi, come mai le operazioni di disinvestimento e la *LIVA* hanno una relazione positiva; perché i periodi di crisi possono influenzare positivamente la stessa relazione; ancora, perché la performance prima dell'operazione modera positivamente la relazione tra variabile dipendente e indipendente e, infine, come mai la disponibilità delle risorse agisce da moderatore in negativo sulla relazione.

Il capitolo si concluderà con un focus sulle conseguenze potenziali della pandemia dovuta al Coronavirus-19 sulle strategie e le operazioni di disinvestimento delle imprese. In particolare verrà analizzata una ricerca effettuata dalla società di consulenza Bain&Company la quale si focalizza proprio su questo tema, mettendo in evidenza quali possano essere i trend futuri legati alle operazioni di disinvestimento.

L'elaborato terminerà con la presentazione delle conclusioni successivamente al seguente capitolo.

## 4.1 Analisi dei risultati

Il punto di partenza di questo studio è stato la possibilità di utilizzare la scelta del disinvestimento come una strategia di crescita. Con questa affermazione si vuole considerare il disinvestimento come una delle tante alternative che le imprese hanno per poter proseguire nel loro percorso di costruzione del valore, all'interno di una programmazione curata e razionale. L'obiettivo della ricerca è stato, quindi, quello di estinguere, in parte, la visione tipica delle operazioni di *divestiture* esclusivamente come uno strumento correttore di qualche scelta strategica precedente che si è rivelata fallimentare, o come risolutore di disfunzioni organizzative o finanziarie.

Per riuscire in questo intento, quindi, la condizione necessaria affinché il disinvestimento possa essere visto come una strategia di crescita, consiste nella creazione di valore nel lungo termine in conseguenza alle operazioni di scissione o vendita. Innanzitutto, è risultato, allora, fondamentale verificare l'esistenza di una possibile relazione tra l'operazione di disinvestimento messa in atto da una determinata impresa e la sua capacità di creare valore. Per fare ciò, sintetizzando quanto detto nei capitoli precedenti, è stata effettuata un'analisi di regressione tra le due variabili della relazione, ovvero il numero di disinvestimenti, quale variabile indipendente, e l'indicatore *LIVA*, quale variabile dipendente. È stata rinvenuta, quindi, una relazione tra le due variabili e, in particolare, di segno positivo: per ogni disinvestimento effettuato da un'impresa, il valore creato nel lungo periodo per gli investitori va crescendo. Questa è una relazione che diventa centrale in questo studio, in quanto permette di giustificare l'operazione di disinvestimento come una scelta proattiva, ragionata del top management che vuole far proseguire l'impresa lungo la direttrice del suo percorso di crescita.

La scelta dell'indicatore *LIVA*, come misura del valore creato in seguito a una operazione di disinvestimento, risulta essere già un elemento importante nella ricerca, in quanto si tratta di un primo elemento di discontinuità rispetto al passato per due motivazioni principali. La prima risiede nel fatto che, spesso, in letteratura per misurare l'impatto di un'operazione del genere sulle performance delle imprese, si è fatto riferimento al breve-medio termine, ad archi temporali, quindi, piuttosto ristretti. Infatti, una comunissima misura utilizzata per verificare gli effetti di una scelta di *divestiture* è l'*abnormal return*, ovvero il ritorno economico "anormale" per l'investitore, in seguito a una particolare operazione, che in questo caso sarebbe il disinvestimento. In questo caso, tale metrica può andare bene se l'obiettivo della misurazione dovesse essere quel piccolo intervallo temporale che va da poco tempo prima a poco tempo dopo l'operazione di *selling*. Nel momento in cui si vuole misurare una performance in un periodo di tempo più prolungato, tale misura non può essere più utilizzata, o comunque potrebbe rivelarsi non adatta a questo tipo di studio, in quanto si basa sul presupposto errato che il mercato non "sbagli" mai, ovvero sia movimentato solamente dalla razionalità perfetta

degli investitori. Un secondo motivo per il quale l'utilizzo del *LIVA* rappresenta un punto di rottura rispetto agli studi precedenti, è rappresentato dal fatto che, sempre in termini di misurazione della performance aziendale, spesso vengono utilizzati rapporti tra due grandezze economiche, come nel caso del ROA o del ROE, i quali sono stati utilizzati in numerosi studi per verificare l'andamento delle performance delle aziende. Sebbene possano trovarsi utili per ottenere dei confronti tra imprese diverse, proprio la caratteristica della relatività rappresenta allo stesso tempo un limite per gli stessi indicatori. Il limite principale è rappresentato dal fatto che, essendo delle misure relative, possono essere oggetto di una rappresentazione erronea della realtà, dovuta al fatto che l'andamento di un'impresa può essere mascherato dall'appartenenza a un determinato settore, che, per esempio, risulta inflazionato e, quindi, crea una grande bolla. Questo potrebbe comportare l'enfatizzazione di determinati risultati che si discostano dal reale andamento economico degli stessi protagonisti di tali risultati. Tali problemi risultano risolti attraverso l'utilizzo del *LIVA*, in quanto si tratta *in primis* di una variabile che vede la sua utilità nell'utilizzo prolungato nel tempo e, quindi, questo elimina il problema dovuto a misurazioni che a lungo andare possono perdere la loro veridicità. Dall'altro lato essa è una misura assoluta, che permette di catturare la dimensione reale di una determinata operazione e che, di conseguenza, non può essere affetta da determinate influenze temporali dovute a particolari eventi che affliggono un intero settore o la singola azienda. È scontato dire che, ovviamente, anche in questo caso non si tratta di una misura che può essere considerata perfetta in ogni sua componente, ma sicuramente si tratta di un indicatore che, per gli scopi che vogliono essere raggiunti in questo studio, si presta nel modo migliore rispetto alle altre misure disponibili.

Passando adesso alla vera e propria analisi delle diverse relazioni che sono state evidenziate nel capitolo precedente, può essere conveniente partire dalla discussione della relazione esistente tra i disinvestimenti e la creazione di valore a lungo termine.

Come detto prima, il disinvestimento è una strategia utilizzata, in alcuni casi, in periodi spesso non floridi delle imprese, in altri si tratta di un'opzione di crescita impiegata per estrapolare più valore da quanto già posseduto in azienda. Dal suo utilizzo risulta deducibile, quindi, che si tratti di una strategia che, almeno nel breve termine, ha il compito e l'obiettivo di creare valore per l'impresa, sia dal punto di vista dell'entità impresa che da quello degli investitori. Dagli studi effettuati in precedenza, risulta chiaro che sia di visione comune che almeno nel breve periodo il disinvestimento riesca in questo intento; quello che, invece, è meno chiaro è proprio il comportamento nel lungo periodo delle performance aziendali in seguito a un'operazione del genere.

Il punto di partenza per capire meglio quali possano essere le determinanti di tale rapporto, è sicuramente il risultato che è stato ottenuto dallo studio del database. Tramite l'analisi di regressione è stato possibile, infatti, verificare l'esistenza di una relazione positiva tra i disinvestimenti e la

creazione di valore nel lungo periodo. Questo sta a significare che, almeno statisticamente, è provato il fatto che la scelta di effettuare un'operazione di disinvestimento abbia come conseguenza la creazione di valore per gli investitori, anche a lungo andare.

La statistica da sola, però, non può bastare a spiegare il rapporto tra disinvestimenti e *LIVA*. Di fatti, è possibile ipotizzare diverse fattispecie che favoriscono tale relazione.

Partendo dalla più scontata ed evidente, sicuramente l'operazione di disinvestimento, almeno in linea teorica, permette di evitare lo spreco di risorse. Con questa affermazione si intende che la dismissione ha come obiettivo quello di vendere quei business che sono diventati obsoleti con il passare del tempo, o che comunque non sono più produttivi per come dovrebbero essere. Tali business richiedono comunque un utilizzo di risorse aziendali che, però, sotto il punto di vista della conversione in valore non conviene più continuare a “nutrire” tramite l'apporto di nuove fonti e, quindi, può risultare più conveniente eliminarli direttamente dall'impresa. I risultati di una strategia del genere, oltre che nel breve termine in quanto sarebbe possibile raccogliere denaro nell'immediato, si verificano nel lungo termine in quanto l'impresa, se dovesse adoperare questa tipologia di scelta in maniera costante nel tempo, rimarrebbe sempre al passo con i tempi, rendendosi in un certo senso “moderna” con gli ultimi *trend* o tecnologie presenti nel mercato. In questo modo, viene garantita l'efficienza della stessa, implicando quindi un utilizzo ottimale dei propri mezzi produttivi e non solo per competere nella sua *industry* nel migliore dei modi; questo atteggiamento alla lunga può portare la stessa azienda a creare maggiore ricchezza rispetto ai suoi *competitors*, riuscendo, di fatti, a conquistare un importante vantaggio competitivo, necessario per garantire la sostenibilità della stessa. Sebbene si tratti sicuramente di un aspetto positivo del disinvestimento, che vede i suoi frutti anche nel lungo termine, è corretto dire che comunque non si tratta di una qualità di estrema facilità da ritrovare nel management, perché, di fatti, esso deve essere capace di cogliere in tempo “l'anzianità” del business oggetto di vendita e ottimizzare quanto ricavato dalla stessa, atteggiamento che, invece, si trova all'opposto del tradizionale *modus operandi* del management e della proprietà: entrambi, per lo più i primi, sono in genere più restii a cambiamenti aziendali che richiedono una scelta del genere, a maggior ragione se si tratta di business che non accusano sintomi di palesi difficoltà ma solamente piccoli segnali di decadenza. È per questo, quindi, che la preparazione del top management deve essere di alto livello, in modo da capire quali siano i momenti e le modalità di crescita da dover scegliere a seconda della situazione in cui l'azienda risiede, tenendo in alta considerazione anche le operazioni di disinvestimento.

Un aspetto importante che, invece, può trasformarsi in un vero e proprio punto di forza, maggiormente difendibile in quanto non replicabile con la stessa facilità, è sicuramente l'effetto del disinvestimento sull'attività innovativa dell'impresa. Con questa proposizione si intende il fatto che il disinvestimento

permette di ottenere conseguenze su diversi aspetti strutturali dell'impresa, come il dipartimento di ricerca e sviluppo (R&S) e il top management che si occupa di redigere le linee strategiche a lungo andare dell'impresa. Di fatti, cedere un business all'esterno dell'azienda o quotarlo in borsa vendendo una percentuale di minoranza, permette sicuramente di ottenere degli introiti che, quindi, possono successivamente essere spesi all'interno della stessa in maniera più produttiva. L'attività innovativa dovrebbe essere sicuramente privilegiata nella spartizione degli investimenti successivi al *divestiture*, poiché si tratta di un'attività centrale nelle aziende, soprattutto quelle che risiedono in settori ad alta intensità tecnologica. Fare leva sulla R&S potrebbe trasformarsi in un punto di forza parecchio rilevante, in quanto l'attività innovativa potrebbe permettere di ottenere importanti novità sia dal punto di vista tecnico che dal punto di vista strutturale, in grado di solcare dei *gap* evidenti con i concorrenti del settore di attività dell'impresa. Si tratta, infatti, di un'attività che sprona l'azienda e il management ad essere sempre all'avanguardia, a guardare oltre quello che già si possiede e a tendere quindi costantemente al futuro. Un atteggiamento del genere, nella pratica, si traduce nel miglioramento delle tecniche produttive, dei prodotti o servizi offerti, della gestione operativa dei diversi dipartimenti e tanti altri aspetti sia a livello operativo che strategico. Se a questo si aggiungono tutte quelle forme di protezione che permettono la non replicabilità all'esterno di quanto ottenuto dall'impresa, per esempio brevetti, licenze e quant'altro, allora risulta chiaro a tutti come il miglioramento dell'attività innovativa, conseguente a uno o più disinvestimenti, potrebbe portare a una posizione di vantaggio rispetto agli altri *players* e, conseguentemente, a generare sempre più valore anche nel lungo periodo, ottenuto dallo sfruttamento di una posizione del genere.

Se l'aumento di attività innovativa può rappresentare un elemento di ricchezza in un'impresa da un punto di vista più pratico, lo stesso concetto può essere trasposto a livello di cultura aziendale. Scendendo maggiormente nel dettaglio, educare ogni componente dell'impresa a seguire una condotta del genere significherebbe proiettare nell'intero complesso aziendale l'idea secondo la quale la ricerca di miglioramenti e di novità debba essere una prerogativa da seguire collettivamente. Una scelta in tal senso allora permette all'impresa di essere orientata al cambiamento, o più correttamente, a tenere gli occhi aperti e cogliere, quindi, nell'immediato quante più opportunità possibili. Risulta necessario, però, riuscire a possedere un team di manager capaci di valutare efficacemente queste opportunità, così come i segnali provenienti dall'esterno; ciò significa che, sia che un team del genere fosse già presente all'interno dell'impresa sia che non lo fosse, risulterebbe di vitale importanza costituire una sorta di scuola di manager per formarli sotto questo punto di vista. È facile notare, quindi, che un concetto del genere in realtà ricade su diversi aspetti legati all'azienda e alla sua organizzazione. Ciò significa che, di riflesso, si tratterebbe di instaurare un vero e proprio *mindset* a livello aziendale concentrato sulle proprie risorse e, contestualmente, sui segnali provenienti

dall'ambiente esterno. Ad oggi in particolare, avere questa capacità duale risulta essere un elemento fondamentale a causa della ricerca maniacale di “modernità”, resa evidente dalla volontà di sottostare a un cambiamento continuo delle abitudini che si vengono a creare. La via migliore, quindi, per poter riuscire ad estrapolare quanto più valore possibile in un contesto del genere è quella di adeguarsi ai tempi, senza perdere i pilastri fondanti, ed essere capaci di cogliere e, soprattutto, gestire i cambiamenti.

Inoltre, sempre legato al tema dell'attività innovativa come conseguenza del disinvestimento, vi è il concetto secondo il quale rinnovare il parco risorse al passare di un certo periodo di tempo risulta essere sicuramente più produttivo e al contempo stimolante per la moltitudine di persone impiegate all'interno dell'impresa. Di fatti, da un lato la ricerca di attività innovativa permette all'azienda di presentarsi in maniera più giovanile e agile sul mercato, riuscendo quindi a rendere l'impresa una meta desiderata per quei manager più appassionati di innovazioni; dall'altro lato, avere la possibilità e l'obbligo di rinnovare l'intero parco risorse così spesso e con cadenze quasi costanti nel tempo rende la stessa cultura aziendale più propensa al rischio rispetto ad altre realtà, con la conseguenza che una propensione del genere aumenta le probabilità, nel lungo termine, di riuscire a scoprire nuovi metodi o nuovi prodotti in grado di creare vantaggio competitivo e valore superiore alla stessa. Ovviamente, l'obiettivo del management di un'impresa del genere non può essere quello di far accrescere il livello di rischio all'infinito, però può essere utile lasciare le direzioni di crescita più libere rispetto ai *competitors*, creando una sorta di tensione al rischio controllata.

Un ultimo elemento pratico che può spingere l'impresa a operare una scelta di disinvestimento per generare valore nel lungo termine è la possibilità di valorizzare quei business che al di fuori dell'azienda potrebbero ottenere più riconoscimento dal mercato e più libertà d'azione. Se si parla di *spin-off* o di *equity carve-out*, risulta chiaro il nesso tra l'uscita dal nido della casa madre e la creazione di valore generato dal business scisso, ma non per questo il *sell-off* non può dirsi rientrante tra queste categorie. Partendo dalle strategie di *spin-off* ed *equity carve-out* e scendendo più nello specifico della relazione, è risaputo che si tratta di due operazioni che permettono contemporaneamente di slegare parzialmente un determinato business e sfruttare gli eventuali frutti positivi conseguenti alle sue performance e all'operazione in sé. Nell'immediato, il disinvestimento permette alla *parent company* di ottenere una sorta di ricavo “gratuito” dovuto all'extra valutazione che il business ottiene una volta che viene lanciato al di fuori del suo controllo e questo rappresenta già un primo importante punto a favore di tale operazione, seppur rinvenibile per lo più nel breve o brevissimo periodo. Alla lunga, però, la prestazione dell'unità dimessa potrebbe contribuire in modo importante alla performance della casa madre, in quanto la sua crescita avrebbe come conseguenza la ricerca al miglioramento costante. Infatti, quando un'azienda decide di operare una delle due

modalità di disinvestimento, principalmente ha come obiettivo quello di valorizzare l'unità che si vuole portare all'esterno. Come detto prima, la valorizzazione avviene, in un primo momento, tramite l'apporto di nuovo capitale che può far livellare il valore di tale unità, ma soprattutto nel lungo termine grazie al fatto che la nuova entità può considerarsi svincolata dalle traiettorie rigide di sviluppo e può dare libertà alla propria creatività e ai propri piani strategici. Più in particolare, questa seconda variabile risulta fondamentale nel processo di creazione del valore; di fatti, si tratta di un allentamento dei nodi esistenti tra l'unità in questione e la casa madre. La conseguenza di ciò è la possibilità di poter tentare nuovi percorsi, diversi e senza dover ricevere il consenso da parte del management della *parent company* a seguito di un processo formale e, spesso, lento o eccessivamente burocratico. A sua volta, avere questa libertà significa procedere più speditamente verso i propri obiettivi, proseguire in maniera più agile nel percorso di crescita e, infine, avere la possibilità seguire un processo di apprendimento continuo, anche tramite gli eventuali errori di percorso. Allo stesso tempo però, l'unità in questione non perde del tutto i legami con la *parent*, essi continueranno ad esistere seppur in maniera più leggera. Tale possibilità da un lato può agire come una cintura di sicurezza per il business isolato, in quanto nel momento in cui dovesse trovarsi in una situazione di estrema difficoltà potrebbe richiedere in una certa misura il supporto della casa madre, e, dall'altro, come ulteriore fonte di sviluppo, in quanto la casa madre possiede determinate competenze che possono risultare utili nel processo di apprendimento e di crescita dell'unità di business in questione. Dal punto di vista della *parent company* questa possibilità di autonomia in dotazione alla *business unit* dismessa si riflette in una potenziale rendita futura come conseguenza dei risultati positivi della stessa, dato che la libertà appena acquisita potrebbe realmente permetterle di crescere in maniera esponenziale. Ecco quindi perché l'operazione di disinvestimento seguendo una delle due strategie sopra indicate è capace di generare valore nel lungo periodo. Per quanto riguarda le operazioni di *sell-off*, sebbene si tratti di un processo con il quale si perde del tutto il controllo della *business unit* che si cede e, quindi, non possono considerarsi gli stessi vantaggi nel lungo termine offerti dalle operazioni di *spin-off* e *equity carve-out*, bisogna dire che tramite questa modalità di disinvestimento può trovarsi qualche punto di forza anche nel lungo termine. Non c'è dubbio che si tratti di un'operazione che concentra i suoi effetti maggiormente in un arco temporale breve; in aggiunta a questo, però, può dirsi che alcune conseguenze potrebbero essere prolungate nel tempo. *In primis*, la stessa valutazione del business da vendere dovrebbe essere fatta tenendo in considerazione la sua longevità e la sua capacità di produrre ricchezza prendendo in riferimento archi temporali abbastanza lunghi. Si tratta quindi non tanto di avere degli effetti nel lungo termine, ma piuttosto di avere un occhio critico che guardi al lungo periodo in fasi di valutazione dell'unità. Inoltre, per poter sfruttare al meglio una scelta del genere potrebbe risultare utile stringere degli accordi, delle *partnership* con l'unità venduta o con chi

controllerà la stessa che sanciscano dei ritorni in termini di reddito, competenze o risorse di altro genere per ogni anno in avanti a partire dalla cessione vera e propria, oppure al verificarsi di determinate condizioni. In questo modo, anche una strategia di *sell-off*, sebbene non si presti idealmente a offrire risultati positivi nel lungo periodo alla casa madre, potrebbe, invece, portare a rendere la relazione tra le due entità proficua anche lungo periodi di tempo più prolungati.

Affrontate le implicazioni più pratiche che spiegano la relazione positiva tra disinvestimenti e creazione di valore nel lungo termine, adesso è il momento di analizzare quali possano essere le motivazioni a livello organizzativo-strategico che possono spingere tale rapporto in direzione positiva.

Un primo aspetto positivo che riguarda l'assetto organizzativo dell'impresa che opera il disinvestimento è sicuramente il controllo delle attività da parte, da un lato, dei manager e, dall'altro, degli azionisti nei confronti dell'attività proprio dei manager. Scendendo maggiormente nel dettaglio, è risaputo che spesso si creino dinamiche di asimmetria informativa all'interno della stessa impresa, sia tra la parte più operativa della stessa e quella manageriale, sia tra chi detiene la proprietà dell'impresa e chi, invece, ne decide le direzioni di sviluppo, quindi il top management. Un problema del genere non si pone per le imprese di modeste dimensioni, poiché in esse vi sono meno livelli gerarchici, meno dislivelli tra diversi ruoli e questo implica quindi un maggiore contatto diretto tra chi sta ai piani più alti dell'impresa e chi sta ai piani più bassi. Nel momento in cui l'impresa comincia ad espandersi e a crescere, questo aspetto muta, in particolare accrescendo, di fatti, il numero di impiegati così come di manager a cui riportare, creando così ulteriori livelli di controllo che prima, probabilmente, neanche esistevano. La creazione di più livelli di direzione e controllo ha degli effetti sia positivi che negativi all'interno dell'entità imprenditoriale. Da un lato, accrescere il numero di dipendenti, di manager e di amministratori significa che l'impresa sta ottenendo buoni risultati, continua a crescere ed è in buona salute; d'altronde, questi elementi le danno la possibilità di continuare a espandersi e riscuotere sempre più successo, anche con clienti, mercati e/o prodotti che prima non possedeva o non conosceva. Contestualmente, però, una crescita del genere comporta la creazione di routine, di regolamenti e comportamenti da seguire sempre più formalizzati e burocratizzati, creando potenziali ritardi sulla possibilità di prendere scelte a livello dei diversi business sotto il controllo della casa madre. Risulta chiaro, quindi, che non è sempre così facile riuscire a controllare realmente queste dimensioni, ma, oltre il mero aspetto di controllo, anche sotto il punto di vista della programmazione e pianificazione strategica si tratta di una grande sfida da affrontare, che non tutti riescono a sopportare, o, meglio, superare nel migliore dei modi. Per ovviare in parte a problematiche di questo genere, o comunque per migliorare il processo di crescita dell'impresa, potrebbe prendersi in considerazione una strategia di disinvestimento. In casi come

questi, una scelta del genere avrebbe effetti su due diverse dimensioni: il controllo e la flessibilità. Partendo dalla prima, bisogna dire che l'attività di controllo è un'attività che, parlando genericamente, incontra diverse problematiche nella sua implementazione. Si tratta, di fatti, di un'attività che richiede tempo, che spesso viene affidata a meccanismi troppo formalizzati e che, a causa degli schemi rigidi che si vengono a creare rischia di trascurare o bloccare altri processi, scelte e attività che, invece, potrebbero risultare più importanti per la crescita dell'impresa. L'attività di controllo, ovviamente, aumenta il suo grado di formalità al crescere della dimensione aziendale, poiché più grande è il complesso da tenere a rapporto, più rigidi saranno i vincoli e le procedure da seguire per poter implementare tale attività. Una situazione del genere risulta essere tipica per le aziende di grosse dimensioni, in cui, infatti, vengono a crearsi tanti, forse troppi, livelli gerarchici e tante diverse unità di business che vengono dislocate anche in più parti del mondo. Contemporaneamente, si viene a creare quindi una sovra regolamentazione e/o burocratizzazione che può rallentare i processi di apprendimento, crescita e creazione di valore. Entra qui in gioco allora l'aspetto fondamentale della gestione del business, ovvero della qualità del management. Un buon top management in casi come questi dovrebbe avere la lucidità di analizzare bene la situazione e capire che l'aumento costante del numero di business e di divisioni da controllare e gestire potrebbe avere delle ripercussioni negative sulle performance complessive dell'impresa. Per risolvere un problema del genere, una soluzione ottimale potrebbe essere quella operare una strategia di disinvestimento. Il disinvestimento in questo caso potrebbe essere utilizzato come duplice scelta: da un lato, andrebbe a snellire la struttura e di conseguenza il sistema di controllo; dall'altro, sarebbe un cambiamento della direzione strategica, ovvero piuttosto che continuare ad espandersi e caricare l'assetto strategico-organizzativo, l'impresa inizierebbe a farsi forza su quanto posseduto internamente e puntare all'innovazione sfruttando e intensificando le competenze possedute. Questi due aspetti dell'operazione si tradurrebbero nei principali effetti positivi a lungo termine del disinvestimento, che quindi sarebbe una fonte di creazione di valore per l'impresa. Nel breve termine, invece, i risultati potrebbero essere ambigui. Di fatti, disinvestire una o più unità potrebbe avere dei costi dovuti alle perdite di potenziali sinergie così come potrebbe sin da subito, in maniera opposta, far risparmiare su tutti quei costi relativi alla trasmissione di informazioni e di controllo, per cui l'esito, almeno nel breve termine, dell'operazione di disinvestimento in merito al risparmio o l'aumento di costi dipende dalla capacità del management di gestire questa transizione. In conclusione, una strategia del genere con la finalità di migliorare il controllo andrebbe allora a mettere in evidenza gli aspetti positivi, soprattutto nel lungo periodo, di un'eventuale scelta di operare un disinvestimento e sarebbe in grado di spiegare perché il disinvestimento incida in maniera positiva sulla creazione di valore intesa come *LIVA*.

Concentrandosi, invece, sul tema della flessibilità, può farsi un discorso analogo a quello fatto per l'argomento del controllo aziendale se si prende in considerazione il rapporto tra dimensioni dell'impresa e capacità di cogliere le opportunità proveniente dall'esterno o, anche, dalle proprie risorse e competenze. È evidente che al crescere della grandezza aziendale, i processi interni e le scelte strategiche iniziano a subire dei rallentamenti o, comunque, la creazione di procedure più specifiche e routinarie che hanno come effetto quello di limitare le direzioni di crescita e le opportunità che si presentano rendendo, in conclusione, l'impresa più rigida. Anche in questo caso il management dovrebbe avere l'oggettività di verificare se l'impresa stia continuando a crescere e proseguire lungo il suo percorso in maniera lineare o, comunque, libera di tracciare la strada che vuole intraprendere. Se così non dovesse essere, allora si potrebbe rendere necessario un intervento a livello di strategia: il disinvestimento potrebbe essere un'ottima scelta per potere, da un lato, alleggerire questa burocrazia delle decisioni e, dall'altro, procedere attraverso linee di sviluppo diverse. Infatti, eliminare o distaccare uno o più business rende più leggera la struttura portante dell'azienda in sé, la quale acquisisce maggiore mobilità e, quindi, flessibilità. Lo stesso si può dire per l'unità dismessa, come già affrontato nella prima parte del paragrafo. Contemporaneamente, poi, l'impresa modificherebbe le sue traiettorie di sviluppo e, quindi, invece di proseguire nell'opera di appesantimento, o comunque di aggiunta di altri rami aziendali, inizierebbe ad agire in maniera opposta, focalizzandosi sulle risorse già in possesso, valorizzandole maggiormente e innovando tramite queste. In questo senso, quindi, la relazione tra il disinvestimento e le performance aziendali sarebbe positiva, in quanto si creerebbe ulteriore valore nel corso della vita aziendale, soprattutto nel lungo periodo in quanto solamente con il passare del tempo sarà effettivamente più presente questa flessibilità organizzativa o, in ogni caso, freschezza manageriale. D'altronde, sono diversi gli studi che affermano l'esistenza di un legame importante tra le imprese che hanno necessità di elasticità di scelta e l'implementazione di disinvestimenti.

Infine, l'ultimo tema che può essere in grado di spiegare come mai esista una relazione positiva tra i disinvestimenti e la creazione di valore nel lungo termine è dovuta, probabilmente, alla natura della strategia, che in un certo senso racchiude diversi punti positivi che in parte sono già stati citati. È risaputo che la scelta di eseguire un'operazione di *divestiture* sia stata spesso interpretata in maniera negativa, come se fosse un'azione di correzione per degli errori compiuti precedentemente dall'impresa, oppure come la semplice controparte dell'operazione di acquisizione. Considerato il disinvestimento in questo modo, ovviamente, anche gli effetti dell'operazione in questione non sono stati messi in risalto più di tanto, anzi erano limitati per lo più alla raccolta di liquidità o al recupero di performance positive. Questo ha fatto sì che la strategia di disinvestimento venisse estremamente sottovalutata. Con il passare del tempo, diversi studiosi hanno iniziato a vedere questa operazione,

invece, come qualcosa che potesse essere usato in maniera attiva da parte dell'impresa, come una scelta consapevole dell'impresa che, vagliata una moltitudine di opzioni di crescita, sceglie l'operazione di *divestiture* per proseguire nel suo percorso di creazione di valore. Contestualmente a questo discorso, risulta fondamentale anche identificare il periodo storico nel quale ci troviamo. Si tratta di una fase del mondo in cui l'offerta delle imprese ha sorpassato la domanda dei beni e servizi da loro erogati. Di fatti, i tempi odierni sono caratterizzati da una estrema omologazione dovuta al fenomeno della globalizzazione, che ha avuto come conseguenza, senza dubbio, il fatto che la qualità della stessa offerta sia stata svantaggiata a favore della quantità, abbassando quindi gli standard di produzione. Ovviamente, esistono sempre delle eccezioni, ovvero dei grandi gruppi di imprese che continuano a preferire la qualità o che comunque nonostante questa nuova tipologia di competizione sono riuscite a mantenere e ad accrescere una posizione di vantaggio su tutti gli altri *players*. Questi due fattori, se considerati insieme, permettono di porre la strategia di disinvestimento in una posizione di superiorità rispetto ad altre scelte strategiche. Di fatti, in tempi come quelli appena descritti per riuscire ad emergere dalla mediocrità dell'omologazione la scelta di operare un disinvestimento può portare solamente a effetti positivi, sia nel breve ma, soprattutto, nel lungo che termine. La spiegazione di ciò sta sia nella natura del disinvestimento che nel contesto ambientale in cui competono oggi la maggior parte delle aziende. Operare un disinvestimento, infatti, significa ottenere risultati che, come già detto diverse volte, possono essere relativi all'incremento di attività innovativa, di riorganizzazione delle risorse, di maggiore ordine conseguente al miglioramento dell'attività di controllo, all'acquisizione di flessibilità organizzativa, tutti aspetti positivi che permettono comunque di migliorare le prestazioni dei business rimasti all'interno delle attività della casa madre e, in particolare, favorire il proprio *core business*. Riuscire ad ottenere risultati come questi, in un'arena competitiva come quella di oggi, caratterizzata particolarmente dall'attenzione alla qualità, alla sostenibilità, all'etica, risulta ancora più importante rispetto ad altre epoche. Ecco perché operare ad oggi una strategia di disinvestimento avrebbe come conseguenza naturale quella di creare valore per l'impresa in maniera durevole nel tempo.

Per quanto riguarda, invece, gli elementi che possono portare ad ottenere un disinvestimento positivo, creatore di valore per l'impresa, o negativo, è importante andare a fondo alle relazioni che sono state analizzate ed esposte nel capitolo precedente, in particolare considerando quindi la presenza di crisi finanziarie, la performance pre-disinvestimento e la disponibilità di risorse.

Considerando un evento come la crisi finanziaria e mettendola in relazione a un'operazione di disinvestimento, il risultato del connubio può apparire più che mai scontato. Di fatti, nella maggior parte dei casi, se il disinvestimento viene effettuato contestualmente a un periodo di crisi finanziaria, allora avrà effetti positivi. Una crisi finanziaria può riguardare, innanzitutto, l'impresa considerata

individualmente; può essere il caso di un pesante livello di indebitamento, oppure la non produttività dei business o tanti altri eventi simili che comunque nel complesso dipingono una situazione abbastanza critica dal punto di vista finanziario. In realtà può riguardare anche solamente l'unità di business in questione e tutto il processo quindi potrebbe risultare più semplice da gestire. O ancora, potrebbe essere il caso di una crisi finanziaria che coinvolge l'intero settore di appartenenza, la tipologia di prodotto o, infine, l'area geografica in cui l'impresa opera. Tutti questi casi sono comunque situazioni in cui la performance finanziaria assume un ruolo critico e che, in diversi casi, può spingere ad intraprendere un'operazione di disinvestimento. A questo punto è lecito chiedersi perché effettuare una scelta del genere piuttosto che altre. Le spiegazioni possono essere diverse. *In primis*, seppur scontato e già ripetuto diverse volte, nel caso in cui siano uno o più business all'interno di una singola impresa ad essere scarsamente performanti, potrebbe bastare semplicemente effettuare un'opera di restauro all'interno della stessa ed eliminare per l'appunto queste unità indesiderate, recuperando nell'immediato la competitività intesa globalmente e puntando, quindi, su quei business che hanno un migliore andamento. Allo stesso tempo, se la crisi finanziaria dovesse, invece, essere congenita e, quindi, riguardare l'arena competitiva di appartenenza dell'impresa, affinché la stessa impresa riesca a trarre vantaggio da una situazione del genere, il disinvestimento può rivelarsi fondamentale per concentrarsi esclusivamente su quei business che a lungo andare possono assicurare un vero e proprio sfruttamento della situazione di crisi. Di fatti, è risaputo che le situazioni di crisi possono rappresentare, aldilà delle immediate difficoltà finanziarie e non solo, una grandissima opportunità di rinascita vigorosa. Operando una strategia di disinvestimento e concentrandosi sui business produttivi, allora il risultato può considerarsi assicurato per le imprese che utilizzano una strategia del genere. A lungo andare, infatti, proprio queste saranno quelle entità che riusciranno a distinguersi dalle altre, poiché saranno le migliori a cogliere quel che rimane di positivo da situazioni negative come una crisi e che, comportandosi in questo modo, potranno creare un gap rispetto alle altre più "ritardatarie" che potrà essere ampliato nel corso del tempo e che si trasformerà nel raggiungimento di una posizione di superiorità e di produzione di ricchezza ulteriore nel corso del tempo.

Per quanto riguarda le performance delle imprese che operano il disinvestimento, può risultare fondamentale possedere buoni risultati relativamente a quelle prima della scelta di disinvestire. Innanzitutto, avere una buona performance prima di implementare una strategia del genere, attesta agli occhi esterni la bontà della scelta di disinvestire, la quale, appunto, si va a piazzare in maniera automatica lungo il percorso di crescita dell'impresa. Di fatti, la strategia di disinvestimento conseguente a una performance positiva rende chiaro a tutti i partecipanti del sistema economico il fatto che il top management dell'impresa in questione abbia coscienza della qualità dei risultati e

degli obiettivi a lungo termine dell'impresa e che, al contempo, non saranno duraturi all'infinito. Al contrario, se un'azienda decide di perseguire un disinvestimento come conseguenza delle performance di scarso livello, allora sarà altamente probabile che tale scelta non si piazza all'interno di un percorso di crescita lineare, ma che diventa più una scelta costretta, come se, appunto, si volesse "recuperare" da una situazione sfavorevole. Ovviamente, in questo secondo caso gli effetti sarebbero positivi nell'immediato, in quanto probabilmente verrebbero eliminati quei business "malati", ma nel lungo periodo sicuramente i risultati non sarebbero così soddisfacenti per il management, in quanto effettuare un disinvestimento per la sola causa di una performance negativa, il più delle volte non può risolvere il problema reale a cui è dovuto l'andamento negativo dell'azienda, ma può suonare più come mettere una toppa momentanea. Al contrario, come detto prima, avere una buona performance e decidere di disinvestire invece comporta la consapevolezza sia all'interno dell'impresa che all'esterno della stessa del fatto che il top management non voglia "cullarsi" sulla bontà dei risultati e che, al contrario, tra i percorsi di crescita nel lungo periodo prevede come fase da seguire il disinvestimento di determinati business, per poter avere risultati ancora più floridi più avanti con il tempo.

Infine, per quanto riguarda la disponibilità di risorse, il fatto che essa possa influenzare in maniera negativa la relazione tra disinvestimenti e performance di lungo periodo può sembrare, in un primo momento, controcorrente. Spesso si pensa che l'abbondanza in generale e delle risorse in questo caso non può che essere un fattore positivo, in quanto una ricchezza del genere potrebbe solamente favorire un processo di apprendimento continuo basato su errori. Di fatti, avere determinate disponibilità può permettere all'impresa di sbagliare diverse volte per poi trovare nuove vie di miglioramento. In realtà, non è sempre vero che la ricchezza possa portare ad avere risultati sempre migliori rispetto alla scarsità. Di fatti, spesso può succedere che un'eccessiva disponibilità di risorse economiche, umane o organizzative possa, in un certo senso, illudere sulla qualità delle stesse, del management al timone dell'impresa e, quindi, della bontà delle scelte prese da esso. La *Resource based view* afferma proprio questo ed esprime il concetto relativo alla capacità di alcune risorse di trasformarsi in una fonte di vantaggio competitivo. Affinché determinate risorse riescano in tale fenomeno, è necessario che posseggano alcune caratteristiche, che nella teoria economica vengono spesso caratterizzate dall'acronimo *VRIO* (Barney, 1990). Con tale paradigma si intendono le quattro caratteristiche principali che le risorse devono possedere affinché l'impresa riesca a creare un vantaggio competitivo sostenibile rispetto alle altre. Esse sono:

- V che sta per *valuable*, ovvero la risorse deve essere di valore, in grado di neutralizzare le minacce che arrivano all'impresa e sfruttare le opportunità che presenti nell'ambiente esterno

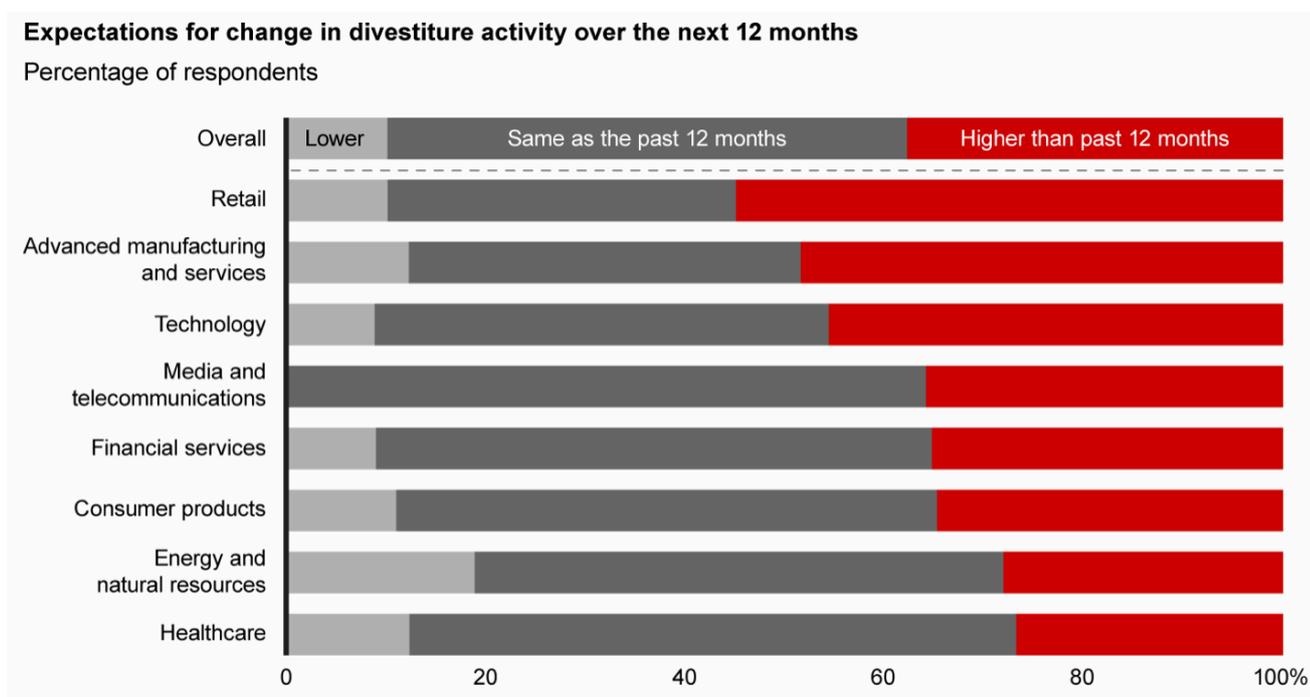
- R che sta per *rare*, ovvero una risorsa deve essere rara, che non sia quindi posseduta da altri o comunque da pochi
- I che sta per *inimitable*, ovvero la risorse non deve essere facilmente replicabile all'esterno dell'impresa
- O che sta per *organized*, ovvero l'impresa deve saper organizzare le risorse in modo da sfruttarle e valorizzarle.

Risulta chiaro, quindi, che la rarità e la non imitabilità costituiscono un importante freno alla replica sfrenata delle risorse. Il concetto che si vuole trasmettere consiste nel dire che nel caso in cui un'azienda posseda un'elevata quantità di risorse, allora significa che con esse difficilmente si può creare un vantaggio competitivo e sostenibile e che, quindi, affinché si riesca in tale intento l'impresa deve possedere determinate risorse in maniera più limitata, sfruttandole e valorizzandole in maniera migliore. Ulteriore conferma del fatto che l'eccessiva disponibilità di risorse agisca in maniera controproducente sulle performance dell'impresa in conseguenza di un disinvestimento, è rappresentata dall'evoluzione della teoria delle risorse nella teoria delle *dynamic capabilities*: con essa si intende la capacità dell'impresa e del management di rimodellare costantemente le risorse e le competenze in possesso, in conseguenza ai cambiamenti dell'ambiente circostante. Tale teoria vuole anche affermare, quindi, che l'abbondanza e la staticità delle risorse non può portare l'impresa ad ottenere risultati positivi sia nel breve che nel lungo termine.

#### ***4.2 Considerazioni in merito agli effetti della pandemia Covid-19 sulle strategie di disinvestimento***

È importante accennare a come le abitudini delle imprese in merito al disinvestimento possano subire dei cambiamenti come conseguenza dell'attuale pandemia Covid-19. Di fatti, un periodo come quello che stiamo vivendo può accentuare in un senso o in un altro le strategie di crescita che un'impresa può intraprendere, in particolare nel caso del disinvestimento che, come più volte ripetuto durante la trattazione dell'argomento, si presta particolarmente a situazioni caratterizzate da incertezza economica e crisi finanziaria.

Relativamente a tale tematica può risultare interessante analizzare una ricerca che è stata effettuata da parte della società di consulenza Bain & Company<sup>49</sup>, la quale, per l'appunto, si è interrogata su quali possano essere i trend relativi alla strategia di disinvestimento nei prossimi anni, soprattutto in quelli più vicini ai tempi correnti e come l'utilizzo di tale strategia sia già cambiato nel corso del 2021 a causa del Coronavirus. Innanzitutto, come poteva risultare prevedibile, con l'avvento di una crisi del genere il numero di disinvestimenti almeno nei prossimi 12 mesi è destinato a salire. L'affermazione della società di consulenza è dettata da 300 interviste a professionisti del settore dell'M&A, il cui 40% degli esposti si dice convinto di un aumento del numero dei disinvestimenti nel prossimo anni; solamente il 10% è invece convinto del fatto che il numero dei disinvestimenti sarà inferiore a quello dell'anno precedente.



Fonte: <https://www.bain.com/insights/divesting-during-covid-19-m-and-a-report-2021/>

È importante dire che tale numero sarà probabilmente in crescita rispetto agli anni precedenti per diverse motivazioni. Sicuramente, verranno conclusi disinvestimenti che erano stati programmati precedentemente e che sono stati messi da parte per un determinato periodo. In aggiunta, un periodo

<sup>49</sup> <https://www.bain.com/insights/divesting-during-covid-19-m-and-a-report-2021/>

come questo aumenta le necessità di liquidità per un immenso numero di imprese e, quindi, la via di operare una strategia di disinvestimento è senza dubbio quella più facilmente percorribile e senza dubbio più veloce per riuscire a soddisfare un'esigenza del genere. Infine, alcuni settori, specialmente quelli in cui le abitudini dei consumatori sono cambiate conseguentemente all'esplosione della pandemia, avranno un'attività maggiore rispetto ad altri in merito alle operazioni di *divestiture*.

Allo stesso tempo, però, risulta fondamentale sottolineare lo stato di confusione e allerta al quale i manager sono sottoposti da un anno e mezzo a questa parte. Se in generale gestire un'impresa può essere una sfida piena di insidie, in tempi come questi esse si sono moltiplicate. La conseguenza di ciò è la minore disponibilità a trattare da parte dei team manageriali alla guida delle imprese, in quanto le loro energie sono maggiormente impegnate per questioni legate più alla sopravvivenza vera e propria delle aziende piuttosto che ad operazioni di finanza straordinaria. Contemporaneamente nasce quindi un'esigenza di incontro tra la domanda e l'offerta di business. Questo comporta, quindi, una maggiore e necessaria elasticità degli accordi che vengono presi in questi tempi. Un esempio concreto può essere il fatto di legare i pagamenti derivanti dall'acquisto di un business in dismissione al raggiungimento di determinati obiettivi, archi temporali e altre condizioni.

Risulta chiaramente, quindi, che diversi spunti di questa analisi effettuata da Bain&Company ricalcano in un certo senso alcune tematiche che sono state affrontate nel precedente paragrafo. In questo modo, si dà forza ad affermazioni come quelle relative alle crisi finanziarie, che possono risultare delle grosse e importanti opportunità di crescita, o anche il fatto che per valorizzare al meglio un *deal* possono essere incluse determinate clausole tra il *seller* e l'acquirente.

## CONCLUSIONI

Con il presente capitolo, l'elaborato in questione conclude l'analisi in merito alla strategia di disinvestimento e il suo rapporto con le performance di lungo periodo delle imprese che la implementano. Il lavoro è iniziato dalla voglia di scoprire in cosa consista questa strategia, approfondendone le caratteristiche peculiari e cercando di capire in che modo viene utilizzata nel mondo delle imprese, andando a cercare quale possa essere l'impatto che essa genera sulle stesse.

È stato quindi analizzato un cluster di analisi, con lo scopo di vedere in che modo tali aziende si sono comportate negli ultimi 15 anni relativamente alle strategie di disinvestimento. In questo modo è stato possibile verificare l'effettivo utilizzo di una strategia del genere, in che modo essa è stata implementata, quali siano state le condizioni a favore o svantaggio del suo utilizzo e, infine, in che modo essa abbia potuto influenzare la performance e, in particolare, la creazione di valore a lungo termine.

Dopo una prima analisi, molto generica, delle operazioni di disinvestimento è stato effettuato, quindi, questo vero e proprio studio che, come detto nelle pagine precedenti, è stato eseguito tramite un'analisi di regressione, la quale ha evidenziato una relazione positiva tra i disinvestimenti e tale creazione di valore, misurata attraverso l'indicatore *LIVA*. Questa prima scoperta ha permesso di verificare la bontà dell'operazione di disinvestimento nei confronti delle imprese. Si tratta di un importante passaggio in favore della strategia di *divestiture*. Di fatti, essa è sempre stata una strategia che è stata caratterizzata per il suo scarso approfondimento da parte degli studiosi, soprattutto relativamente allo studio dei risultati a cui essa può portare, mettendola, quindi, in secondo piano rispetto ad altre scelte di crescita. Inoltre, molti degli approfondimenti effettuati su questa tematica si sono incentrati maggiormente sull'analisi dei suoi effetti nel breve-medio termine. Lo studio in analisi diventa, quindi, relativamente importante, in quanto, da un lato, si concentra sul disinvestimento operato in maniera strategicamente proattiva, dando, di conseguenza, un contributo a quella parte di letteratura che ha voluto analizzare la strategia in tale direzione, e, dall'altro, in quanto permette di verificare quali siano gli effetti nel lungo termine di questa scelta, cosa che precedentemente era stata effettuata in maniera piuttosto rara.

Passando alla parte pratica dello studio, è stato possibile vedere che la relazione tra disinvestimenti e *LIVA* è risultata positiva. La relazione statistica presa in considerazione consiste, quindi, nel fatto che per ogni investimento implementato da parte dell'impresa, il suo valore nel corso del tempo tenderà a crescere. Per quanto spiegato prima, un risultato del genere assume un'importanza rilevante nelle

scelte manageriali, poiché può spingere di fatti il top management ad assumere in maniera più frequente questa scelta nell'ottica di crescita aziendale, piuttosto che solamente con lo scopo di correttore. La sua importanza ricopre diversi aspetti. Innanzitutto, permette al management di destinare risorse che, con ogni probabilità, non erano sfruttate adeguatamente a quei business maggiormente redditizi per l'impresa e che le possono, quindi, garantire una crescita più sostenibile. Secondariamente, una strategia del genere ha come effetto ricorrente l'aumento di attività innovativa. Una conseguenza del genere può diventare un enorme punto di forza per le imprese, specialmente per quelle che appartengono a settori ad alta intensità tecnologica, caratterizzati, quindi, da costanti investimenti ingenti in dipartimenti come quello di ricerca e sviluppo. Puntare all'innovazione delle risorse significa, quindi, effettuare aggiornamenti al parco risorse in possesso dell'azienda. Questo fa sì che l'impresa sia costantemente al passo con i tempi, capace di mantenersi "fresca" nel cogliere le opportunità che si presentano in conseguenza ai cambiamenti dell'ambiente esterno da un lato e, dall'altro, in possesso di un team di manager con una mentalità vincente, capaci di interpretare i segnali interni ed esterni all'impresa in maniera celere per la scelta delle direzioni strategiche. La scelta di disinvestire può risultare utile anche per quelle aziende che sono sovra-caricate, quindi in un'ottica di alleggerimento della struttura, poiché di fatti può avere la conseguenza di creare una struttura al contempo più flessibile e più semplice da controllare. Si tratta di due aspetti fondamentali per le imprese, specialmente in tempi dinamici come quelli attuali, in cui risulta importantissimo avere la capacità di adattarsi ai cambiamenti repentini che caratterizzano l'arena competitiva delle stesse. Di fatti, se così fosse sarebbe possibile evitare la dispersione delle performance causata dalla lentezza di aggiornamento o decisionale dovuta alla pesantezza strutturale.

Si è visto anche che nelle scelte di disinvestire, però, non devono essere trascurati gli elementi che possono agire da moderatori e che possono spingere i risultati delle stesse in senso positivo o in senso negativo. Di fatti, per le imprese può risultare maggiormente conveniente operare una scelta di disinvestimento in una condizione positiva di performance piuttosto che come conseguenza di eventi negativi. Una scelta presa con queste modalità potrebbe infatti favorire la creazione a lungo termine di valore per l'azienda e per i suoi investitori poiché si tratta di una scelta che viene presa in maniera attiva e si inserisce nel percorso di crescita in maniera lineare, non, quindi, come un incidente di percorso o una strada alternativa che risulta necessario prendere. Questo ovviamente ha un effetto positivo sia nell'ambiente interno dell'impresa, in quanto viene percepita in maniera più accogliente da tutti i partecipanti all'interno della stessa, i quali si attiveranno di conseguenza per favorire la prosecuzione del percorso di crescita, sia all'esterno della stessa, in quanto, appunto, verrà interpretata come uno dei tanti passaggi di crescita nella vita aziendale. Allo stesso tempo, anche agire in un contesto caratterizzato da un intenso livello di competizione può portare a ottenere risultati

positivi in conseguenza di una scelta di disinvestimento. La capacità di agire celermente e con determinazione in una situazione del genere, di fatti, potrebbe permettere all'impresa che la opera di rendersi più agile rispetto ai concorrenti e velocizzare la competizione, con la conseguenza di cogliere gli altri impreparati e guadagnandosi, quindi, una superiorità vincente. Lo stesso si può dire quando l'impresa e in particolare il suo ambiente di riferimento sono avvolti da crisi economiche congetturali, in quanto disinvestire quei business che non sono altamente produttivi come dovrebbero essere, in momenti come questi può risultare ancora più importante rispetto a situazioni più placate dal punto di vista dell'incertezza. Fare forza sui business più redditizi ha, infatti, la conseguenza di velocizzare la ripresa economica dal periodo di difficoltà e, come nel caso della competizione, permette all'impresa di posizionarsi in una posizione ottimale rispetto agli altri *player*.

Lo scopo di questo studio è stato, quindi, quello di voler dare una dimostrazione empirica degli aspetti positivi della strategia di disinvestimento, del perché le imprese debbano utilizzarla come vera e propria strategia alternativa per la crescita del complesso e la generazione di valore nel breve e lungo periodo. I risultati dello studio hanno mostrato effettivamente come la relazione tra i disinvestimenti e il valore creato nel lungo termine sia positiva, giustificando, quindi, l'ipotesi iniziale sulla quale si basa l'intero elaborato. Essi sono anche riusciti a identificare quali fattori possono influenzare tale relazione e in che modo, se positivamente o negativamente.

Lanciando uno sguardo al futuro, si può dire che l'operazione di disinvestimento sicuramente nel breve e brevissimo periodo subirà un forte utilizzo a causa dell'attuale pandemia e del perdurare della crisi economica, così come dimostrano i primi studi in materia. Il suo potenziale crescente utilizzo potrebbe condizionare i manager del futuro più remoto a valutare la stessa strategia in maniera più frequente, in modo da farla entrare nel ventaglio principale di opzioni quando essi sono incaricati di tracciare le linee di crescita aziendali. Allo stesso tempo, altri studi sul tema saranno necessari, da un lato, per rafforzare questa corrente di pensiero e, quindi, giustificare un utilizzo più continuo; dall'altro, per approfondire gli aspetti che non sono stati ancora analizzati sia in questa semplice ricerca che nella letteratura esistente, come ad esempio le variabili che agiscono in maniera forte sulla relazione, oltre che gli effetti tenendo il punto di vista sull'unità dismessa.

## Bibliografia

- W. J. Allen, *Private information and spin-off performance*, Journal of Business, 74, 2001
- L. Baird, D. Harding, A. Vorobyov, J. Winingar, J. Rujana, S. Dhar, *Bain's 2020 Global Corporate M&A Report*, Bain & Company, 2020
- J. Berk, P. DeMarzo, *Finanza aziendale I. Fondamenti*, Milano, Pearson, 2018
- D. D. Bergh, R. A. Johnson, R. Dewitt, *Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain*, Strategic Management Journal, 2007
- M. Brauer, *What we have acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda*, Journal of management, 2006
- J. Bruneel, E. Van de Velde, B. Clarysse, *Impact of the Type of Corporate Spin-Off on Growth. Entrepreneurship Theory and Practice*, Strategic Management Journal, 2013
- R. F. Bruner, *Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker*. Journal of applied Finance, 2002, 48-68
- R. Bruner, *Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research*, The Bank of America journal of applied corporate finance, 2004
- A. K. Buchholtz, M. Lubatkin, H. M. O'Neill, *Seller responsiveness to the need to divest*, Journal of Management, Vol. 25, No 5, pp. 633-652, 1999
- M. Caroli, *Gestione delle imprese internazionali*, Milano, 2016, McGraw-Hill education
- A. Dasilas, S. Leventis, *The performance of European equity Carve-outs*, Journal of Financial stability, 2018
- I. M. Duhaime, J. H. Grant, *Factors influencing divestment decision-making: evidence from a field study*, Strategic Management Journal, Vol. 5, pp. 301-318, 1984
- U. Erxleben, *Value creation of corporate restructuring: a market cycle and industry view*, PL Academic Research, Vol. 17., 2015
- O. Ezekoye, A. Luu, *Why you should restructure companies before spin-offs*, McKinsey & Company, 2019
- O. Ezekoye, J. Thomsen, *Going, going, gone: a quicker way to divest assets*, McKinsey & Company, 2018
- G. Finck, J. Koenig, J. Krause, M. Silberstein, *What's keeping you from divesting your assets?*, McKinsey & Company, 2020
- F. Fontana, P. Boccardelli, *Corporate strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*, Milano, Hoepli, 2019

- M. Frankel, L. Forman, *Mergers and acquisitions basics: the key steps of acquisitions, divestiture and investment*, Hoboken, 2017, John Wiley & Sons, Inc
- P. D. Gaughan, *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*, Hoboken, John Wiley & Sons, 2017
- J. Hagedoorn, B. Lokshin & S. Malo, *Alliances and the innovation performance of corporate and public research spin-off firms*, Small Bus Econ, 2018
- R. Hamilton, Y. Chow, *Why managers divest. Evidence from New Zealand's largest companies*, Strategic management Journal, pp. 479-484, 1993
- K. Hogan, G. Olson, *A multi-criterial decision model for portfolio allocation for the individual investor*, Mathematical programming: applications of management science, 2004
- R. E. Hoskisson, M. A. Hitt, *Antecedents and performance outcomes of diversification: a review and critique of theoretical perspective*, Journal of Management, pp. 461-509, 1990
- P. A. Hunt, *Structuring Merger & Acquisition: a guide to creating shareholder value*, New York, Aspen, 2004
- K. Kaiser, A. Stouraitis, *Value creation through corporate restructuring: European divestitures*, European Management Journal, Vol. 13, No 2, 1995
- D. Lee, R. Madhavan, *Divestiture and firm performance: a Meta-analysis*, Journal of Management, Vol. 36, No 6, 2010
- K. Lee, T. Roh, *Proactive divestiture and business innovation: R&D input and output performance*, Sustainability, 2020
- C. Markides, *Corporate Refocusing*, Business Strategy Review, Vol. 4, No. 1, pp. 1-15, 1993
- C. Miller, S. Komorita, *Coalition formation in organization: from the laboratory to the real world*, Research on negotiations in organizations, pp. 43-61, JAI Press
- C. Moschieri, *The implementation and structuring of divestitures: the unit's perspective*, Strategic Management Journal, Vol. 32, pp. 368-401, 2011
- M. E. Nkongho, D. Makina, *Long-run performance of corporate spin-offs and sell-offs: evience from the JSE limited*, SAJEMS, Vol. 23, No 1, 2020
- E. Peruffo, A. Perri, L. Pirolo, *La creazione di valore nelle strategie di disinvestimento: evidenze dal contesto europeo*, Italian Journal of Management, Vol. 34, No 99, 2016
- U. Pidun, *Corporate strategy. Theory and practice*, Frankfurt, 2019, Springer Gabler
- M. Porter, *From competitive advantage to corporate strategy*, Harvard Business Review, pp. 43-59, 1987
- A. P. Prezas, K. Simonyan, *Corporate divestitures: spin-offs vs sell-offs*, Journal of Corporate finance, 2015

- F. Schlingemann, R. Stulz, R. Walkling, *Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets*, Journal of Financial Economics, 2002
- M. Semadeni, A. Cannella, *Examining the performance effects of post spin-off link to parent firms: should the apron strings be cut?*, Strategic Management Journal, 2011
- D. Vance, *Corporate Restructuring from Cause Analysis to Execution*, Berlin, Springer-Verlag, 2009
- P. D. Wibbens, N. Siggelkow, *Introducing LIVA to measure long-firm performance*, Strategic Management Journal, 2019
- J. Wininger, J. Rujana, *Everybody wins in divestitures*, Bain & Company, 2017

## Sitografia

<https://it.livingeconomyadvisors.com/261-what-is-an-acquisition>

<https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

[https://tradebrains.in/corporate-spin-offs/#What\\_are\\_Corporate\\_SpinOffs](https://tradebrains.in/corporate-spin-offs/#What_are_Corporate_SpinOffs)

<https://www.investopedia.com/ask/answers/09/att-breakup-spinoff.asp>

<https://www.wsj.com/articles/SB10001424052748703806304576244460367967334>

<https://www.investopedia.com/terms/s/spinoff.asp>

<https://traders-paradise.com/magazine/lessons/what-is-a-spin-off-company/>

<https://efinancemanagement.com/sources-of-finance/equity-carve-outs>

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Do%20carve%20outs%20make%20sense/Do%20carve%20outs%20make%20sense%20Yes%20but%20not%20for%20the%20reasons%20you%20might%20think.pdf>

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/equity-carve-out/>

<https://www.investopedia.com/terms/c/carveout.asp>

[https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-4939-7662-1\\_2](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-1-4939-7662-1_2)

<https://www.bain.com/insights/everybody-wins-in-divestitures/>

<https://www.bain.com/insights/divestitures-global-ma-report-2020/>

<https://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/09/accretion-dilution-analysis-mergers.asp>

<https://www.investopedia.com/terms/e/eva.asp>

<https://dizionarioeconomico.com/offerta-pubblica-iniziale-ipo>

<https://studiofazzini.it/ricerche/il-metodo-dei-moltiplicatori-e-la-scelta-del-peer-group/>

<https://www.bain.com/insights/divesting-during-covid-19-m-and-a-report-2021/>

## RINGRAZIAMENTI

Sono tante le persone che sono state presenti, ognuno a modo proprio, in questi due anni e, più in generale, in questi cinque anni di studio e venticinque di vita. Ognuna di loro ha avuto la sua parte nella formazione della persona che sono oggi, nel raggiungimento dei risultati che sono riuscito a ottenere e nella conquista di quei piccoli pezzettini di realtà che insieme compongono quella che è la mia vita. A tutte loro vanno i ringraziamenti di queste brevi righe. E in particolare ad alcune.

La mia famiglia, che mi ha dato gli strumenti per comprendere alcuni dei perché della vita e la curiosità di chiedermene tanti altri.

Giuditta, che mi ha permesso di capire cosa significhi amare e credere in una persona incondizionatamente, dimostrandomelo giornalmente e in ogni situazione.

I miei colleghi, che tra una risata e un'ansia diversa mi hanno aiutato ad affrontare quotidianamente le sfide di questa magistrale.

I miei coinquilini, vecchi e nuovi, che tra un'uscita e una partita hanno addolcito la convivenza in quel di Roma.

*Grazie,*  
Beniamino

## ABSTRACT

L'elaborato in questione prevede un'analisi in merito al tema del disinvestimento nell'ottica delle strategie di crescita per le imprese. Il lavoro prende spunto dalla volontà di scoprire i cambiamenti relativi al significato e all'utilizzo della strategia di disinvestimento, con lo scopo di vedere in che modo si è passati da un'interpretazione della stessa in chiave negativa, vedendola come uno strumento di correzione degli errori effettuati in precedenza dall'impresa, a una visione positiva di tale operazione, che vuole evidenziare il suo tratto vantaggioso se presa in maniera proattiva e, quindi, all'interno di un piano di crescita sostenibile a lungo termine. Pertanto, l'analisi si è strutturata nel seguente modo.

Nel primo capitolo si parla delle operazioni di finanza straordinaria, in un primo momento in maniera più generica e, successivamente, in maniera più approfondita. Verranno quindi trattati i temi di fusioni e acquisizioni, di alleanze strategiche e, infine, di ristrutturazioni aziendali. Successivamente, il capitolo si concentrerà sul tema del disinvestimento, parlandone sia in chiave teorica, quindi guardando quali siano le caratteristiche dello stesso, sia in chiave empirica, analizzando quindi la letteratura a disposizione relativamente a tale tematica.

Il secondo capitolo presenta la metodologia con la quale si affronta l'analisi in questione. In questo caso è stata utilizzata un'analisi di regressione tramite il software STATA12. Lo scopo della metodologia scelta era quello di verificare l'esistenza di una relazione tra i disinvestimenti e la creazione di valore a lungo termine, misurata tramite la *LIVA*. All'interno del capitolo, vi è anche una presentazione delle tecniche di valutazione finanziaria per ogni modalità di disinvestimento; verranno quindi trattati il metodo dei flussi di cassa, il metodo dei multipli, la *Sum of part valuation*, la metodologia di *accretion/dilution*.

Nel terzo capitolo verranno presentati i risultati di tale analisi. In particolare, è stata rinvenuta l'esistenza di una relazione positiva tra il numero di disinvestimenti e l'indicatore *LIVA*; questo sta a significare che i disinvestimenti creano valore per le aziende e i loro investitori nel lungo periodo. Al contempo, sono state rilevate ulteriori relazioni interessanti in grado di influenzare in maniera positiva o negativa la relazione principale tra disinvestimenti e *LIVA*. Tra queste vi sono la disponibilità di risorse per l'impresa, la performance pre-disinvestimento misurata tramite il ROA e, infine, la presenza di crisi finanziarie.

Ultimata la presentazione dei risultati dell'analisi, si procede con il quarto e ultimo capitolo relativo alle discussioni di tali risultati. In particolare, si parla del perché si tratta di uno studio interessante relativamente al tema dei disinvestimenti e, quindi, si presentano i fattori di vantaggio della misura

*LIVA* rispetto ad altri indicatori. Si passa poi all'analisi delle motivazioni che possono spingere le relazioni calcolate nelle direzioni che si evincono dai risultati dello studio. Pertanto, si parla in un primo momento del rapporto esistente tra disinvestimenti e *LIVA*, del perché tale relazione può risultare positiva, quali possono essere i fattori che portano a una relazione del genere e, di conseguenza, spingono i manager a considerare questa strategia. Si parla del perché la disponibilità di risorse può orientare in direzione negativa la relazione esistente tra le due variabili principali, così come perché la performance prima del disinvestimento e la presenza di crisi finanziarie possono, invece, portare ad ottenere risultati positivi nel lungo periodo.

Scendendo maggiormente nello specifico, il lavoro prende vita dall'analisi delle operazioni di finanza straordinarie. Esse vengono collocate, per lo più, nel quadro delle strategie di crescita per vie esterne, a differenza delle strategie di crescita per vie interne, le quali danno origine a una crescita detta anche "organica". Tra queste vengono prese in considerazione le fusioni e acquisizioni, le alleanze strategiche e le operazioni di ristrutturazione aziendale.

Partendo dall'analisi delle operazioni di fusione e acquisizione si può dire che esse siano, rispettivamente, la creazione di una nuova entità formata dall'unione di due o più imprese o l'acquisto da parte di un'impresa nei confronti di un'altra o di un suo ramo di business. Sono operazioni che possono raggiungere diversi obiettivi, dalla crescita delle quote di mercato allo sviluppo di tecnologie di produzione e che prevedono, generalmente, un processo standardizzato per la loro implementazione. Inoltre presentano alcuni punti di forza che permettono loro di essere preferite rispetto ad altre opzioni, come la velocità nell'abbattere le barriere all'entrata dei nuovi paesi o prodotti, l'aumento di potere di mercato e della base di risorse; contemporaneamente non bisogna però sottovalutare anche gli aspetti un po' più critici, tipici di un'operazione del genere, come la diversità delle culture aziendali, la creazione di asimmetrie informativa o, ancora, la potenziale sottovalutazione dei costi da sostenere per la scelta intrapresa.

Passando alle operazioni che vengono definite alleanze strategiche, si può dire che tra esse rientrano diverse tipologie stabilite a seconda di alcuni elementi caratteristici, come il rischio da condividere, la durata dell'alleanza e la tipologia, intesa come relazione esistente tra i due diversi attori. Per esempio, si possono avere semplici accordi commerciali, alleanze non-equity o joint venture. Anche qui gli scopi da raggiungere possono essere diversi, si può parlare di crescita dimensionale, di ottenimento di nuove tecnologie o riduzione del rischio finanziario relativamente a un investimento. Anche in questo caso risulta necessario valutare una serie di elementi critici affinché si ottengano risultati positivi da tali operazioni e tra essi si può ritrovare, per esempio, l'impegno del *senior management* nell'attivazione dell'alleanza, la diversità o somiglianza tra le culture aziendali, il

monitoraggio dei risultati per vedere come stia andando effettivamente l'operazione, o, ancora la chiarezza degli obiettivi e delle strutture dedicate alla creazione dell'alleanza.

Infine, parlando delle operazioni di ristrutturazione si può dire che esse racchiudono diverse tipologie di processi. Per Brauer, all'interno del macro gruppo *corporate restructuring* possono essere rintracciate tre diverse tipologia di ristrutturazione: organizzativa, finanziaria e di portafoglio. Le prime, riguardano per lo più la struttura organizzativa, quindi perimetro aziendale e personale sopra tutti. Le seconde invece consistono nell'intervento a livello patrimoniale, finanziario o debitorio dell'azienda in questione, con finalità di miglioramento, avendo come opzioni strategie di *Management buyouts*, *Leveraged buyouts* e *asset sell-offs*. Infine, le ristrutturazioni di portafoglio sono quelle operazioni che hanno come obiettivo la ridefinizione del proprio portafoglio strategico e tale strategia viene messa in atto, principalmente, tramite i disinvestimenti e le dissoluzioni.

Scendendo nel dettaglio nell'operazione di disinvestimento, con essa si intende la scelta di vendere all'esterno dell'impresa o distaccare dalla stessa senza perderne il controllo e/o la proprietà un'unità di business o un intero ramo aziendale. Parlando prima degli aspetti più tecnici relativi a tale strategia e solamente in un secondo momento della letteratura che ha studiato questo fenomeno, è corretto iniziare facendo una prima differenza tra il disinvestimento "involontario" e il disinvestimento "volontario": con il primo si intende il disinvestimento obbligato come conseguenza di qualche atto giuridico contro l'impresa in questione, con il secondo, invece, si considera l'operazione come una scelta ponderata dell'impresa. Un concetto simile è la classificazione del disinvestimento come reattivo o proattivo, nella quale col primo si intende il disinvestimento effettuato in conseguenza all'avvenire di un determinato evento, che potrebbe essere una performance negativa, la necessità di liquidità o altre cause che comunque costringono l'impresa a intraprendere una scelta del genere, mentre, con disinvestimento proattivo si considera tale operazione come scelta strategica all'interno di un piano di crescita strutturato razionalmente. Per quanto riguarda il disinvestimento proattivo, possono essere diverse le motivazioni sottostanti che agiscono in maniera favorevole. Tra queste, può essere il caso della scarsa aderenza tra il business in questione e il resto delle attività dell'impresa, che alla lunga potrebbe creare dei danni all'impresa, alla sua crescita e alle sue performance. Un'altra causa potrebbe essere la dispersione delle sinergie tra i business all'interno dell'azienda, che di conseguenza non valorizzano la numerosità e la quantità degli stessi sotto l'unica proprietà e controllo. Anche il declino delle performance può spingere verso un'operazione di *divestiture*, in quanto probabilmente la causa scatenante questo peggioramento della situazione economico-finanziaria complessiva potrebbe essere una sola unità poco performante che espande i danni a livello globale. Ancora, la ricerca di un ingresso nei mercati di capitali può agire come fattore motivazionale verso l'implementazione di una strategia del genere, in quanto la cessione di un business può favorire

la sua conseguente quotazione in borsa e, di riflesso, un arricchimento ulteriore per la società che cede se si opera una strategia di *spin-off* o *equity carve-out*. Una motivazione scontata può essere la ricerca di liquidità in maniera immediata che, quindi, richiede l'implementazione di una scelta come il disinvestimento. Infine, può essere anche il caso della particolare attrattività di un determinato business, per il quale il mercato e gli investitori stravedono, magari anche in misura superiore dell'impresa madre che, quindi, può sfruttare un'opportunità del genere se non prevede un piano di crescita e valorizzazione di tale business all'interno della sua gestione.

Una volta analizzate le potenziali cause e motivazioni che spingono le imprese ad operare una scelta di disinvestimento, risulta utile parlare sinteticamente del processo che segue tale operazione. Si inizia con la decisione vera e propria di implementare un disinvestimento. La scelta, ovviamente, viene presa solamente dopo aver effettuato un'attenta analisi delle diverse alternative che si presentano al top management e avere valutato aspetti positivi e negativi di ognuna di esse, facendo sì che il disinvestimento risulti la migliore opzione perseguibile. Una volta presa la decisione, quindi, è il momento della preparazione dell'affare, per cui l'impresa che decide di cedere ha il compito di cercare di "impacchettare" il business da vendere in modo da risultare il più appetibile possibile agli occhi degli acquirenti. Si passa così alla fase *carve-out*, con la quale si indica il distacco di tutto ciò che mantiene legati il business in questione e l'impresa madre, e tale fase ha lo scopo di evitare il verificarsi di potenziali effetti negativi post operazione su entrambe le entità in questione, rendendole slegate il più possibile. Segue la fase di offerta vera e propria sul mercato, che viene accompagnata da un documento in cui sono presenti tutte le informazioni necessarie per concludere il *deal*. L'ultima fase, è ovviamente la chiusura dell'accordo, il vero e proprio *closing*, con il quale l'operazione viene definita in maniera terminale e il business passa dalla proprietà della casa madre a quello dell'acquirente, o diventa effettivamente distaccato dalla *parent company*.

Avendo trattato in maniera tecnica il tema del disinvestimento, si può passare allora allo studio e all'approfondimento di esso sotto l'aspetto degli studi empirici e manageriali. Innanzitutto, risulta fondamentale dire che l'interpretazione del fenomeno del disinvestimento non è sempre stata positiva, ma tutt'altro. Solamente con il passare del tempo e l'incrementarsi delle operazioni di disinvestimento, essa è riuscita ad essere cambiata, offrendo al *divestiture* anche una visione positiva. Scendendo maggiormente nel dettaglio, i primi studi attorno a tale tematica risalgono intorno agli anni '70-'80. Di fatti, si tratta di studi che più che altro si concentrano sui fenomeni più "rinomati" delle fusioni e delle acquisizioni, che vengono viste come lo strumento principale per poter crescere e dal quale può discendere lo studio del disinvestimento. Infatti, in quei tempi, il disinvestimento veniva visto come lo speculare del fenomeno dell'acquisizione, era la controparte di tale operazione e, pertanto, non prevedeva un approfondimento in maniera esclusiva e distaccata dal fenomeno

principale dell'acquisizione. Uno studio importante che si differenzia da questa corrente è quello effettuato da I. M. Duhaime e J. H. Grant nel 1984, i quali si sono focalizzati sui fattori determinanti la scelta del disinvestimento e la sua riuscita. Gli studiosi hanno preso in considerazione cinque elementi che potenzialmente avevano la funzione di condizionare la scelta del disinvestimento, ed esse sono la forza finanziaria a livello di impresa, la forza finanziaria e competitiva dell'unità di business da cedere, l'interdipendenza tra quest'ultima e le restanti unità, l'andamento generale dell'economia e, infine, il rapporto con il management. Lo studio ha messo in evidenza come la situazione finanziaria aziendale, messa in evidenza dal ROE, abbia una forte ascendenza sulle decisioni di disinvestire, così come la performance dell'unità in dismissione e l'interdipendenza tra le unità di business. Le altre due variabili, invece, non sono state in grado di giustificare un'eventuale relazione con la scelta del disinvestimento. Lo studio risulta comunque importante perché è uno dei primi che si concentra esclusivamente sul tema del disinvestimento, seppure ancora in chiave reattiva, in quanto i casi studiati erano riferiti a situazioni in cui determinati segnali interni hanno agito da stimolo nella decisione, rendendola quasi obbligata. Altri studi in merito alla relazione causa-effetto che porta alla scelta del disinvestimento sono stati effettuati successivamente e, in particolare, C. Markides nel 1993 studiò perché negli anni precedenti ci fu una grande ondata di disinvestimenti per le imprese statunitensi. Dallo studio, evinse che la maggior parte delle aziende che avevano compiuto una scelta di disinvestimento risultava essersi sovra-diversificata nei periodi precedenti. Quest'affermazione includeva un importante concetto economico, ovvero il fatto che esistesse un limite alla diversificazione, oltrepassato il quale non si ottenevano più i benefici tipici di tale strategia ma, al contrario, venivano superati dai costi necessari per implementarla. Tutti questi studi, però, ancora evidenziavano l'interpretazione tipica del disinvestimento come un'azione di correzione, di reazione a qualche segnale negativo proveniente, per lo più, dall'interno dell'impresa.

Con il passare del tempo, si sono fatte avanti nuove teorie e interpretazioni che hanno iniziato a mettere in luce in maniera sempre più forte la considerazione del disinvestimento come strategia di crescita, ovvero come azione proattiva, stante a significare il fatto che tale strategia non sia più esclusivamente un'azione reattiva ma, al contrario, una tappa prestabilita all'interno del percorso di crescita dell'impresa.

Un importante contributo è stato quello di A. K. Buccholtz, M. Lubatkin e H. M. O'Neill che nel 1999 attenzionarono il comportamento del *seller* in una scelta di disinvestimento e, in particolare, come e perché questo potesse riuscire a estrapolare valore da un'operazione del genere. Gli studiosi hanno, in un primo momento, identificato le potenziali determinanti che potessero avere effetti sul *deal* e sulle performance dell'impresa e, successivamente, hanno discusso quali siano quelle che effettivamente sono significative. Esse sono divise in due macrocategorie, da un alto il contesto del

disinvestimento e, dall'altro, gli altri fattori. Nel primo rientrano il declino delle performance, il fallimento delle fusioni, la scelta proattiva e, infine, il *turnaround* delle risorse; nei secondi, invece, la durata di tempo degli amministratori, il loro compenso, la presenza di minoranze e la percentuale di possesso delle azioni da parte del management. L'ipotesi alla base dello studio è la capacità del mercato e degli investitori di "prevedere" in un certo senso l'azione del management in questione di optare per un disinvestimento, con la conseguenza di una crescita della pressione sul *seller*. Lo studio, quindi, mira a spiegare in che modo la pressione agisca a seconda della tipologia di disinvestimento e come il *seller* possa evitarla e ottenere un *closing* di alto valore e una performance post disinvestimento positiva. In particolare, prendendo in considerazione le scelte che rientrano nel cosiddetto contesto del disinvestimento, gli studiosi hanno cercato di classificarle in due direzioni: da un lato, vi è il disinvestimento inteso come strategia di sviluppo, dall'altro, invece, come conseguenza di una performance negativa. Di fatti, le quattro tipologie di scelte, secondo gli studiosi, si piazzano nel seguente modo: se il disinvestimento è preso in considerazione come conseguenza del declino dei risultati aziendali o successivamente al fallimento di una precedente fusione, allora si tratta di disinvestimenti che sono scelti come conseguenza di una performance negativa dell'impresa, a livello di business o globale. Se invece, si tratta di disinvestimenti intesi come proattivi o *turnaround*, allora si tratta di scelte che tendono ad essere strategie di sviluppo. Nei due casi, quindi, i comportamenti delle imprese da assumere nel processo di disinvestimento sono diversi. Nel caso del disinvestimento conseguente a performance negative, e in particolare al vero e proprio declino di esse, è importante che l'impresa anticipi i segnali provenienti dall'interno rispetto a quanto possa proliferare all'esterno della stessa, in quanto se dovessero uscire informazioni verso gli investitori e il mercato allora risulterebbe più difficile per la stessa estrapolare più valore possibile dal *deal*. Nel caso in cui, invece, si tratti della conseguenza al fallimento di una fusione, allora il management deve avere la capacità di non ritardare il processo di vendita, cercando di andare anche contro l'inerzia organizzativa e favorire il riconoscimento degli errori, in modo da non precludere e non peggiorare la situazione e la performance globale dell'impresa. Se, invece, si parla della direzione relativa alle strategie di sviluppo, il discorso risulta essere diverso. In particolare, nel caso in cui l'impresa sia caratterizzata da performance positive, il disinvestimento, generalmente, riguarda allora quei business meno correlati rispetto al *core business* ed è capace di generare parecchio valore in quanto la cessione viene effettuata per business in salute e che possono essere profittevoli anche passando nella proprietà di altre società. Nel caso in cui, invece, sia una tattica di *turnaround* a obbligare la scelta del disinvestimento, allora significa che l'impresa ha come *modus operandi* quello di rinnovare il parco risorse, i business posseduti e/o altri elementi relativi all'organizzazione strutturale a determinate cadenze temporali. In questo caso, il disinvestimento, quindi, rientra all'interno di una strategia ben

definita dell'impresa, in quanto viene collocato al termine di un percorso dell'unità, il quale consiste probabilmente nel suo recupero e nel renderlo appetibile agli occhi degli investitori, proprio con il fine di venderlo al miglior prezzo possibile. Analizzando, invece, gli altri elementi gli studiosi hanno potuto notare come la durata e il compenso degli amministratori possano agire in senso opposto alle probabilità dell'impresa di intraprendere un disinvestimento, rallentando, quindi, tale processo nei casi in cui viene preso in considerazione o risulta obbligato come conseguenza di altri eventi. Nel caso del compenso del management, invece, è necessario verificare se si tratta di compenso legato alla dimensione o al valore di mercato dell'impresa. Nel primo caso, ovviamente, il disinvestimento verrà preso in considerazione rare volte dato che avrebbe l'effetto di ridurre la dimensione aziendale e, quindi, il compenso; nel secondo caso, invece, se il valore di mercato non rispecchia quello reale dell'impresa, allora i manager potrebbero prendere in considerazione il disinvestimento con più frequenza se risulta essere la scelta migliore per aumentare la capitalizzazione dell'azienda. La presenza di minoranze o amministratori esterni, invece, funziona da fattore di spinta per il disinvestimento, in quanto si tratta di elementi esterni che hanno come obiettivo quello di migliorare oggettivamente la performance aziendale e, se il disinvestimento dovesse riuscire in tale scopo, saranno i primi a spingere in tal senso. Infine, per quanto riguarda il possesso di azioni da parte dei membri del *board* esso è un fattore che potrebbe stimolare l'implementazione di una scelta di *divestiture*, in quanto potrebbe essere utilizzata per migliorarne il prezzo delle stesse.

Per capire poi, in che modo realmente il disinvestimento migliori la performance, si sono fatti avanti diversi studi. *In primis*, secondo K. Kaiser e A. Stouraitis il successo è conseguenza del miglioramento del *fit* tra il business in dismissione e l'impresa, del controllo da parte degli *shareholders* sull'attività manageriale e, infine, della flessibilità nei processi aziendali e nel potere decisionale. Secondo D. Lee e R. Madhavan, invece, le teorie che giustificano il miglioramento della performance sono la teoria dei costi di transazione e la teoria dell'agenzia. Con la prima si intende il risparmio dovuto ai costi di diversificazione che con un'operazione di disinvestimento vengono cancellati; con la seconda la riduzione di asimmetrie informative, di conflitti di interesse e di raccolta di informazioni. E. Peruffo, A. Berri e L. Pirolo, misurando i risultati di una serie di imprese europee che hanno adoperato un disinvestimento, hanno notato come la performance possa essere influenzata da una serie di elementi. In particolare, la presenza di *blockholder* ha un'influenza positiva sulla performance del disinvestimento, soprattutto in caso di disinvestimenti reattivi. Lo stesso si può dire per il disinvestimento di business non correlati, in quanto evidenziano la scelta del management di focalizzarsi sui *core business*. Infine, il ROA pre disinvestimento, invece, influenza positivamente la performance successiva se risulta essere in precedenza basso e risultano essere presenti *blockholder*; lo stesso si può dire nel caso di un ROA pre disinvestimento basso e un'alta correlazione tra i business

da cedere, mentre, se il ROA dovesse avere un valore positivo, allora potrebbe influenzare positivamente la performance aziendale se i business da cedere risultano essere non correlati. Ancora, secondo K. Lee e T. Roh un metodo per misurare la creazione di valore tramite i disinvestimenti è l'aumento di attività innovativa, quindi del dipartimento di ricerca e sviluppo, all'interno dell'impresa in conseguenza dell'operazione di *divestiture*.

Dopo aver analizzato le diverse teorie alla base del disinvestimento e dei suoi effetti, risulta fondamentale fare una classificazione tra le diverse modalità di disinvestimento e le loro valutazioni finanziarie.

Partendo dallo *spin-off*, si può dire che esso consiste nell'operazione strategica in cui una divisione della *parent company* viene distaccata da quest'ultima per dare origine a una nuova realtà aziendale, rendendosi, quindi, indipendente dalla società madre, seppure rimane sotto la proprietà degli azionisti della *parent*. L'operazione di *sell-off* consiste invece nella cessione di una *business unit*, di una sussidiaria o, genericamente, di una porzione d'impresa ad un attore economico già esistente, il quale ricambierà l'acquisizione della proprietà tramite risorse finanziarie, liquide o azioni. Infine, l'operazione di *equity carve-out* consiste, invece, nel disinvestimento (parziale) di una *business unit* tramite il quale la *parent company* cede una parte dell'*equity* di tale BU ad investitori esterni, trattandosi generalmente di una minoranza della stessa.

Concentrandoci, adesso, sull'analisi di nostro interesse, si tratta di uno studio sul legame che esiste tra il disinvestimento e il valore creato dalle aziende, in che modo i due elementi si legano e quali sono le variabili che possono spiegare tale relazione. Prima di scendere nel dettaglio è importante introdurre in maniera sintetica quali siano i principali metodi di valutazione finanziaria dell'operazione di disinvestimento.

La valutazione finanziaria della strategia di disinvestimento, trattandosi di valutazione di imprese multibusiness, prende le mosse dalla metodologia *Sum of parts*. Essa consiste nella valutazione singolare di ogni business, per poi effettuare una somma degli stessi e arrivare al valore complessivo, dal quale devono essere però dedotte quelle spese sopportate a livello aziendale per arrivare infine all'*equity value*, a meno che ci si voglia soffermare sull'*enterprise value*. In genere, però, tale metodologia non è l'unica utilizzata in quanto si tratta di valutazioni che possono presentare complessità e spesso si può cadere in errore. Di fatti, altri metodi utilizzati sono l'analisi dell'*accretion/dilution* o dell'EVA, *Economic Value Added*. Con la prima si indica quella metodologia che ha come obiettivo la verifica dell'aumento o diminuzione dell'EPS (*Earnings per share*) delle azioni della società. Di fatti, se l'operazione di disinvestimento comporta un'*accretion* significa allora che l'EPS post *deal* risulta superiore a quello stimato; al contrario, una *dilution* determina una riduzione di tale EPS. Il metodo EVA, invece, cerca di capire se un business crea o

distrugge valore. La formula utilizzata per il calcolo dell'EVA prevede la differenza tra il NOPAT, ovvero il *Net Operating Profit After Taxes*, e il prodotto tra il CI (Capitale Investito) e il WACC (*Weighted average cost of capital*). Per tornare invece all'analisi *Sum of part*, anche conosciuta come *SoP valuation*, in essa possono essere utilizzate diverse metodologie per calcolare il valore dei singoli business. I principali metodi sono il metodo dei flussi di cassa attualizzati e il metodo dei multipli di borsa. Il primo consiste nella previsione dei futuri flussi di cassa che l'impresa prevede di ottenere e la loro successiva attualizzazione, in modo da scoprire il valore attuale dell'impresa o dell'equity a seconda della tipologia di flussi di cassa attualizzati. Per quanto riguarda, invece, il metodo dei multipli comparabili, o multipli di borsa, consiste nella stima del valore aziendale attraverso il confronto del valore di altre aziende che hanno caratteristiche simili e che quindi possono essere considerate come comparabili. Nel dettaglio, si effettua un rapporto tra due grandezze, un valore di mercato e una grandezza economica, per le imprese prese in considerazione, si calcola successivamente la media di tale rapporto, la quale viene poi moltiplicata per la grandezza economica nota e ottenere il valore di mercato del business target.

Passando all'analisi della relazione tra disinvestimenti e creazione di valore, in questo caso è stato preso in considerazione un database contenente più di duemila aziende, statunitensi e quotate in borsa, di grosse dimensioni, le quali hanno effettuato tra il 2005 e il 2019 operazioni di disinvestimento tramite *exit*, *partial exit* o *exit new-stake*, che denominate in altro modo sono rispettivamente *sell-off*, *equity carve-out* e *spin-off*. In particolare, si tratta di un'analisi di regressione prendendo in considerazione come variabile indipendente il numero di disinvestimenti, ad attestare quindi la scelta volontaria dell'impresa di disinvestire, e come variabile dipendente la *LIVA*. La *LIVA*, o *Long term Investor Value Appropriation*, è un indicatore che misura appunto il valore aggiunto nel lungo termine, che quindi permette di studiare l'effetto dei disinvestimenti sulle performance delle imprese nel lungo periodo. È stato scelto come indicatore perché si tratta, *in primis*, di un indicatore che si presta meglio degli altri per misurazioni in termini assoluti, a differenza dei vari *ratios* come ROA, ROE ed altri che possono non lasciare intendere in maniera chiara la grandezza assoluta dell'operazione e perché, inoltre, permette di misurare i risultati delle strategie in archi temporali molto lunghi, aspetto che nella maggior parte delle ricerche precedentemente effettuate è stato raramente presente. Per quanto riguarda l'analisi, sono state definite alcune variabili di controllo con lo scopo di avere un'idea più chiara dei fattori che possono influenzare l'andamento della relazione tra le due variabili principali. Tali variabili sono la modalità di disinvestimento, lo stato federale statunitense in cui ha avuto origine l'azione di disinvestimento, la longevità dell'azienda, la disponibilità di risorse, la performance precedente all'operazione di *divestiture* calcolata come differenza dalla media del settore, la performance pre disinvestimento misurata dal ROA, la presenza

o meno di crisi finanziarie, il valore del *deal* e, infine, l'intensità della competizione. Affinché tali variabili potessero essere considerate significative, è stato stabilito un *p value* < 0.10. Inoltre, l'analisi è stata effettuata tramite il software STATA12, utilizzando la regressione tramite *panel data*.

Dall'analisi di regressione è risultato che esiste effettivamente una relazione significativa tra il numero dei disinvestimenti e la creazione di valore a lungo termine, dato un *p value* < 0.10 (0.055 nello specifico). Inoltre, il segno di tale relazione è positiva. In altre parole, il numero dei disinvestimenti, e quindi la scelta di disinvestire, influenza in modo positivo la performance di lungo periodo dell'impresa e il valore creato dalla stessa per gli investitori. Allo stesso tempo, sono state analizzate le variabili di controllo scelte e dallo studio si può evincere che le variabili in grado di spiegare l'andamento della relazione tra disinvestimenti e *LIVA* sono la disponibilità delle risorse (nello studio *firm slack*), la performance pre disinvestimento misurata dal ROA (*pre restructuring performance, ROA*) e la presenza di crisi finanziarie (*financial crisis*). Per tutte e tre le variabili, a differenza delle altre che erano state scelte in origine, è risultato un *p value* < 0.10. Scendendo maggiormente nello specifico, per quanto riguarda la disponibilità delle risorse si nota come essa agisca in maniera negativa sul rapporto tra disinvestimenti e creazione di valore. Contrariamente, il ROA pre disinvestimento e le crisi finanziarie agiscono da fattori positivi su tale relazione.

Risulta necessario, quindi, capire il perché del verificarsi di tali risultati. Partendo dalla relazione principale tra variabile dipendente e variabile indipendente, le ragioni che possono spiegare un tale andamento sono diverse. Sicuramente, il risparmio di risorse o comunque la non dispersione delle stesse è un primo fattore che può spingere il disinvestimento verso risultati del genere, in quanto vendendo, per esempio, quei business poco produttivi o ormai troppo obsoleti, l'impresa risparmierebbe le risorse necessarie per la loro sopravvivenza. Affinché una soluzione del genere porti risultati positivi anche nel lungo periodo, può risultare conveniente applicare la scelta del disinvestimento in maniera costante nel tempo, quasi routinaria facendo sì che l'impresa rimanga aggiornata con i tempi. L'aumento dell'attività di ricerca e sviluppo può rappresentare un altro punto di forza, stavolta probabilmente più importante, della strategia di disinvestimento. Diversi studi confermano la teoria secondo la quale in seguito alle operazioni di disinvestimento si assiste all'interno dell'impresa a una crescita del tasso di innovazione. La protezione delle innovazioni tramite brevetti e altri strumenti simili potrebbe favorire la creazione di una posizione di superiorità rispetto agli altri *player* del settore, specialmente se quest'ultimo è caratterizzato da alta intensità di innovazioni. L'esportazione del concetto appena descritto a livello di cultura aziendale, rappresenta un ulteriore stimolo all'implementazione della strategia di disinvestimento e un fattore che potrebbe influenzare positivamente la relazione tra essa e la creazione di valore nel lungo periodo. In particolare, si tratterebbe di creare un *mindset* aziendale orientato al cambiamento, aperto

all'innovazione e alla costante ricerca di nuove soluzioni per la crescita aziendale. Strettamente legato a questo concetto è il tema secondo il quale rinnovare costantemente il parco risorse con il passare di un certo lasso di tempo può portare a un miglioramento della produttività aziendale che può agire come stimolo per alimentare la sua attrattività. Ovviamente, una scelta del genere risulta, quindi, strettamente legata alle scelte di disinvestimento, in quanto rinnovare le risorse, finanziarie, umane e organizzative, richiede la cessione di alcune di esse o di determinate unità per cercarne di nuove. Anche la valorizzazione dei business all'esterno della casa madre può garantire ottimi risultati nel lungo periodo. Di fatti, la cessione tramite *spin-off* o *equity carve-out*, dato che la proprietà e il controllo delle nuove entità rimangono comunque sotto il tetto della casa madre, possono permettere a quest'ultima nuovi introiti e un miglioramento delle performance e delle sinergie con le stesse. Infatti, la separazione di queste permette loro di ottenere una maggiore libertà e flessibilità di scelta che all'interno dell'assetto originario, probabilmente, non trovavano. In questo modo, si trovano di fronte la possibilità di crescere senza limiti e di conseguenza di puntare a migliorarsi costantemente e ottimizzare le performance, nel breve e nel lungo termine.

Parlando, invece, delle implicazioni a livello strategico, implementare una scelta di disinvestimento aiuterebbe l'impresa a raggiungere obiettivi legati al controllo e monitoraggio dell'attività e alla flessibilità organizzativa. Per quanto riguarda l'attività di controllo, può dirsi che un'impresa che presenta una struttura appesantita, in quanto caratterizzata dalla presenza di numerose unità di business tra di loro più o meno correlate, comporta una importante complessità nello svolgere tale attività. L'implementazione di una scelta di disinvestimento permetterebbe invece all'impresa di acquisire maggiore semplicità nei processi di monitoraggio e misurazione delle performance, e per questo potrebbe risultare utile attuarla per ottenere vantaggi sia in termini di breve periodo che più a lungo. Passando alla flessibilità, anche in questo caso la pesantezza strutturale potrebbe rallentare i processi decisionali legati alla crescita aziendale e quindi alla creazione di valore nel lungo periodo. Optare per una strategia di disinvestimento potrebbe risultare la scelta più azzeccata poiché si alleggerirebbe il processo burocratico di scelta e di autorizzazioni tra diversi livelli manageriali e si acquisirebbe maggiore freschezza e velocità. Infine, un ulteriore stimolo che giustifica l'utilizzo di una strategia di disinvestimento è dato dalla sua natura e dai tempi odierni. Il disinvestimento in sé permette alle aziende di eliminare quei business che non sono più considerati al centro del progetto aziendale e, quindi, di concentrarsi esclusivamente su quelli più appetibili e redditizi per la salute dell'impresa. Contestualmente, la situazione di oggi è caratterizzata da una crescente mediocrità dell'omologazione, in quanto i fenomeni della globalizzazione e dei social hanno contribuito a creare una società omogenea in gran parte del mondo, facendo sì che le peculiarità di ogni territorio, di ogni cultura e, arrivando in fondo, di ogni impresa si assottigliassero per somigliarsi tra di loro. Date queste

premesse, implementare oggi una scelta di disinvestimento con lo scopo di abbandonare questo modo di agire, caratterizzato per lo più dal volere costantemente ricercare nuovi prodotti per possederne sempre di più, piuttosto che concentrarsi sulla qualità degli stessi, potrebbe rivelarsi un'opzione interessante per il futuro delle imprese. In questo modo, queste ultime potrebbero avere l'opportunità di innalzarsi rispetto alle altre e dettare la loro superiorità, creando un gap che favorirebbe la creazione di vantaggio competitivo e, di riflesso, di valore generato per azionisti e non solo.

Per quanto riguarda, invece, gli elementi che possono influenzare il rapporto tra disinvestimenti e valore creato, a partire dalla crisi finanziaria si può trovare facilmente il perché essa agisca da fattore positivo nella relazione. La presenza di una crisi finanziaria pone, di fatti, tutti i partecipanti di un determinato settore, prodotto o territorio sullo stesso piano. Una situazione del genere rappresenta una grande opportunità, in quanto la celerità di operare una scelta di disinvestimento comporterebbe la creazione di una posizione di vantaggio per quell'impresa che è riuscita in tempo a recuperare una salute economico-finanziaria più o meno positiva e che, quindi, le permette di superare le sue concorrenti. Lo stesso si può dire per un ROA pre disinvestimento positivo, in quanto la scelta di disinvestire presa in un contesto del genere viene accolta in modo migliore sia all'interno che all'esterno dell'impresa, in quanto viene vista come tappa di un processo di crescita ben definito che prevede, per l'appunto, una fase in cui disinvestire risulta necessario per migliorare ulteriormente la situazione. Infine, la disponibilità delle risorse agisce in maniera contraria in quanto, se viene intesa come abbondanza, le risorse affinché riescano a creare vantaggio competitivo e, quindi, valore è necessario che siano rare, come attesta la *Resource based view*. Questo fa sì che un'abbondanza delle stesse possa agire in maniera contraria, rallentando il processo di innovazione e crescita.

Si può concludere analizzando gli effetti del Covid-19 sulle strategie di disinvestimento attuate e potenzialmente attuabili nel breve periodo dalle imprese. Secondo Bain&Company la pandemia ha fortemente accelerato il trend legato ai disinvestimenti, seppur in un primo periodo potesse portare a un rallentamento dovuto alla minore quantità di tempo dei manager obbligati a lottare per la sopravvivenza delle imprese. Allo stesso tempo si stagliano dei trend importanti per quanto riguarda tali operazioni, in quanto si inizia ad associare il valore della cessione al verificarsi di determinate condizioni, anche più in avanti con i tempi, o comunque si stringono degli accordi che richiedono una collaborazione tra le imprese attori della trattativa di vendita, in modo da ottenere risultati migliori.