

Facoltà: Economia

Cattedra: Finanza Aziendale Avanzato

**Strategie di disinvestimento per la  
creazione di valore azionario**

Relatore  
Prof.essa Genco Alessandra

Candidato: Greco Domenico  
Matr.: 616071

Correlatore  
Prof. Cellini Paolo

ANNO ACCADEMICO 2009/2010

## INDICE

INTRODUZIONE .....	4
<b>CAPITOLO 1 - LE OPERAZIONI DI DISINVESTIMENTO: DEFINIZIONE, MOTIVAZIONI STRATEGICHE E QUADRO TEORICO .....</b>	<b>7</b>
LE OPERAZIONI DI DISINVESTIMENTO AZIENDALE.....	7
<i>Il pentagono della McKinsey</i> .....	8
<i>Qual è l'oggetto di un'operazione di disinvestimento?</i> .....	10
<i>Le principali tipologie di corporate divestiture</i> .....	11
<i>Le motivazioni strategiche alla base di una scelta di disinvestimento</i> .....	13
LA PROSPETTIVA D'ANALISI: LA TEORIA DEL VALORE PER GLI AZIONISTI .....	17
<i>Perché una strategia di disinvestimento può migliorare il benessere degli azionisti?</i> .....	19
<i>Le principali teorie economiche e manageriali a sostegno dell'ipotesi di creazione di valore per gli azionisti</i> .....	21
La teoria dell'impresa .....	22
La teoria dell'agenzia.....	24
Problemi di agenzia ed eccessiva diversificazione delle imprese.....	25
La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari.....	27
<b>CAPITOLO 2 - I DRIVER DI CREAZIONE DI VALORE E LE VARIE OPZIONI DI DISINVESTIMENTO: UN CONFRONTO ITALIA - USA.....</b>	<b>30</b>
TIPOLOGIA, MOTIVAZIONI E CREAZIONE DI VALORE: UN FRAMEWORK LOGICO .....	30
<i>I driver di creazione di valore</i> .....	31
LE OPERAZIONI STRAORDINARIE DI DISINVESTIMENTO NELLA LEGISLAZIONE CIVILISTICA ITALIANA ....	32
<i>La scissione: forme e struttura</i> .....	33
L'ordinamento giuridico e l'iter procedimentale previsto per le operazioni di scissione.....	35
La delibera di scissione.....	40
La tutela di creditori ed obbligazionisti.....	42
L'atto di scissione .....	43
Il divieto di assegnazione di azioni .....	43
Adempimenti particolari per le operazioni di scissione alle quali partecipano società quotate .....	44
La fiscalità dell'operazione di scissione.....	46
<i>Le operazioni di conferimento di ramo d'azienda e quotazione delle azioni della conferitaria</i> .....	49
La procedura di conferimento .....	50
<i>L'IPO di un'impresa privata</i> .....	62
<i>La cessione di un ramo d'azienda</i> .....	67
Gli adempimenti civilistici in tema di cessione d'azienda.....	69
La fiscalità di un'operazione di cessione d'azienda .....	72
CENNI SULLE OPZIONI DI DISINVESTIMENTO NEL CONTESTO STATUNITENSE.....	73
<i>L'operazione di corporate spin-off</i> .....	75
Struttura ed aspetti contabili.....	75
Alcuni cenni sulle caratteristiche procedurali di uno <i>spin-off</i> .....	76
I possibili razionali strategici di uno <i>spin-off</i> .....	78
Una variante dello <i>spin-off</i> : lo <i>split-off</i> .....	82
<i>Equity Carve-out</i> .....	83
Struttura, procedimento e fiscalità di un <i>equity carve-out</i> .....	85
Il procedimento di quotazione della sussidiaria in un <i>equity carve-out</i> : cenni sull'IPO negli USA.....	90
Le motivazioni ed i razionali strategici .....	92
<i>Le operazioni di sell-off</i> .....	94
Le operazioni di cessione di un business: caratteristiche strutturali, fiscali e procedurali .....	96
La struttura .....	96
I fattori critici di successo in un'operazione di <i>sell-off</i> : un approccio strutturato .....	96
I vantaggi e gli svantaggi delle varie tecniche di negoziazione.....	101
Le motivazioni ed i razionali strategici .....	105
<b>CAPITOLO 3 - LA VALUTAZIONE DELLE STRATEGIE DI DISINVESTIMENTO .....</b>	<b>108</b>
L'ANALISI FINANZIARIA DELLE STRATEGIE DI DISINVESTIMENTO .....	108
<i>Break up (o Sum of the Parts) valuation</i> .....	108
Le metodologie di valutazione di un business.....	111

Il metodo del <i>Discount Cash Flow</i> (DCF).....	111
Il metodo dei multipli di mercato di società comparabili .....	118
Il metodo delle transazioni comparabili .....	120
Le problematiche di valutazione delle imprese private .....	121
DCF e natura privata dell'impresa .....	122
Multipli di mercato di imprese comparabili e natura privata dell'impresa .....	123
Il metodo EVA nell'analisi delle strategie di ristrutturazione .....	123
<i>Analisi della struttura di capitale</i> .....	126
<i>Analisi di Accretion/dilution</i> .....	127
<i>Creazione di valore per gli azionisti</i> .....	128
Il <i>Price to Earning ratio</i> .....	131
Il <i>Market Value Added</i> (MVA) .....	132
LA VALUTAZIONE DELLE DIVERSE OPZIONI DI DISINVESTIMENTO .....	133
<i>Valutazione e creazione di valore di un'operazione di spin - off</i> .....	133
<i>Valutazione e creazione di valore in un'operazione di Equity Carve-Out</i> .....	137
<i>Valutazione e creazione di valore in un'operazione di cessione privata di un business</i> .....	139
<b>CAPITOLO 4 - CASE STUDY: FIAT VARA IL PROGETTO DI SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE DI FIAT INDUSTRIAL S.P.A. AI SENSI DEGLI ARTT. 2506 E SEGUENTI DEL CODICE CIVILE .....</b>	
<b>141</b>	
L'OPERAZIONE DI SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE.....	141
<i>Aspetti giuridici</i> .....	141
<i>Effetti organizzativi della scissione</i> .....	142
<i>Aspetti strategici</i> .....	146
<i>Prospettive e programmi strategici delle società partecipanti alla scissione</i> .....	147
<i>Elementi patrimoniali oggetto di scissione</i> .....	149
VALUTAZIONE ED ANALISI FINANZIARIA DELL'OPERAZIONE DI SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE	151
<i>La break up analysis di Fiat Group</i> .....	152
<i>La valutazione delle società partecipanti alla scissione</i> .....	157
La valutazione di Fiat Auto S.p.A post scissione .....	157
La valutazione di Fiat Industrial S.p.A.....	163
<i>Fonti di creazione di valore e prospettive del business dei Capital Good</i> .....	168
CONCLUSIONI .....	173

## Introduzione

L'attuale fase di crisi economica impone alle imprese di accelerare i processi di risposta alle modificazioni in atto nei diversi comparti industriali: la necessità di una maggiore flessibilità strategica per fronteggiare le minacce poste da tali cambiamenti rende non più sostenibile una condizione di inefficienza connessa ad un'eccessiva diversificazione dell'impresa, spingendo il *management* nella direzione della rimozione di tali limiti alla creazione di valore attraverso una veloce e rapida revisione ed adattamento dei propri modelli di business e delle strategie di *corporate* all'odierno momento economico.

In questo scenario, la gestione delle imprese si caratterizza per un elevato grado di complessità, determinato da almeno tre variabili: 1) i limiti all'accesso alle risorse finanziarie; 2) la necessità di migliorare le proprie *performance* operative ed il posizionamento competitivo nel *core business*; 3) governare e, se possibile, anticipare i fenomeni di modificazione competitiva in atto; ovviamente, qualsiasi decisione finalizzata a gestire tale complessità deve essere assunta con l'obiettivo ultimo di massimizzare il valore dell'impresa e, indirettamente, degli azionisti.

Data la congiuntura economica odierna e la complessità di cui sopra, un'opzione strategica efficiente in termini di creazione di valore è rappresentata dalle strategie di ristrutturazione, ossia un sistema di decisioni integrato che, agendo sui diversi aspetti della gestione d'impresa, mira alla massimizzazione del valore potenziale d'impresa; nello specifico, questo lavoro focalizza l'attenzione su una specifica fase del processo di ristrutturazione volontaria, cioè la funzione assolta dalle operazioni di disinvestimento aziendale quali interventi di natura esterna che, ridimensionando il portafoglio di business dell'impresa, contribuiscono alla massimizzazione del suo valore potenziale.

Tutta la discussione sarà improntata ad analizzare come, da una prospettiva teorica, le strategie di disinvestimento possano essere in grado di rispondere sia alle problematiche di gestione delle imprese nell'attuale fase economica, sia di generare benessere per gli azionisti; in particolare, la prospettiva della creazione di valore conseguente all'attuazione di una strategia di disinvestimento viene spiegata grazie al contributo fornito dalla *Shareholder Theory*, mentre le teorie dell'impresa, dell'agenzia e dell'efficienza dei mercati finanziari (considerato che si fa riferimento a società quotate) chiariscono come il disinvestimento di un ramo d'azienda

attraverso scissione, conferimento o cessione di un ramo d'azienda possa essere una risposta efficiente ai problemi di eccessiva diversificazione delle imprese.

I principali obiettivi a cui un'adeguata politica gestionale dovrebbe rivolgersi nell'attuale fase di profonda crisi riguardano: 1) l'attrazione di risorse scarse come quelle finanziarie, 2) la massimizzazione del rendimento degli investimenti a livello di *business unit*, 3) risposte tempestive ai fenomeni di modificazione e riassetto dei settori industriali di appartenenza; la razionalizzazione delle attività di business attraverso operazioni di disinvestimento consente di perseguire tali obiettivi.

Sotto il primo profilo, è noto come la crisi finanziaria abbia ristretto i canali di accesso alle fonti di finanziamento: la depressione dei corsi azionari impone all'impresa di implementare strategie finalizzate a recuperare in parte l'attrattività dell'investimento in *equity* attraverso il miglioramento dei propri fondamentali di valore e della trasparenza nei confronti del mercato. Le stesse difficoltà di reperimento di risorse finanziarie riguardano anche la sfera del debito: con l'opzione di disinvestimento, l'impresa madre potrebbe o separare dalla struttura di *corporate business not core* con diverse esigenze di finanziamento oppure monetizzare il valore di business sopravvalutati reperendo risorse finanziarie necessarie o al riequilibrio della propria struttura finanziaria e/o per effettuare investimenti nel/i proprio/i *core business*; in entrambi i casi, l'uscita da uno o più business permette di recuperare efficienza nella gestione finanziaria d'impresa grazie alla riduzione del rischio di *default* connessa al riequilibrio della leva finanziaria dell'impresa, con conseguente abbattimento del costo del debito.

Qualsiasi opzione di disinvestimento realizza una separazione legale e formale della gestione dei business che rimangono in capo alla *corporate* da quelli target dell'operazione: in questo modo, si realizza una maggiore focalizzazione del *management* sia della casa madre che della/e sussidiaria/e disinvestita sui rispettivi business. Tale maggiore focalizzazione, in linea teorica, dovrebbe portare ad un aumento dell'efficienza gestionale e ad un miglioramento delle *performance* operative di entrambe le imprese; inoltre, in virtù della maggiore flessibilità strategica, dovrebbe essere più semplice per le imprese perseguire strategie di crescita finalizzate a migliorare il posizionamento competitivo di entrambe nei rispettivi business di riferimento, poiché post disinvestimento, le scelte strategiche dell'una non impattano più sulle condizioni di redditività dell'altra.

La stessa flessibilità strategica conseguente ad un'operazione di disinvestimento permette alle imprese di poter governare le dinamiche di cambiamento competitivo dei settori industriali di appartenenza e, in alcuni casi, anticipare le opportunità e le minacce poste da tali modificazioni e dai fenomeni di convergenza settoriale; dunque, l'autonomia e la velocità decisionale conseguenti ad un'operazione di *corporate divestiture* dotano le imprese degli strumenti necessari per poter governare le traiettorie evolutive dei rispettivi comparti industriali di riferimento.

Il risultato ultimo di qualsiasi decisione di disinvestimento dovrebbe essere la creare valore per gli azionisti; in particolare, attraverso le tre leve di creazione di valore individuate dalla letteratura (ossia, le *performance* operative, la percezione pubblica ed il riequilibrio della struttura finanziaria), l'operazione di disinvestimento dovrebbe aumentare il benessere degli azionisti nella misura in cui le imprese coinvolte presentino un valore cumulato (ossia, valore della casa madre più valore della sussidiaria target) superiore al valore di mercato riconosciuto alla *corporate* ante disinvestimento.

Per l'analisi del potenziale di valore generabile da un'operazione di disinvestimento si utilizzino gli stessi strumenti d'analisi finanziaria impiegati per le operazioni di M&A (EPS, P/E ed, in alcuni casi, l'MVA); la divergenza sta nella differente interpretazione dei risultati connessi ad un'operazione di disinvestimento, considerati gli effetti di natura organizzativa e strutturale, nonché le caratteristiche specifiche della singola opzione di disinvestimento con la quale realizzare l'operazione; si tratta, in buona sostanza, di dover tenere in considerazione, *in primis*, che un'operazione di disinvestimento comporta (tranne che per conferimenti minoritari) il deconsolidamento dei *financial* del business target dal bilancio della casa madre; in seconda istanza, che la specifica forma di disinvestimento incide in maniera differente sulle variabili economico/finanziarie della casa madre.

Un'ultima osservazione in tema di analisi dei risultati riguarda la tempistica con cui si sprigiona l'intero potenziale di creazione di valore di un'operazione del genere, in quanto solo una quota minoritaria di valore è effettivamente osservabile all'atto della transazione, mentre è molto più probabile che la liberazione della parte più significativa di tale valore emerga a distanza di uno o due anni dalla data di effettività dell'operazione: ciò giustifica il ricorso ad indicatori di creazione di valore di tipo prospettico, proprio per cogliere appieno il potenziale di valore generabile da un'operazione di disinvestimento.

## **Capitolo 1 - Le operazioni di disinvestimento: definizione, motivazioni strategiche e quadro teorico**

Quando si legge di operazioni di finanza straordinaria, ed in particolare di M&A o di quotazioni di borsa, la gran parte della copertura mediatica si concentra sulle strategie di crescita dell'impresa, mentre poca attenzione viene dedicata alle scelte di *corporate restructuring*, con le quali le imprese conglomerati, ridimensionando lo spettro delle proprie attività, tentano di aumentare il benessere per i propri azionisti.

Le operazioni di disinvestimento (in inglese, di *corporate divestiture*) sono strumenti attraverso cui un'impresa riesce ad attuare una strategia di ristrutturazione che, rispetto alla liquidazione o alla cessione d'azienda, differisce per due motivi: riguarda solo una parte dell'impresa e ne garantisce la continuità operativa.

Nel presente lavoro si darà conto delle operazioni di disinvestimento volontario, ossia risultanti da una scelta discrezionale e razionale del *management*: in questa prospettiva, è presumibile che la decisione sia assunta in base ad un progetto di disinvestimento con NPV positivo; questa assunzione è fondamentale per sostenere l'ipotesi di creare valore azionario di una strategia di disinvestimento. Le ristrutturazioni involontarie, invece, sono riferibili al ruolo degli organi di vigilanza della concorrenza e del mercato (*antitrust*), che possono obbligare un'impresa ad abbandonare parte dei business in cui opera se tale situazione lede la libera concorrenza.

In particolare, il lavoro analizzerà le opzioni di disinvestimento che prevedono la disposizione parziale o totale di un business con conseguente modificazione dell'attivo patrimoniale della società disinvestente e cambiamento della proprietà del ramo disinvestito.

### **Le operazioni di disinvestimento aziendale**

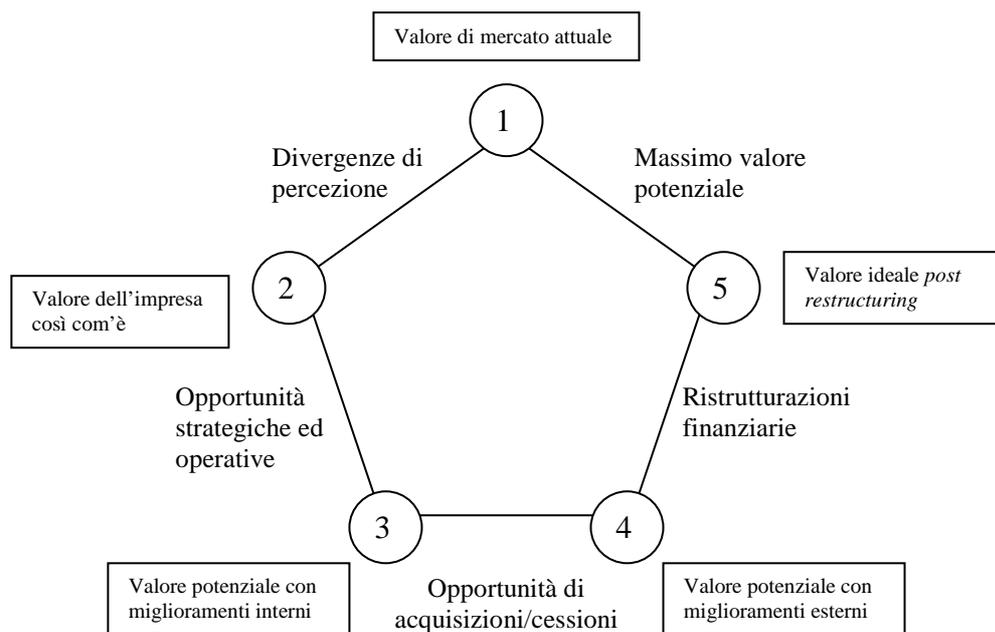
La prospettiva assunta è di analizzare le operazioni di disinvestimento aziendale come un'opzione di uscita/abbandono parziale o totale di un business nell'ambito di una più ampia strategia di ristrutturazione e razionalizzazione del portafoglio di business della casa madre finalizzata alla creazione di valore nell'interesse degli azionisti.

## Il pentagono della McKinsey

Per meglio comprendere il ruolo dei disinvestimenti aziendali all'interno delle strategie di ristrutturazione aziendale volontaria, il modello del pentagono elaborato dalla società di consulenza strategica ed organizzativa McKinsey<sup>1</sup> rappresenta un ottimo strumento di analisi e studio del fenomeno quale parte di un complesso sistema di decisioni *value – oriented*.

Il modello (schematizzato in figura 1) parte dall'assunto che qualsiasi decisione del *management* deve essere rivolta alla massimizzazione del valore dell'impresa: perciò, il pentagono individua le 5 fasi di cui si compone un processo sistematico di ristrutturazione, suggerendo al *management* di ragionare secondo la logica tipica del *corporate rider*:

Figura 1.1 – Un modello di ristrutturazione - Il pentagono della McKinsey



- 1) **Valore di mercato attuale** misura il valore del capitale proprio e di debito dell'impresa (pari al valore attuale netto dei flussi di cassa attesi). In questa fase viene condotta un'analisi storica volta ad individuare quali siano le leve fondamentali del valore attuale dell'impresa;

---

<sup>1</sup> Grant., R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 3<sup>rd</sup> Edition, Oxford – Blackwell, 2005, pagg. 535-537

- 2) **Valore dell'impresa così com'è:** mantenendo immutata la composizione del portafoglio di business, il valore di mercato dell'impresa dipende dalle sue prospettive di redditività, senza che vi sia alcun intervento di tipo operativo o strategico. Il valore (ritenuto equo dal giudizio del management) viene liberato migliorando la percezione pubblica dell'impresa presso gli investitori grazie ad una maggiore trasparenza informativa e ad una migliore comunicazione impresa-mercato.
- 3) **Il valore potenziale dell'impresa in seguito a miglioramenti interni** è funzione della massimizzazione dei flussi di cassa attesi causata dal recupero di efficienza nell'utilizzo degli *asset* attraverso interventi interni di natura sia strategica che operativa: i primi vanno dal posizionamento geografico all'outsourcing; i secondi incidono sulla struttura di costo e di ricavo dell'impresa.
- 4) **Il valore potenziale in seguito a miglioramenti di tipo esterno:** una volta massimizzato il valore dei singoli business (e, dunque, dell'impresa) con interventi di natura strategica ed operativa, se esistono ulteriori margini di massimizzazione del valore dell'impresa il *management* è chiamato ad analizzare la convenienza ad aumentare o diminuire l'estensione del proprio portafoglio di attività, ossia studiare il *trade off* tra mantenere il business all'interno piuttosto trasferirlo sotto il controllo di un terzo. La decisione è subordinata alla condizione che l'impresa possa essere il target di un potenziale *takeover*: se sussiste tale ipotesi, è opportuno per l'impresa avviare una strategia più radicale di ristrutturazione da attuare attraverso liquidazioni, scissioni e scorpori.
- 5) **Il valore ideale dell'impresa post ristrutturazione** è il valore massimo attribuibile all'impresa in seguito ad un ultimo intervento, questa volta di tipo finanziario, finalizzato a riequilibrare la struttura finanziaria ed il rapporto tra debito ed *equity* in seguito alla modificazione della composizione del suo portafoglio di attività.

A questo punto, il confronto tra valore di mercato attuale e valore potenziale post ristrutturazione dell'impresa individua il profitto che uno scalatore potrebbe lucrare assumendo oggi (ossia, prima dell'intervento di ristrutturazione) il controllo della società. In base a questa relazione, il massimo valore potenziale dell'impresa è il

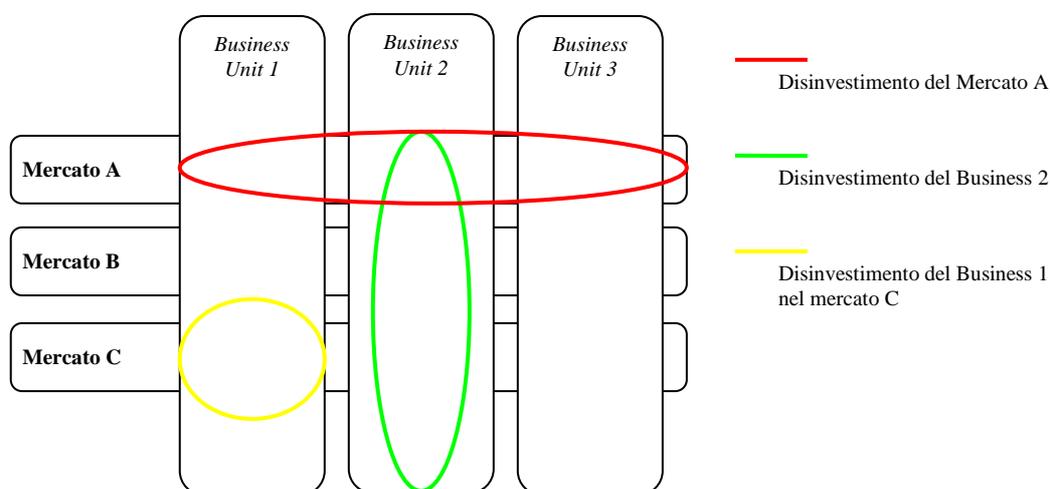
valore-obiettivo a cui il *management* per evitare la minaccia di scalate azionarie indesiderate.

### Qual è l'oggetto di un'operazione di disinvestimento?

Le operazioni di disinvestimento permettono all'impresa madre di uscire, in tutto o in parte, da un determinato business; perciò, tali operazioni contemplano la possibilità di cessione pubblica e/o privata della *business unit* target attraverso il trasferimento del titolo di proprietà delle sue azioni ad un acquirente<sup>2</sup> (persona fisica o giuridica).

La definizione è indicativa della varietà e della flessibilità di configurazione della transazione; al fine di comprendere qual può essere l'oggetto di un'operazione di disinvestimento, si può far riferimento tanto ai modelli organizzativi<sup>3</sup> quanto alla catena del valore di Porter; con riferimento ai modelli organizzativi (figura 2):

Figura 1.2 – Disinvestimento e struttura organizzativa



Fonte: elaborazione dell'autore

- Per un'impresa organizzata per divisioni geografiche, la transazione può coinvolgere le attività afferenti ad uno specifico contesto geografico attraverso il trasferimento della proprietà di una sussidiaria nazionale;

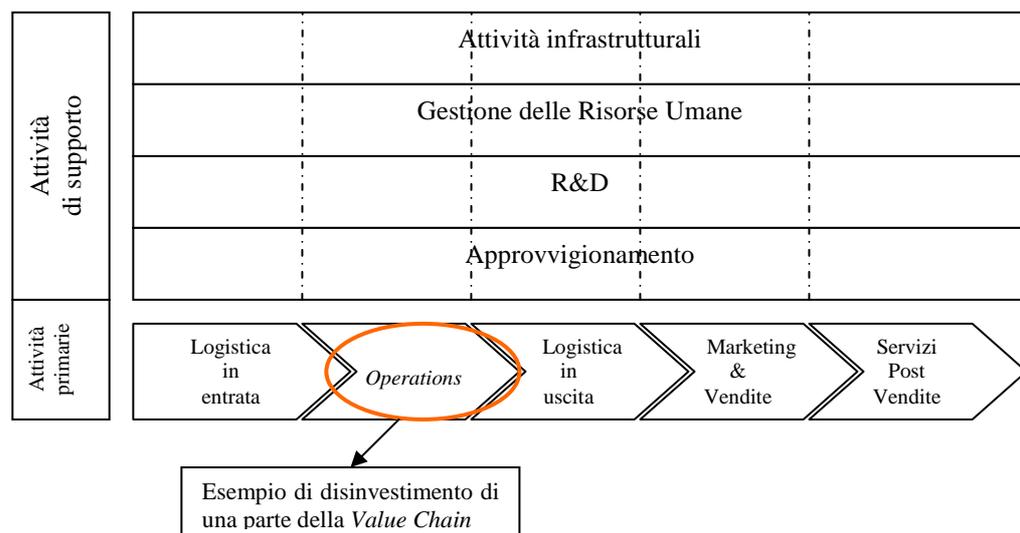
<sup>2</sup> Hunt, Peter A., *Structuring Merger & Acquisition*, 2nd Ed., Aspen, 2004, pag. 352

<sup>3</sup> Caroli M., *Economia e gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill 2008, pagg. 130 – 139.

- Per un'impresa multibusiness, oggetto della transazione può essere una specifica unità di business;
- Per le imprese più grandi e complesse, organizzate per divisioni di business e per mercato geografico secondo un modello matriciale, l'operazione potrebbe avere ad oggetto le attività relative ad un determinato business afferenti ad uno specifico mercato geografico.

Altre sono le ipotesi in cui ad essere dismessi sono semplicemente alcuni *asset* riferibili a talune fasi della catena del valore<sup>4</sup> dei vari business in cui l'impresa opera (figura 3):

**Figura 1.3 – Disinvestimento e Value Chain**



Fonte: creazione dell'autore

### **Le principali tipologie di *corporate divestiture***

Il presente lavoro ha l'obiettivo di analizzare quelle operazioni in cui un'impresa, attraverso atto di disposizione volontario, disinveste in tutto o in parte un business controllato trasferendone, parzialmente o totalmente, la proprietà.

Benché si rimandi al capitolo successivo per la diffusa analisi teorica delle principali forme di disinvestimento, qui si intende fornire un'informazione preliminare delle diverse opzioni; in un confronto tra contesto italiano e contesto USA, le principali forme di disinvestimento sono:

<sup>4</sup> Porter, M., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, 1985, Free Press

- **Scissione/*spin-off***: la scissione si realizza attraverso il trasferimento patrimoniale parziale o totale dalla casa madre ad una o più beneficiarie, preesistenti o di nuova costituzione, con contestuale assegnazione, proporzionale o meno, delle azioni dalle beneficiarie agli azionisti della Scissa; con lo *spin-off* l'azienda madre (*parent company*) crea una nuova società indipendente (*spun-off company*) attraverso trasferimento patrimoniale parziale ed assegnazione proporzionale delle azioni della sussidiaria target agli *shareholder* della casa madre. Entrambe le operazioni consentono una separazione anche sostanziale della gestione dei business afferenti alle due distinte realtà d'impresa.
- **IPO (*Initial Public Offering*)**: è un'operazione di finanza straordinaria con cui, per la prima volta, si quota una società sul mercato regolamentato. Nell'ambito delle operazioni di disinvestimento, l'IPO consente di cedere le azioni della sussidiaria/divisione a terzi azionisti pubblici (persone fisiche o giuridiche) attraverso il mercato azionario. La quota di azioni che l'impresa rende pubbliche (rispetto al numero totale di azioni rappresentanti l'intero patrimonio netto della sussidiaria) viene definito flottante. Con l'IPO, la casa madre è in grado di cedere tutta o parte della propria quota di controllo nell'unità di business, individuata dalla sussidiaria/divisione disinvestita, a favore di nuovi azionisti. Le differenze tra IPO in Italia ed IPO negli USA vertono principalmente su aspetti ed adempimenti procedurali.
- **Conferimento di un ramo d'azienda/*Carve out - equity carve out***: il conferimento di un ramo d'azienda si concretizza nello scorporo ed assegnazione di parte del patrimonio, rappresentativo di una determinata *business unit*, della casa madre ad una società preesistente o di nuova costituzione; a fronte del trasferimento patrimoniale, le azioni emesse dalla società assegnataria vengono assegnate alla casa madre e da questa iscritte nell'attivo di bilancio nella voce partecipazioni. Il *carve-out*, invece, consente alla *parent company* di cedere una quota di azioni, possedute direttamente e rappresentative di tutto o parte del capitale di una *subsidiary*, ad acquirenti terzi. Nel caso in cui la cessione avvenga attraverso il mercato regolamentato (e quindi, ricorre l'IPO di una quota delle azioni della sussidiaria controllata), si parla di *equity carve-out*. Con l'operazione viene conferita maggiore (ma

non completa) autonomia alla *subsidiary*, consentendole ancora l'accesso alle risorse della *parent company*, che continua comunque a mantenere un potere di indirizzo strategico sulla controllata. Spesso, il *carve-out* anticipa uno *spin-off* completo.

- **Cessione privata - *Asset sale/Sell-off***: questa strategia di disinvestimento prevede il trasferimento della proprietà di tutto o parte di un'unità di business, oppure di alcune attività ad esso riferibili, attraverso una negoziazione privata. La cessione del business è un'operazione sostanzialmente differente dalla cessione di attività aziendali<sup>5</sup>. Per comprendere meglio le differenze tra i due istituti, si consideri l'ipotesi in cui l'unità di business target sia una divisione/sussidiaria che opera con una data dotazione patrimoniale: quando la cessione del business si realizza attraverso il trasferimento delle azioni della divisione/sussidiaria, si parla di "*entity sale*", ossia, la transazione realizza il trasferimento della proprietà del capitale della *business unit* mentre questa continua ad essere diretta proprietaria degli *asset* patrimoniali di cui si serve per svolgere la propria attività di business; con l'"*asset sale*", invece, si realizza il trasferimento della proprietà di uno specifico gruppo di attività patrimoniali di una sussidiaria, e non le sue azioni, di modo che non cambia la proprietà della società (sempre nelle mani dei vecchi azionisti), quanto piuttosto la proprietà degli *asset*, adesso trasferiti sotto il controllo della società acquirente.

### **Le motivazioni strategiche alla base di una scelta di disinvestimento**

Una *corporate strategy* che possa definirsi orientata alla creazione di valore dovrebbe tendere naturalmente a definire l'ottimale composizione del portafoglio di business dell'impresa. In tal senso, ridimensionare lo spettro di attività è un'operazione *value-creating* per l'impresa se in grado di liberare risorse di varia natura (monetarie, di tempo o umane) che possono essere impiegate con rendimenti maggiori presso le altre attività di business.

La letteratura strategica e finanziaria, nonché diversi studi empirici, hanno contribuito ad individuare le principali motivazioni strategiche che sostengono l'ipotesi di creazione di valore delle operazioni di disinvestimento:

---

<sup>5</sup> Steingold, F.S., *The complete guide to buying a business*, 2<sup>nd</sup> edition, Nolo, 2007, pagg. 115 - 119

- 1) **La migliore focalizzazione sul *core business***: un'impresa, per operare in business con scarse affinità strutturali, deve dotarsi di risorse, competenze e capacità molto differenti per settore d'attività; al contrario, una diversificazione vicina al *core business* consente l'utilizzo trasversale di risorse, competenze ed *expertise* comuni alle due aree di business, con evidenti vantaggi in termini di efficienza gestionale. Perciò, un management orientato ad aumentare il benessere dei propri azionisti disinvestirà quei business che, per varie ragioni, non presentano più *fit* strategico con quello *core*, migliorando le *performance* economiche, finanziarie ed operative dell'intera organizzazione.
- 2) Quando il mantenimento di un business all'interno dello stesso portafoglio non crea, ma distrugge valore, di modo che il valore complessivo del portafoglio è minore della somma del valore dei singoli business che lo compongono, una strategia di disinvestimento può essere in grado di rimuovere le sinergie negative connesse alla gestione unitaria dei business; le sinergie negative si originano da fenomeni di cannibalizzazione tra le attività, gestite a livello centrale e che generano interrelazioni negative, non stimate in fase di acquisizione o causate dalle dinamiche evolutive dei settori di business. In tali casi, decidere di disinvestire un business genera maggiore ricchezza grazie alla rimozione di perdite ed al recupero di risorse più efficientemente allocabile presso le altre attività in portafoglio.  
E' opportuno sottolineare come, solitamente, il mercato reagisca negativamente all'annuncio di un'operazione di disinvestimento motivata dalla rimozione di sinergie negative, in quanto segnale di fallimento della precedente strategia di acquisizione; ad una più attenta analisi, però, tale reazione è il risultato di una visione statica dell'evoluzione dei settori: infatti, così come le sinergie che guidano le strategie di M&A sono temporalmente limitate, è altrettanto vero che la velocità di evoluzione dei settori ed i fenomeni di convergenza modificano tipologia e caratteristiche delle interrelazioni tra i business, modificando le valutazioni di convenienza teorizzate in fase di espansione.
- 3) **Il disinvestimento di un business con *performance negative*** migliora i risultati economico-finanziari a livello *corporate* grazie al deconsolidamento dal bilancio consolidato dei fondamentali di valore del business target. Una

strategia di uscita da business con scarse *performance*, pur non generando significativi introiti di cassa per la casa madre, libera comunque risorse in termini di eliminazione del fabbisogno di capitale assorbito dal business disinvestito; risorse che, poi, possono essere investite dalla casa madre per rafforzare la propria posizione competitiva in altri settori più remunerativi piuttosto che per ottimizzare la propria struttura di capitale;

- 4) L'esigenza di chiarezza informativa e di **maggiore trasparenza nei confronti del mercato** è un rationale classico nelle operazioni di disinvestimento delle imprese conglomerati; il bisogno di maggiore chiarezza è connesso alla volontà di evidenziazione del reale valore intrinseco di business con eccellenti *performance* economico/finanziarie ma che, a causa delle loro dimensioni relativamente piccole e dell'appartenenza ad un complesso di portafoglio, non vengono adeguatamente apprezzate dal mercato. In questo caso, isolare il business target disinvestendo parte di esso migliora la capacità di apprezzamento dei suoi fondamentali da parte degli investitori. Ciò si traduce in una serie di vantaggi per gli azionisti: 1) il mercato è ora in grado di apprezzare pienamente il valore dell'unità di business sulla base delle specifiche *performance* operative e del suo tasso di crescita; 2) l'indipendenza riconosciuta alla *business unit* permette a quest'ultima di poter accedere a linee di finanziamento autonome (di debito e/o di *equity*) in modo da ottimizzare il proprio costo del capitale; 3) le risorse di cassa eventualmente ricavate dal disinvestimento possono essere utilizzate dalla *parent company* per ottimizzare la propria struttura di capitale.
- 5) **La monetizzazione del valore di un business con *performance* estremamente positive** genera, per l'impresa madre che disinveste, risorse monetarie di cassa che possono essere investite in business che assicurano maggiori rendimenti in virtù di tassi di crescita più elevati piuttosto che utilizzate per riequilibrare la propria leva finanziaria ripagando parte dei debiti contratti.
- 6) La riduzione delle aree di business in cui la casa madre intende operare consente il **recupero dell'efficienza dei mercati interni dei capitali**, grazie alla semplificazione organizzativa ed alla riduzione delle fonti di tensioni e contrasti interni alla compagine manageriale per l'allocazione dei capitali tra le varie unità di business; in tal senso, il disinvestimento di un business

ridimensiona il problema dell'inefficiente allocazione interna dei capitali poiché permette alla sussidiaria di rivolgersi ai mercati esterni per soddisfare il proprio fabbisogno di capitale.

- 7) Tipicamente, l'attività di *funding* di un'impresa diversificata viene gestita a livello centrale per poter beneficiare delle economie di scala da approvvigionamento di risorse finanziarie; però, i business in portafoglio possono operare con diverse strutture finanziarie e ed esprimere un differente fabbisogno di capitale finanziario: a queste condizioni, mantenere all'interno del portafoglio un business particolarmente rischioso sotto il profilo finanziario potrebbe minacciare la stabilità delle altre unità di business piuttosto che influenzare in maniera determinante la struttura di capitale dell'intera impresa. Infine, mantenere un business che si finanzia massicciamente con capitale di debito conduce ad un generalizzato aumento della leva finanziaria, il che peggiora lo *standing* creditizio ed aumenta il costo del debito a livello d'intera impresa. Dati tali problemi, una strategia di disinvestimento può garantire **il recupero di efficienza finanziaria** sia a livello di business che d'intera impresa per due ragioni: in prima istanza, la separazione legale e formale della gestione delle due unità di business permette a queste ultime di poter accedere a linee di finanziamento indipendenti e rispondere in maniera più efficiente ai propri fabbisogni di capitale; inoltre, se l'operazione genera cassa per la casa madre, questa può impiegarle per riallineare la propria struttura di capitale alle esigenze del (dei) proprio (propri) *core business*. Nonostante i teorici effetti positivi di una tale una strategia di disinvestimento, per un equo apprezzamento del valore creato è opportuno confrontare i vantaggi da recupero d'efficienza con la perdita di economie di scala connessa ad una riduzione dei volumi di *funding* gestiti a livello centrale.
- 8) In alcuni casi, le strategie di disinvestimento **seguono e tentano di correggere precedenti fallimentari strategie di espansione**, fallimenti causati dall'impossibilità di realizzare le sinergie ipotizzate in sede di valutazione.
- 9) Le strategie di disinvestimento possono essere utilizzate per rimuovere la minaccia di *takeover* ostili, qualora vi siano acquirenti interessati ad entrare in possesso di un business anche scalando il controllo della casa madre;

normalmente, tale minaccia proviene da acquirenti disposti ad acquistare l'unità di business per prezzo superiore al suo valore presso la struttura dell'impresa disinvestente: in queste ipotesi, l'impresa proprietaria avrà tutti gli incentivi a cedere il business target dell'acquirente poiché: a) incassa un prezzo superiore all'attuale valore del business; b) rimuove la minaccia di una scalata indesiderata.

### **La prospettiva d'analisi: la teoria del valore per gli azionisti**

Il fenomeno dei disinvestimenti aziendali è legato, probabilmente, alla nascita e lo sviluppo del mercato del controllo societario in seguito all'ondata di *takeover* ostili che coinvolsero le grandi imprese statunitensi: intorno agli anni '70, il mercato del controllo proprietario si pose come un meccanismo di sanzione dei confronti di quei manager che, perseguendo logiche di crescita conglomerale a discapito degli obiettivi e delle esigenze della proprietà, portarono ad un'eccessiva estensione delle linee di business delle imprese a causa di strategie di diversificazione attuate senza considerare le interrelazioni necessarie per valorizzare tali business all'interno della struttura di *corporate*.

La scarsa focalizzazione manageriale sul valore dell'impresa si trasformò in un'importante opportunità di arbitraggio per i *corporate rider* i quali, potendo acquisire il controllo delle grandi imprese congregarli ad un prezzo sensibilmente inferiore rispetto al loro valore intrinseco, avrebbero successivamente lucrato un guadagno economico pari alla differenza tra il valore di cessione del business ed il prezzo pagato per acquisirne il controllo grazie ad una diffusa ristrutturazione del portafoglio di attività dell'azienda; la deframmentazione dell'impresa si accompagnava alla rimozione del vecchio *management* incapace di valorizzare al meglio il portafoglio di business dell'impresa.

L'esperienza di quegli anni ha indirizzato gli attuali studi di strategia nella direzione della ricerca dell'ottimale composizione e massima valorizzazione del portafoglio di business dell'impresa: le strategie di estensione e ridimensionamento delle attività di business devono seguire logiche improntate alla creazione di valore per gli azionisti, quale principale presidio difensivo contro potenziali scalate ostili, poiché massimizzare il valore azionario riduce gli spazi di arbitraggio per i potenziali *rider*.

L'obiettivo della composizione di portafoglio ottimale ha innescato il problema della ricerca del giusto equilibrio tra diversificazione e focalizzazione; il dibattito verte sulla risoluzione dei due principali *trade-off* da efficienza che caratterizzano l'impresa conglomerale:

- **Efficienza versus inefficienza del mercato interno dei capitali:** l'impresa conglomerale è in grado di ricreare internamente i meccanismi di funzionamento del mercato esterno dei capitali decidendo a livello *corporate* l'allocazione delle risorse tra le varie unità di business. I fautori delle strategie di diversificazione sostengono che il mercato interno garantisca una migliore efficienza allocativa grazie ad una migliore distribuzione dell'informazione rispetto ai mercati esterni; i sostenitori delle strategie di focalizzazione sostengono, invece, che i problemi d'agenzia ed i relativi costi d'influenza legati alle maggiori dimensioni dell'impresa spingano il *management* a non disinvestire unità di business non particolarmente profittevoli, il che riduce l'efficienza complessiva del funzionamento del mercato interno.
- **I costi dell'informazione:** l'elevata opacità che caratterizza le imprese conglomerali genera asimmetrie informative tra impresa e mercato che si trasformano in una maggiore rischiosità avvertita da parte degli investitori; ciò fa sì che gli investitori in *equity* siano disposti a pagare per le azioni di queste imprese un prezzo inferiore al loro valore intrinseco di un tasso di sconto rappresentativo della maggiore rischiosità connessa alle minori informazioni disponibili.

L'inefficienza del mercato interno provoca la non ottimale allocazione delle risorse, finanziando opportunità di investimento con rendimento sub-ottimale rispetto alle altre alternative di impiego e riducendo il valore potenziale dell'impresa; i costi informativi incidono invece sul minor valore di mercato dell'impresa rispetto al suo reale valore intrinseco, con conseguente depressione del corso azionario del titolo; entrambe conducono ad una perdita secca di benessere per gli azionisti dell'impresa.

L'intera discussione è imperniata sugli effetti che l'attività decisionale del *management* nel definire le dimensioni del portafoglio di business provoca sul

benessere agli azionisti; la prospettiva del valore azionario è logicamente sostenibile se si considera che<sup>6</sup>:

- Gli azionisti sono i principali *stakeholder* in grado di influenzare le traiettorie evolutive dell'impresa attraverso i meccanismi di *corporate governance*;
- Per definizione, il dividendo distribuito agli azionisti è la ricchezza di casa in eccesso dopo aver soddisfatto tutte le altre categorie di *stakeholder* aziendali: quindi, creare valore per gli azionisti significa aver già creato valore per tutti gli altri portatori d'interesse;
- Infine, diversi studi mostrano come le imprese orientate alla creazione di maggior benessere per i propri azionisti registrano, in media, *performance* migliori.

### **Perché una strategia di disinvestimento può migliorare il benessere degli azionisti?**

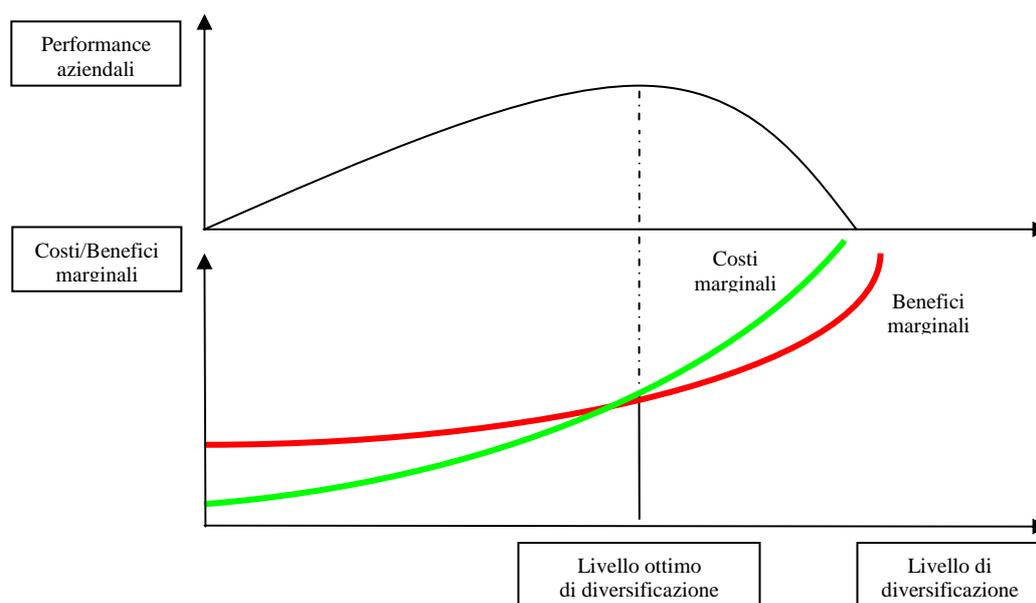
L'esperienza degli anni '70 ha dimostrato come una strategia di diversificazione spinta potrebbe non creare, bensì distruggere il valore a causa di costi di espansione superiori rispetto ai benefici da essa generati, con conseguente ridimensionamento negativo delle complessive *performance* d'impresa. Il grafico seguente<sup>7</sup> permette di visualizzare e comprendere immediatamente il *trade off* tra costi e benefici della diversificazione:

---

<sup>6</sup> Cfr. Kemper A. – Khuen F., *Corporate restructuring dynamics: a case study analysis*, 24/03/ 2010, 15.08.04

<sup>7</sup> Collins D.J. – Montgomery C.A., *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, 2007, pag. 166

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



L'inefficienza tipica delle imprese fortemente diversificate viene misurata, in termini di valore azionario, dal *diversification discount*, ossia la differenza percentuale tra l'attuale valore di mercato dell'impresa ed il valore del business misurato come somma del valore *stand alone* dei business in portafoglio: è dunque un indicatore della sottovalutazione dell'impresa, nella prospettiva valutativa del mercato, rispetto al suo valore potenziale.

Tre sono le motivazioni principali alla base della sottovalutazione del valore dell'impresa:

- se il portafoglio di business dell'impresa è costruito seguendo una logica di diversificazione finanziaria, tale strategia distrugge valore nella misura in cui l'investitore/azionista può ricostruire lo stesso portafoglio a costi di transazione più bassi acquistando azioni di aziende *pure player* nelle stesse proporzioni di composizione del portafoglio dell'impresa: tale diversificazione è più efficiente poiché, a parità di rendimento del portafoglio, i costi per la sua costruzione sono più bassi.
- La diversificazione attuata dall'impresa può essere più efficiente e creare valore solo quando la strategia di crescita è guidata da logiche di ricerca e valorizzazione delle interrelazioni tangibili o intangibili tra i business; oltre al fatto che tale strategia può essere realizzata solo dall'impresa, in quanto unica entità in grado di individuare e sfruttare interrelazioni tra le diverse aree di

business, crea altresì valore poiché la presenza di correlazioni positive fa sì che il valore del portafoglio possa essere maggiore della somma del valore dei singoli business che lo compongono. Ovviamente, più i business sono vicini maggiori sono le possibilità di individuazione e sfruttamento di interrelazioni: quindi, una continua diversificazione porta necessariamente l'impresa ad operare in business sempre più lontani tra loro, riducendo il potenziale di sfruttamento di sinergie e di efficienza sprigionabile da tale strategia.

- Infine, la minor trasparenza delle imprese conglomerate è legata alla possibilità di occultamento delle *performance* negative di un business attraverso il meccanismo dei prezzi di trasferimento interni; il rischio connesso a tale ipotesi viene fatto pagare dal mercato con l'applicazione di uno sconto al valore intrinseco dell'impresa, il cui valore di mercato sarà inferiore rispetto al suo valore potenziale.

Dati i limiti di una continua diversificazione, un'operazione di *corporate divestiture* può verosimilmente porsi come un'opportunità di riduzione dello sconto da diversificazione attraverso la cessione parziale o totale, pubblica o privata, di un business, al fine di rideterminare il livello di diversificazione ottimale dell'impresa: se così motivata, un'operazione di disinvestimento può liberare valore azionario chiudendo il *value gap* tra valore di mercato e valore intrinseco dell'impresa eccessivamente diversificata.

### **Le principali teorie economiche e manageriali a sostegno dell'ipotesi di creazione di valore per gli azionisti**

La prospettiva di studio della creazione di valore azionario delle strategie di disinvestimento richiede di contestualizzare il fenomeno all'interno delle principali teorie economico-manageriali; in particolare, attraverso tali contributi teorici, si tenterà di dare risposta ai seguenti quesiti:

- Perché esiste un mercato delle *business unit*, ossia perché vi sono imprese interessate ad acquistare/cedere in tutto o in parte alcuni rami d'azienda?
- Quali sono i limiti del processo decisionale manageriale che possono frenare il potenziale di creazione di valore di una strategia di disinvestimento?

- Qual è il grado di efficienza del mercato finanziario nel rispondere all'annuncio e conclusione di un'operazione di disinvestimento?

### **La teoria dell'impresa**

Nell'ambito della letteratura economica, manageriale e finanziaria poca attenzione viene dedicata all'analisi strategica delle operazioni di disinvestimento; tentando di colmare tale vuoto accademico, si parte con lo studio delle strategie di disinvestimento alla luce della teoria dell'impresa.

Agli albori del filone teorico neo-istituzionalista dell'impresa, Ronald Coase in un suo famoso articolo (1937) parlò di esattezza matematica nella definizione della dimensione ottimale d'impresa partendo da un'intuizione semplice ma geniale: se il mercato presentasse costi di transazione nulli, non esisterebbe impresa in quanto ogni individuo potrebbe scambiare sul mercato i beni e servizi che produce per suo conto; ma l'esistenza di imprese grandi e diversificate fa cadere il presupposto dell'assenza di costi di transazione. L'esistenza dell'impresa è una risposta ai costi di utilizzo mercato ed un tentativo di ricerca di maggiore convenienza da parte dell'attore economico: infatti, se i costi di transazione (o di utilizzo del mercato) sono elevati, è possibile "internalizzare" la transazione e governarla direttamente attraverso una struttura formale, per l'appunto l'impresa. Coase spiega così il concetto: "*all'esterno dell'impresa, i movimenti dei prezzi dirigono la produzione, che viene coordinata da una serie di scambi sul mercato; all'interno dell'impresa, queste transazioni di mercato sono eliminate e al posto della complicata struttura di mercato con transazioni di scambio viene posto l'imprenditore/coordinatore che dirige la produzione*".

Sulla base di tale principio, Coase<sup>8</sup> elabora la teoria della dimensione ottimale d'impresa, calcolabile risolvendo il *trade-off* tra costi d'utilizzo del mercato e costi d'utilizzo della gerarchia per il governo di una data transazione: l'impresa (o gerarchia) non è, in assoluto, una forma di governo della transazione migliore rispetto al mercato, in quanto internalizzare un numero eccessivo di transazioni (ossia, un'eccessiva dimensione dell'impresa) potrebbe portare ad un punto di saturazione in cui "*i costi per organizzare una transazione in più all'interno dell'impresa sono uguali ai costi che comporta l'effettuazione della transazione nel mercato aperto*".

---

<sup>8</sup> Coase, R., *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, October, 3, 1960.

Dunque, in presenza di imperfetta informazione, sia il mercato che la gerarchia presentano dei costi di utilizzo per il governo di una transazione; i costi di utilizzo del mercato sono:

- Costi di ricerca dei prezzi rilevanti;
- Costi legati alla negoziazione ed esecuzione della transazione;
- Costi legati all'impossibilità di stipulare contratti completi quando l'orizzonte temporale di contrattazione è sufficientemente ampio.

La gerarchia, invece, presenta dei costi di amministrazione relativi a:

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

**Tabella 1.1 – Forme di governo delle transazioni e costi ad esse associati**

<b>Mercato</b>	<p><b>Costi di transazione:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Costi di ricerca;</li> <li>-Costi di negoziazione ed esecuzione</li> <li>-Costi di controllo</li> </ul>
<b>Gerarchia</b>	<p><b>Costi d'amministrazione:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Costi di coordinamento</li> <li>-Costi di programmazione e controllo;</li> <li>-Costi da programmi d'incentivo</li> </ul>

Dunque, la gerarchia è la forma di governo più efficiente per gestire una transazione quando i costi di utilizzo del mercato sono più elevati rispetto ai costi d'amministrazione. Al crescere dell'impresa, ossia all'aumentare delle transazioni internalizzate, aumentano i costi amministrativi fino al punto in cui per l'impresa è indifferente gestire internamente un'ulteriore transazione (rendendo la gerarchia meno efficiente nel governo di tale transazione) piuttosto che ricorrere al mercato (rendendo anche questo meno efficiente per il governo della transazione).

Al *trade-off* tra costi di amministrazione e costi d'utilizzo del mercato è possibile individuare la "dimensione efficiente d'impresa", ossia il numero massimo di transazioni internalizzabili affinché la gerarchia si presenti come forma di coordinamento più efficiente rispetto al mercato.

Il concetto di dimensione ottimale spiega, nella prospettiva della teoria dell'impresa, il fenomeno dei disinvestimenti aziendali: un'impresa che attua una diversificazione, internalizzando un numero sempre maggiore di transazioni, presenta costi di amministrazioni che crescono più velocemente all'aumentare dell'estensione del portafoglio di business a causa dei maggiori costi di incentivo, coordinamento, controllo e pianificazione manageriale; il disinvestimento di uno o più business ed il ridimensionamento dello spettro di attività dell'impresa riducono i costi amministrativi, lasciando il coordinamento delle transazioni relative al business disinvestito all'esterno della struttura di *corporate*. Dunque, è possibile che venga implementata una strategia di disinvestimento in risposta alla modificazione dei costi di transazione quando i benefici netti derivanti dal controllo diretto del business target sono inferiori rispetto al risparmio dei costi di coordinamento conseguente alla sua dismissione.

### **La teoria dell'agenzia**

Nelle imprese diversificate, il problema dell'agenzia si pone ad un duplice livello: la formale e sostanziale separazione tra proprietà e *management* genera costi d'agenzia tra azionisti e *top management*; inoltre, nell'organizzazione divisionale delle grandi imprese, anche i rapporti tra *top management* e manager di divisione possono essere fonte di problemi d'agenzia.

Le due dimensioni da cui si originano i costi d'agenzia riguardano il rapporto conflittuale principale-agente ed i meccanismi di *corporate governance* per il controllo dell'operato del *management*.

La tabella seguente<sup>9</sup> aiuta a comprendere i principi fondamentali della teoria e fornisce un'utile guida per spiegare e comprendere come l'eccessiva diversificazione delle imprese possa essere contemporaneamente causa ed effetto delle distorsioni del rapporto d'agenzia.

---

<sup>9</sup> A.T. Nicolai/T.W. Thomas: *De-diversification activities of German Corporations from 1988 to 2002: perspectives from agency and management fashion theory*, 9 aprile 2010, 20.11.49

**Tabella 1.2 – I cardini della teoria dell’agenzia.**

<b>Modello delle Decisioni</b>	L’attività decisionale del <i>management</i> è disciplinata attraverso meccanismi di <i>corporate governance</i> per la tutela degli interessi degli azionisti.
<b>Sfida principale</b>	L’allineamento degli interessi e degli obiettivi del <i>management</i> a quelli degli <i>shareholder</i> .
<b>Meccanismi di allineamento</b>	Definizione di un sistema di incentivi contrattuali (normalmente di natura economica) legati alla creazione di valore azionario.
<b>Efficienza della sostituzione del top management</b>	E’ data, ossia la sostituzione del vecchio <i>management</i> avvenga sempre con un gruppo di amministratori più efficiente.
<b>Concetto di corporate strategy</b>	E’ esogeno, ossia le scelte di entrata o di uscita da un business non seguono una strutturata valutazione strategica del <i>business portfolio</i> .
<b>Motivazioni del management</b>	Le decisioni di diversificazione e/o focalizzazione sono determinate dal perseguimento di interessi personali, economici e reputazionali del <i>management</i> .
<b>Ruolo del mercato del controllo societario</b>	Il mercato presenta meccanismi di sanzione per il <i>management</i> che non opera per massimizzare il valore dei business.

### **Problemi di agenzia ed eccessiva diversificazione delle imprese**

I costi d’agenzia sono fonte di inefficienze interne all’impresa causati dalla non convergenza degli interessi degli azionisti con quelli del *management*. Per comprendere come i problemi d’agenzia possano essere una spiegazione dell’eccessiva ed inefficace diversificazione dell’impresa si fa riferimento alla teoria dei *cash flow* secondo la quale la distribuzione dei dividendi per cassa a favore degli azionisti avviene per un ammontare inferiore rispetto agli utili distribuibili; ciò permette al *management* di mantenere parte della liquidità creata all’interno dell’azienda per poter finanziare operazioni di estensione del portafoglio di business; però, se l’obiettivo di crescita dimensionale viene perseguito senza un’adeguata valutazione strategica e finanziaria dell’operazione, è possibile assistere ad un peggioramento della profittabilità complessiva dell’impresa nel medio/lungo termine. Onde evitare investimenti di dubbia profittabilità da parte del *management*, la teoria suggerisce di finanziare tali strategie di crescita con debito; in questo modo il *management* è incentivato a pagare elevati *payout* affinché l’impresa possa non diventare appetibile per potenziali *corporate rider*.

Mentre la teoria dei *cash flow* spiega come la cassa in eccesso viene utilizzata dal *management*, sono almeno tre le ragioni per cui gli amministratori spingono verso una continua crescita e diversificazione dell’impresa:

- 1) La diversa propensione al rischio dei manager rispetto agli azionisti: questi ultimi riducono il rischio diversificando i propri investimenti in business negativamente correlati, mentre il *management* può ridurre la propria esposizione al rischio (di epurazione) estendendo il portafoglio di business, aumentando così l'opacità dell'impresa per poter occultare gli eventuali risultati negativi di una *business unit* compensandoli con quelli positivi di un altro business all'interno del portafoglio di *corporate*; perciò, un *management risk adverse* sarà incentivato a perseguire strategie di eccessiva diversificazione a discapito del benessere degli azionisti (grafico 1, § 2.1).
- 2) Un sistema di incentivi che, tramite presidi di natura contrattuale, non è in grado di allineare adeguatamente l'azione del *management* (agente) agli interessi della proprietà (principale) spinge gli amministratori ad assumere decisioni che assecondano i propri interessi economici o reputazionali (dimensioni dell'impresa) a discapito del benessere degli azionisti;
- 3) L'elemento reputazionale è un incentivo forte nell'attività decisionale del *management*: infatti, le dimensioni dell'impresa sono una credenziale importante nel *curriculum* del manager, in quanto segnale di una superiore capacità e competenza di gestione; per tali ragioni, la crescita indiscriminata a discapito del benessere degli azionisti aumenta il prestigio ed il potere contrattuale del manager nelle dinamiche di cambiamento professionale.

L'eccessiva diversificazione delle imprese causata dalle inefficienze dell'agenzia e la conseguente decisione di ridimensionamento del numero e delle tipologie di business dovrebbe portare ad un recupero di trasparenza interna all'impresa tale da rendere più efficaci i meccanismi di *corporate governance*; inoltre, dovrebbe facilitare l'implementazione di piani di incentivo al *management* più efficaci in virtù di una migliore osservabilità delle *performance* a livello di *business unit*; infine, dovrebbe ridurre il rischio di scalate ostili grazie al maggior valore riconosciuto all'impresa in seguito alla rimozione delle inefficienze da agenzia.

In un'impresa diversificata, i problemi d'agenzia sono presenti anche a livello di singola divisione poiché per il top *management* è difficile seguire esattamente

l'operato dei manager divisionali. Benché Williamson<sup>10</sup> abbia teorizzato la superiore efficienza della struttura organizzativa *M-form* per la minimizzazione di questi costi d'agenzia, la realtà mostra che anche con un modello organizzativo del genere si creano sacche di inefficienza dovute al rapporto conflittuale tra proprietà e *management* di divisione: mentre tali costi d'agenzia emergono sia per l'impossibilità per gli azionisti di poter osservare i comportamenti dei manager divisionali, sia per l'inefficienza dell'alta direzione nell'assolvere al ruolo di interfaccia e di mediazione, vi sono delle forme di inefficienza che, nei rapporti tra manager divisionali e *top management*, emergono in presenza di strategie di disinvestimento<sup>11</sup>: tali costi sono la conseguenza del diverso apprezzamento che azionisti e manager divisionali potrebbero avere dell'operazione.

SI supponga che il *top management*, operando nell'esclusivo interesse della proprietà, decida di disinvestire una divisione di business per aumentare il benessere dei propri azionisti: è probabile che, in seguito al trasferimento della divisione vi sarà la rimozione del vecchio *management* di divisione il quale, vedendo minacciata la propria stabilità lavorativa, sarà incentivato a rendere più costosa (e, dunque, meno attrattiva per l'alta direzione) la cessione della divisione. Questo obiettivo di maggiore onerosità del disinvestimento può essere perseguito attraverso politiche di investimento sia *firm* che *asset – specific*, di modo che il valore potenziale che la divisione può esprimere presso l'acquirente impresa sia inferiore al valore che attualmente esprime presso la società cedente, riducendo così il prezzo congruo pagabile dall'acquirente per la *business unit* target e peggiorando la convenienza al disinvestimento.

### **La teoria dell'efficienza dei mercati finanziari**

Il mercato finanziario è il principale strumento attraverso il quale è possibile misurare il valore a disposizione degli azionisti; infatti, il prezzo dell'azione rappresenta la parte di valore dell'azienda riferibile agli *shareholder*.

Considerato che l'obiettivo della presente dissertazione è di studiare sia le modalità attraverso cui le operazioni di disinvestimento creano valore sia gli

---

<sup>10</sup> Grant, R., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 3<sup>rd</sup> edizione, Il mulino, 2005, pagg. 525 – 528.

<sup>11</sup> Fulghieri P., Hodrick L. S., *Synergies and Internal Agency Conflicts: The Double-Edged Sword of Mergers*, *Journal of Economics & Management Strategy*, Volume 15, Number 3, Fall 2006, 549–576

strumenti di misurazione dell'effettivo valore creato, si rende opportuno individuare quali sono le forme di efficienza ed i crismi di funzionamento dei mercati finanziari.

L'approccio al quale si fa riferimento è quello proposto dall'economista Eugene Fama<sup>12</sup>, che individua la condizione di piena efficienza del mercato dei capitali: il mercato è in grado di assicurare la massima efficienza allocativa delle azioni quando il loro prezzo riflette esattamente tutte le informazioni rilevanti ed accessibili agli investitori.

In base all'efficienza informativa, è possibile individuare tre possibili stati di efficienza dei mercati finanziari:

- 1) **mercato efficiente in forma debole**, in cui le uniche informazioni disponibili sono quelle relative all'andamento storico del titolo;
- 2) **mercato efficiente in forma semi-forte**, in cui i prezzi azionari si aggiustano in base alle informazioni pubbliche fornite di volta in volta dall'azienda al mercato;
- 3) **mercato efficiente in forma forte**, ove tutte le informazioni *price sensitive* sono accessibili allo stesso modo a tutti gli attori economici.

**Tabella 1.3 – Le forme di efficienza dei mercati finanziari**

<b>Condizione di efficienza del mercato dei capitali</b>	
<i>Un mercato è pienamente efficiente nel momento in cui il prezzo azionario riflette, in ogni istante di tempo, tutte le informazioni disponibili.</i>	
<b>Efficiente in forma...</b>	<b>Il prezzo dell'azione riflette tutte le informazioni...</b>
...debole	...relative all'andamento storico del corso azionario del titolo dell'impresa
...semi – forte	...nuove, <i>price sensitive</i> , relative a performance e/o operazioni dell'impresa, rese pubbliche dal management
...forte	...accessibili a tutti gli attori del mercato alle stesse condizioni

Fonte: creazione dell'autore

---

<sup>12</sup> *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, N.Y. December, 28-30, 1969 (May, 1970), pp. 383-417*

Un mercato efficiente in forma debole è stato smentito da una serie di evidenze che dimostrano come il prezzo azionario non segua un andamento “*random walk*”, ma presenta una qualche forma di efficienza. La forma forte invece presuppone l’assenza di asimmetrie informative.

Gli studi che hanno seguito l’articolo di Fama hanno sostenuto, l’ipotesi di un mercato finanziario reale molto più vicino a quello teorizzato dalla forma semi-forte di efficienza: ciò significa che qualsiasi annuncio o informazione *price sensitive* fornita al mercato provoca una reazione del prezzo dell’azione.

Sarà quest’ultima forma di efficienza quella presupposta quando, nel prosieguo, si farà riferimento a come il mercato reagisce dinanzi all’annuncio e *closing* di un’operazione di disinvestimento.

## Capitolo 2 - I *driver* di creazione di valore e le varie opzioni di disinvestimento: un confronto Italia - USA

Nella letteratura strategica e finanziaria statunitense le operazioni, straordinarie di disinvestimento sono gli strumenti a cui un'impresa può ricorrere per ristrutturare e razionalizzare la proprietà ed il proprio portafoglio di business; rispetto alle ristrutturazioni di tipo finanziario<sup>13</sup> (finalizzate a riequilibrare l'*equity side* dello Stato Patrimoniale mantenendo inalterata la composizione dell'attivo), le operazioni di disinvestimento modificano l'*asset side* attraverso la dismissione di attività della casa madre.

Anche il legislatore italiano ha previsto e disciplinato le diverse opzioni di disinvestimento, andando a normare gli istituti della scissione, del conferimento e della cessione di ramo d'azienda.

Il *pivot* dell'intero lavoro è lo studio delle condizioni in base alle quali una strategia di disinvestimento aziendale sia in grado di migliorare il benessere degli azionisti; il problema, in buona sostanza, sta nel comprendere, date le motivazioni strategiche che spingono un'impresa a disinvestire, quale sia la migliore opzione di disinvestimento possibile, e come le caratteristiche strutturali di quest'ultima determinino il potenziale di creazione di valore.

Data la scarsa produzione letteraria italiana in tema di analisi finanziaria delle operazioni di disinvestimento, si rende necessario far riferimento alla letteratura finanziaria statunitense per poter comprendere tali meccanismi, e per poi adattarli al contesto italiano attraverso un lavoro di confronto e di raccordo tra le operazioni di disinvestimento disciplinate nel Codice Civile e le opzioni di *corporate divestiture* prevalenti negli USA.

### Tipologia, motivazioni e creazione di valore: un *framework* logico

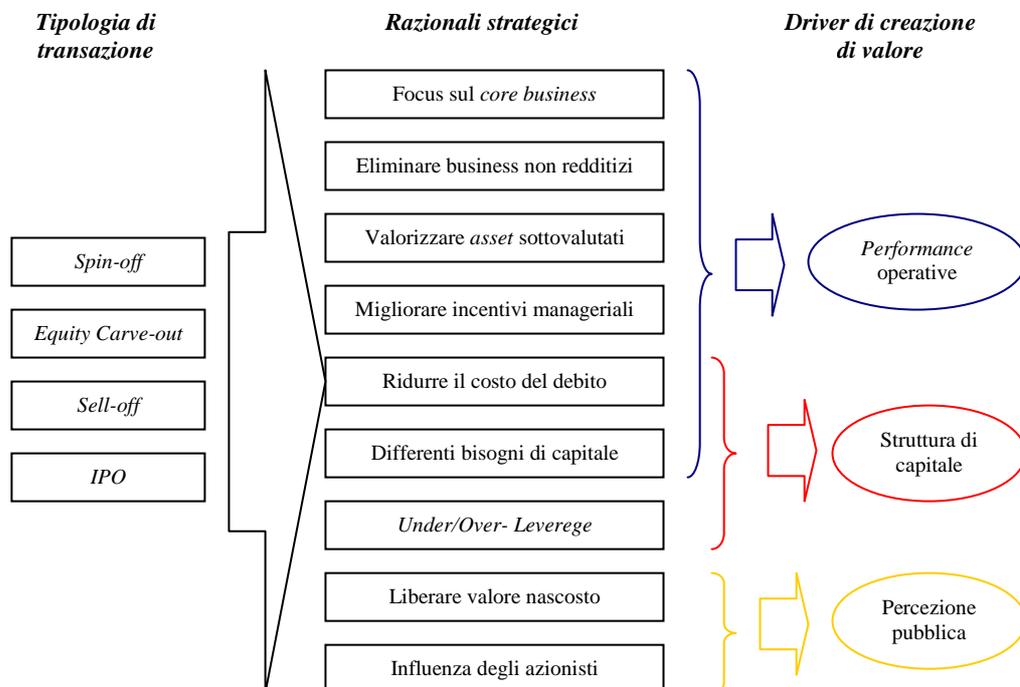
Il quadro teorico nel quale si muove il presente studio ha la funzione di contestualizzare le operazioni di *corporate divestiture* all'interno di un sistema di gestione *value-oriented*; la rappresentazione proposta in figura 1 fornisce una visione olistica delle relazioni che intercorrono tra tipologie di transazione, razionali

---

<sup>13</sup> Arzac E.R.: *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. John Wiley & Sons. 2004, pag. 320

strategici e *driver* di creazione di valore azionario<sup>14</sup> di un'operazione di disinvestimento.

**Figura 2.1 – Tipologie, razionali e leve di creazione di valore delle operazioni di *corporate restructuring***



La logica sequenziale che emerge dallo schema non è casuale: infatti, ogni singola opzione di disinvestimento presenta caratteristiche strutturali tali da rendere perseguibili uno o più obiettivi strategici in grado di attivare le differenti leve di creazione di valore.

### **I *driver* di creazione di valore**

Se l'oggetto del presente lavoro è la creazione di valore delle strategie di disinvestimento, il soggetto è rappresentato dalle imprese pubbliche e quotate che decidono di uscire da uno o più business ridimensionando il proprio portafoglio di attività: la natura pubblicitica del soggetto d'analisi richiede che l'analisi di creazione di valore conseguente a strategie di disinvestimento debba necessariamente passare attraverso l'osservazione dell'andamento del titolo azionario in borsa.

Le tre leve di creazione di valore<sup>15</sup> che una strategia di disinvestimento è in grado di attivare sono:

<sup>14</sup> Hunt, P., *Structuring Merger & Acquisition*, 2<sup>nd</sup> Ed., ASPEN, 2004, pag. 354

<sup>15</sup> Hunt, P., Op. Cit., pagg. 3-5

- 1) **il miglioramento delle performance operative:** un'operazione di disinvestimento può avere effetti positivi sui risultati operativi dell'impresa in virtù del miglioramento dei suoi fondamentali economico-finanziari di valutazione – ad esempio, migliorando *cash flow*, reddito netto, EBIT, EBITDA, CCN, etc.;
- 2) **il riequilibrio della struttura di capitale:** le modalità di finanziamento delle strategie di crescita e l'utilizzo del capitale circolante sono le variabili che determinano le strutture finanziarie sia della casa madre che della divisione/sussidiaria disinvestita: con una strategia di *exit* è possibile ottimizzare la struttura finanziaria delle imprese coinvolte in virtù dell'utilizzo delle risorse finanziarie generate piuttosto che della separazione di *business unit* con differenti bisogni di capitale, riformulando le rispettive prospettive di crescita e di solidità finanziaria;
- 3) **il miglioramento della percezione pubblica:** il giudizio del mercato è legato: 1) alle informazioni ed alla trasparenza del rapporto impresa – mercato; 2) all'affidabilità della struttura manageriale; 3) alla qualità degli *equity research analyst* dell'impresa. Così, all'annuncio e conclusione di un'operazione di disinvestimento è possibile rintracciare una *disclosure* informativa *price sensitive* che impatta sulle stime delle *performance* future dell'impresa, con conseguente fluttuazione del prezzo dell'azione.

### **Le operazioni straordinarie di disinvestimento nella legislazione civilistica italiana**

Il Codice Civile, al Titolo V del Libro V, disciplina le operazioni societarie straordinarie, tra cui anche quelle che rientrano nell'ambito del fenomeno dei disinvestimenti aziendali.

Scissioni, scorpori/conferimenti e cessioni di rami d'azienda sono gli strumenti a cui un'impresa di diritto italiano può ricorrere per disinvestire parte delle proprie attività di business; rispetto alla normativa statunitense, il legislatore nazionale disciplina le varie opzioni all'interno di ampi macro-istituti giuridici che, se da un lato conferiscono elevata flessibilità nel configurare la transazione secondo le specifiche esigenze dell'impresa che disinveste, dall'altro rischiano di lasciare importanti vuoti legislativi per fattispecie particolari.

## La scissione: forme e struttura

L'operazione di scissione è disciplinata dall'art. 2506 c.c. e dai rispettivi sotto articoli (artt. 2506-*bis*, -*ter* e -*quater*); pur presentando caratteristiche sostanzialmente diverse dalla fusione, l'istituto della scissione viene disciplinato con ampio rimando ad essa.

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

La complessità della definizione legislativa evidenzia la poliedricità della fattispecie intorno a tre dimensioni:

- la quota del trasferimento patrimoniale;
- la preesistenza o meno della/e società beneficiaria/e;
- le modalità di attribuzione delle azioni ai soci della scissa.

Con riferimento alla prima dimensione, si distingue tra scissione parziale e totale<sup>16</sup>: nel caso di scissione parziale, la società madre (scissa) trasferisce alla beneficiaria solo una parte del suo patrimonio, rimanendo operativa anche se con una minore dotazione patrimoniale; la scissione totale implica, invece, lo scioglimento senza liquidazione della società scissa, in virtù del trasferimento del suo intero patrimonio a due o più beneficiarie: si noti come, in presenza di scissione totale, le società beneficiarie devono essere almeno due, poiché, nel caso in cui fosse una, si parlerebbe di semplice trasferimento d'azienda.

---

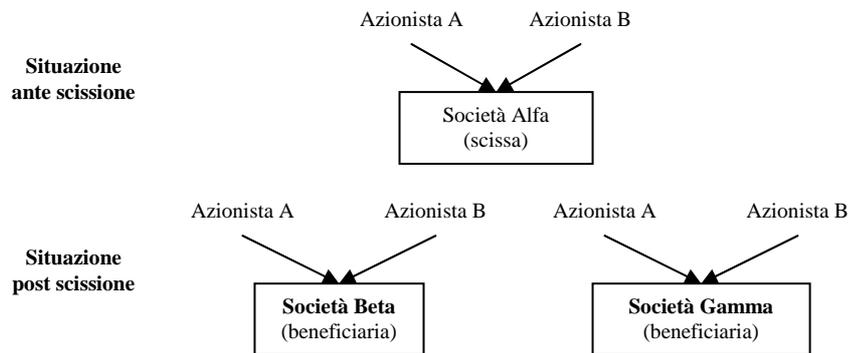
<sup>16</sup> Antifora R. et al., *Operazioni straordinarie – Il manuale completo*, SE, 2007

La pre-esistenza o meno della/e società beneficiaria/e permette di distinguere tra scissione per incorporazione, qualora la beneficiaria sia preesistente, e scissione in senso stretto, quando la beneficiaria sia una società di nuova costituzione.

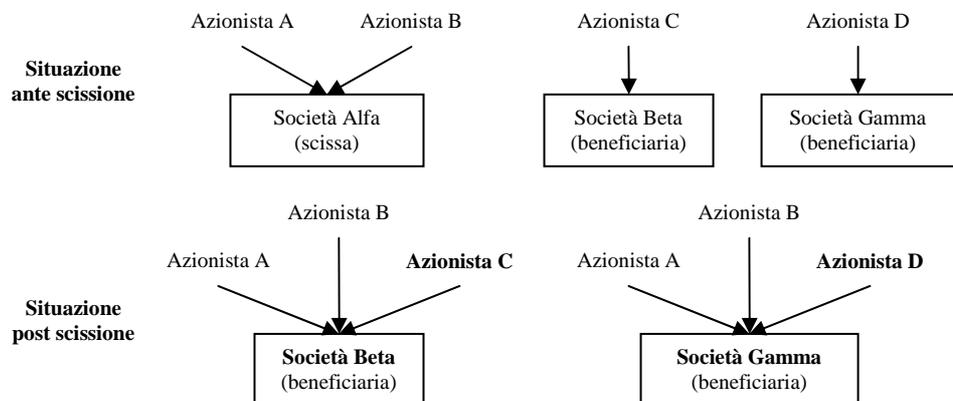
L'attribuzione delle azioni della beneficiaria ai soci della scissa può avvenire in maniera proporzionale o non proporzionale: con la scissione proporzionale, le azioni della beneficiaria vengono distribuite *pro quota* agli azionisti, ossia in proporzione alla quota di partecipazione da ognuno detenuta nella scissa, così che in seguito all'operazione saranno proprietari della beneficiaria nella stessa misura percentuale di cui sono proprietari della scissa; in caso di distribuzione non proporzionale, dopo l'operazione, gli azionisti deterranno una percentuale di partecipazione nella sussidiaria diversa da quella detenuta nella scissa, pur non modificando la loro personale e complessiva situazione patrimoniale.

Dunque, dall'analisi del comma 1 dell'art. 2506 c.c., è possibile individuare varie forme di scissione:

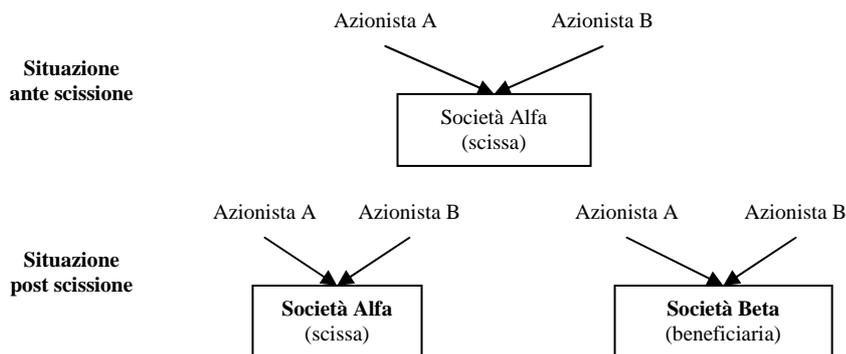
**Figura 2.2 - Scissione totale in senso stretto (ossia, con beneficiarie di nuova costituzione):**



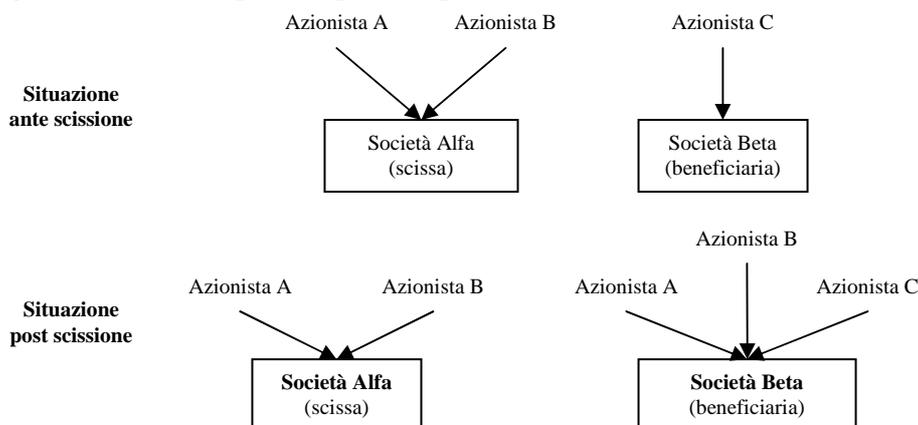
**Figura 2.3 - Scissione totale per incorporazione (con beneficiarie preesistenti):**



**Figura 2.4 - Scissione parziale in senso stretto**



**Figura 2.5 - Scissione parziale per incorporazione**



### **L'ordinamento giuridico e l'iter procedimentale previsto per le operazioni di scissione**

Il Codice Civile disciplina l'operazione di scissione con norme (gli articoli che vanno dal 2506 c.c. al 2506-quarter c.c.) che fanno ampio rimando agli articoli relativi alla fusione in tema di vincoli e regole procedurali.

L'ordinamento giuridico della fusione e della scissione è stato oggetto di modificazione in seguito alla riforma del 2003, intervento che ha agito lungo tre direttrici:

- Il recepimento della dottrina e della giurisprudenza formatasi in presenza dei precedenti vuoti legislativi;
- Lo snellimento delle procedure per particolari tipologie o casi di scissione;
- Il miglioramento dell'informativa nei confronti dei soci, dei creditori e, in generale, dei terzi.

La produzione documentale che caratterizza il procedimento di scissione si concentra principalmente nella fase che precede e prepara l'assemblea straordinaria dei soci per la delibera di scissione, ed alla quale farà seguito la redazione dell'atto di scissione; i documenti da redigere obbligatoriamente prima dell'assemblea degli azionisti sono:

- 1) Progetto di scissione;
- 2) Situazioni patrimoniali di scissione;
- 3) Relazione degli amministratori;
- 4) Relazione degli esperti;
- 5) Prospetto informativo integrativo per le società quotate.

**Il progetto di scissione<sup>17</sup>** è un documento la cui redazione è obbligatoria (art. 2506-*bis* c.c.) e compete agli amministratori delle società partecipanti all'operazione ed ha finalità informativa a favore sia dei soci che dei terzi. Il suo contenuto è simile a quello previsto per il progetto di fusione (art. 2501-*ter*), a cui l'art. 2506-*bis* c.c. fa ampio rimando; l'obiettivo del progetto è la descrizione completa dell'operazione, di modo che la successiva delibera di scissione possa avvenire mediante semplice approvazione del progetto stesso.

Il contenuto del progetto di scissione si suddivide nelle seguenti aree d'interesse:

- 1) L'indicazione del tipo, della denominazione o della ragione sociale, della sede delle società partecipanti alla scissione, utili per l'identificazione anagrafica delle imprese coinvolte e dei futuri assetti societari.
- 2) Gli statuti o gli atti costitutivi delle società risultanti dalla scissione: in particolare, per la scissa e per le beneficiarie preesistenti sarà necessario adeguare il rispettivo statuto alla nuova situazione organizzativa ed operativa mentre, per le beneficiarie di nuova costituzione, è necessario riportare lo statuto di nuova redazione.
- 3) Il criterio di assegnazione delle azioni (proporzionale o non proporzionale), è fondamentale soprattutto nel caso di scissione non proporzionale poiché in questa ipotesi è riconosciuta al socio dissenziente l'opportunità di cessione

---

<sup>17</sup> Antifora R. et al., *Operazioni straordinarie – Il manuale completo*, SE, 2007, pag. 399 - 429

della propria partecipazione azionaria per un corrispettivo calcolato alla stregua dell'esercizio del diritto di recesso (art. 2437-ter per le S.p.A.); quest'ultima è un'innovazione introdotta dalla riforma del 2003.

- 4) Il rapporto di concambio indica il numero di azioni della beneficiaria che gli azionisti della scissa hanno diritto a ricevere per ogni singola azione della stessa: data la centralità di tale rapporto, per la sua determinazione ed analisi di congruità il legislatore prevede l'intervento, rispettivamente, degli amministratori delle società coinvolte e di esperti terzi indipendenti. In particolare, il concambio assume la veste di elemento critico qualora l'operazione di scissione sia non proporzionale oppure avvenga a favore di beneficiarie preesistenti, poiché in questi casi, essendo necessaria la valutazione del patrimonio netto trasferito e/o del patrimonio netto delle beneficiarie a valori di mercato, è elevato il rischio di pregiudizio patrimoniale per i vecchi soci. Inoltre, sempre con la riforma del 2003, il legislatore ammette la possibilità di un conguaglio in denaro da corrispondere al socio della scissa in misura pari al valore delle eventuali azioni frazionarie cui ha diritto, e comunque per un valore complessivo non superiore al 10% del valore nominale delle azioni assegnate.
- 5) La data a decorrere dalla quale: 1) le azioni della beneficiaria partecipano agli utili e 2) le operazioni delle società partecipanti alla scissione sono imputate al bilancio, rispettivamente, della società scissa e/o delle società beneficiarie; il legislatore ha, infatti, offerto la possibilità sia di retrodatare che di postdatare (solo nel caso di scissione in senso stretto a favore di società neo-costituite) gli effetti della scissione.
- 6) Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci ed ai possessori di titoli diversi dalle azioni: in particolare, la norma si riferisce a specifiche attenzioni riservate agli azionisti privilegiati, di risparmio, ed agli obbligazionisti con obbligazioni convertibili.
- 7) I vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla scissione.
- 8) L'esatta descrizione degli elementi attivi e passivi trasferiti alle società beneficiarie: nel caso in cui il progetto di scissione non fornisca tale descrizione analitica, il legislatore detta un criterio sussidiario per stabilire

come ripartire il patrimonio tra le società partecipanti. Per quanto riguarda gli elementi dell'attivo:

- in caso di scissione totale, vengono ripartiti tra le beneficiarie in proporzione alla quota di patrimonio netta trasferita;
- in caso di scissione parziale, invece, l'elemento dell'attivo non indicato rimane in capo alla società scindenda (impresa madre).

Per gli elementi del passivo:

- nel caso di scissione totale, rispondono in solido le società beneficiarie nel limite dell'effettivo valore del patrimonio netto ricevuto;
- in caso di scissione parziale, la responsabilità solidale è tra la società scissa e le beneficiarie, sempre nei limiti del valore effettivo del patrimonio trasferito.

**Tabella 2.1 – Il progetto di scissione**

<b>Informazione richiesta</b>	<b>Descrizione</b>
Tipo, denominazione/ragione sociale, sede delle società partecipanti.	Necessaria per avere conoscenza dell'anagrafe societaria e degli assetti organizzativi post scissione.
Statuto/atto costitutivo nuovo/aggiornato delle società partecipanti alla scissione.	Per comunicare ad azionisti e terzi gli statuti delle società partecipanti così come aggiornati e/o introdotti in seguito all'operazione.
Modalità di assegnazione delle azioni della/e società beneficiaria/e agli azionisti della scissa.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Indica il criterio (proporzionale o meno) di assegnazione delle azioni delle beneficiarie agli azionisti della società scissa.</li> <li>2. In caso di scissione non proporzionale, deve contenere l'indicazione sulle modalità di esercizio del recesso (art. 2437 c.c.) dei soci dissenzienti.</li> </ol>
Rapporto di cambio delle azioni e misura dell'eventuale conguaglio in denaro.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Indica il numero di azioni della beneficiaria a cui gli azionisti hanno diritto per ogni azione della scissa detenuta oltre alla misura dell'eventuale conguaglio in denaro per le azioni frazionate.</li> <li>2. Sottoposto al giudizio di congruità da parte di esperti indipendenti (salvo casi eccezionali di esenzione).</li> </ol>
Data dalla quale le azioni partecipano agli utili e le operazioni delle società partecipanti alla scissione sono imputate a bilancio della società scissa e delle società beneficiarie.	Possibilità offerta dal legislatore di retrodatare gli effetti contabili della scissione; esiste anche la possibilità di post-datazione degli effetti della scissione solo nel caso sia a favore di beneficiarie di nuova costituzione.
Trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e possessori di titoli diversi.	Particolari diritti di natura economica o partecipativa riferiti principalmente agli azionisti risparmiatori, agli azionisti privilegiati ed agli obbligazionisti.
Vantaggi particolari riservati agli amministratori delle società partecipanti.	Particolari trattamenti riservati ad amministratori ed <i>executive</i> delle imprese partecipanti.
Esatta descrizione degli elementi patrimoniali oggetto di trasferimento,	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Individuazione analitica degli elementi dell'attivo e del passivo trasferiti alle società beneficiarie.</li> <li>2. Nel caso di mancante descrizione analitica, il legislatore, in via sussidiaria, fornisce i criteri di ripartizione.</li> </ol>

**Le situazioni patrimoniali di scissione** – La redazione delle Situazioni Patrimoniali della scissa e dell'eventuale beneficiaria preesistente è un adempimento previsto a garanzia delle pretese dei creditori e dei terzi e che consente loro l'accesso

alle informazioni patrimoniali delle società coinvolte. L'onere di redazione è a carico degli organi amministrativi delle società partecipanti ed il contenuto è disciplinato all'art. 2506-ter c.c. con rimando all'articolo 2501-quarter c.c. in tema di fusione. La norma prevede che la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali di scissione sia riferita ad una data non anteriore di oltre 4 mesi dal giorno in cui il progetto di scissione è depositato presso la sede sociale della società, prevedendo altresì l'opportunità di poter utilizzare come Situazione Patrimoniale quella relativa all'ultimo bilancio d'esercizio regolarmente approvato se chiuso non oltre 6 mesi prima dalla data di deposito.

Considerato che la *ratio* della redazione delle situazioni patrimoniali è l'individuazione dell'esatta composizione del patrimonio riferibile ad ogni singola società partecipante, può essere opportuno utilizzare un prospetto a due sezioni in cui vengono descritti, per singola voce patrimoniale, il valore ante e post (*pro forma*) scissione.

**La relazione degli amministratori** – E' obbligatoriamente prevista ai sensi dell'art. 2506-ter c.c., è complementare al progetto di scissione ed è redatta dagli amministratori delle società coinvolte per fornire ai soci ed ai terzi una descrizione di tipo economico e giuridico dell'operazione. La relazione descrive da una prospettiva diversa il progetto di scissione, dedicando particolare attenzione al rapporto di concambio ed ai criteri di determinazione dello stesso; nel dettaglio deve indicare:

- 1 – Gli aspetti economici e giuridici dell'operazione, ossia i razionali strategici che giustificano il ricorso all'operazione e gli effetti giuridici della stessa.
- 2 – Il rapporto di concambio ed i metodi di valutazione adottati per la sua stima: tali informazioni sono necessarie solo in presenza di scissione non proporzionale e/o per incorporazione, due ipotesi che richiedono la stima del valore economico sia dei patrimoni trasferiti alle beneficiarie, sia di quello che rimane in capo alla scissa.
- 3 – Il criterio, proporzionale o non proporzionale, di attribuzione delle azioni.
- 4 – Il valore effettivo dei patrimoni trasferiti e di quello che rimane in capo alla scissa: oltre, come visto, per il concambio, tale valutazione è fondamentale per fissare i limiti della responsabilità patrimoniale solidale delle imprese partecipanti per i debiti sociali contratti dalla casa madre ante operazione.

**La perizia di stima ex art. 2343 c.c.** – In tema di applicabilità dell'art. 2343 c.c. alle operazioni di scissione riguardo all'obbligo di redazione della perizia di stima giurata, finalizzata alla valutazione del patrimonio oggetto di trasferimento e di quello rimanente della società scissa, la riforma del 2003, rivedendo l'art. 2501-*sexies* in tema di fusione a cui rimanda l'art. 2506-*ter* c.c., prevede che l'obbligo di redazione della perizia valga solo in presenza di scissioni eterogenee.

**La relazione degli esperti** – Data la centralità del concambio (in presenza di scissioni per incorporazione e/o non proporzionali), a tutela della veridicità e congruità del valore del concambio, l'art. 2506-*ter* richiede che vi sia l'intervento di professionisti indipendenti rispetto alle società partecipanti per esprimere un parere di congruità del rapporto di cambio fissato dagli amministratori; l'intervento degli esperti non è rivolto alla rideterminazione del concambio, quanto ad un'analisi delle valutazioni effettuate dagli amministratori, al fine di testare l'oggettività della stima.

La relazione deve contenere le informazioni relative ai metodi di valutazione adottati dagli esperti per la determinazione del rapporto di concambio e segnalare eventuali difficoltà di valutazione.

Il giudizio di congruità del rapporto di concambio fissato dagli amministratori è subordinato alla ricostruzione dell'intero *iter* valutativo; perciò, gli esperti dovranno innanzitutto valutare l'attendibilità del tasso di attualizzazione utilizzato, attestare che i metodi utilizzati dagli amministratori siano coerenti con le caratteristiche del ramo d'azienda scisso, valutare la correttezza materiale dei calcoli.

La riforma del 2003, con l'intenzione di semplificare la procedura di scissione, ha previsto l'esonero della relazione degli esperti nel caso di scissione proporzionale o a favore di società neo-costituite, piuttosto che con il consenso unanime di tutti i soci e dei possessori di altri strumenti finanziari che danno diritto di voto nelle società partecipanti alla scissione.

### **La delibera di scissione**

La documentazione richiesta dal Codice Civile agli articoli che vanno dall'art. 2506 all'art.2506-*ter* deve essere depositata presso le sedi sociali delle società partecipanti almeno 30 giorni prima della data fissata per l'assemblea straordinaria degli azionisti che dovrà deliberare in merito alla scissione; nel dettaglio, andranno depositate:

- Il progetto di scissione con allegate le relazioni degli amministratori ed, eventualmente, degli esperti;
- I bilanci delle società partecipanti alla scissione, relativi agli ultimi tre esercizi;
- Le situazioni patrimoniali di scissione *ex art. 2506-ter c.c.*, come da rimando all'art. 2501-*quarter c.c.* in tema di fusioni.

Il deposito consente ai soci di poter accedere a tutta l'informativa rilevante sulla base della quale esercitare il proprio diritto di voto in assemblea; in realtà, la riforma del 2003 ha riconosciuto ai soci, previo consenso unanime, la possibilità di rinunciare al termine dei 30 giorni e di deliberare in merito alla scissione anche prima che sia decorso il 30° giorno dal deposito.

La delibera di scissione consiste nell'approvazione del relativo progetto da parte delle assemblee straordinarie di tutte le società partecipanti (ovviamente, preesistenti alla scissione), e nel rispetto dei *quorum* previsti per la modifica dello statuto o dell'atto costitutivo; nelle società per azioni, i *quorum* (derogabili dalla riconosciuta autonomia statutaria) sono:

- In prima convocazione, l'approvazione deve avvenire con il consenso di tanti soci che rappresentino almeno il 50% del capitale sociale; se la società è quotata, l'assemblea è regolarmente costituita con l'intervento di soci che rappresentano almeno il 50% del capitale sociale e la delibera è approvata con il voto favorevole di almeno i 2/3 del capitale intervenuto;
- In seconda convocazione, l'assemblea è regolarmente costituita quando è rappresentato più di 1/3 del capitale sociale, e la delibera deve essere approvata, per le società quotate, con voto favorevole di soci rappresentati almeno i 2/3 del capitale rappresentato e, per le società non quotate, con voto favorevole dei soci che rappresentano almeno 1/3 dell'intero capitale sociale;
- Per la terza convocazione, prevista per le sole società quotate, l'assemblea è regolarmente costituita quando interviene almeno 1/5 del capitale sociale e la delibera è assunta con voto favorevole di soci che rappresentino almeno i 2/3 del capitale intervenuto.

**Tabella 2.2 – Quorum costitutivi e deliberativi**

<b>Convocazione</b>	<b>Quorum costitutivo</b>	<b>Quorum deliberativo</b>
1° convocazione	- <b>Non quotate:</b> non previsto - <b>Quotate:</b> 50% del capitale sociale	- <b>Non quotate:</b> 50% del capitale sociale - <b>Quotate:</b> 2/3 del capitale intervenuto
2° convocazione	- <b>Non quotate:</b> 1/3 del capitale sociale - <b>Quotate:</b> 1/3 del capitale sociale	- <b>Non quotate:</b> 1/3 del capitale intervenuto - <b>Quotate:</b> 2/3 del capitale intervenuto
3° convocazione (solo per società quotate)	- <b>Quotate:</b> 1/5 del capitale sociale	- <b>Quotate:</b> 2/3 del capitale intervenuto

Nel caso di particolari categorie di azionisti (di risparmio e privilegiati), l'art. 2376 c.c. richiede che l'operazione venga approvata separatamente dall'assemblea speciale di ognuna delle categorie di azioni qualora i diritti di cui sono titolari possano risultare lesi in seguito all'operazione.

La delibera di scissione deve essere depositata, insieme alla documentazione sopra esposta, presso l'Ufficio del Registro delle Imprese territorialmente competente a cura del notaio che ha verbalizzato l'atto.

### **La tutela di creditori ed obbligazionisti**

Tra la data di iscrizione della delibera di scissione (e di tutti gli altri documenti previsti) nel Registro delle Imprese e l'effettiva conclusione dell'operazione devono intercorrere almeno due mesi, periodo necessario per consentire ai creditori sociali di potersi opporre all'operazione (art.2503 c.c.); benché l'opponibilità dei creditori sia un principio generale, il legislatore ha previsto la possibilità di poter anticipare il termine dei due mesi per l'attuazione della scissione:

- 1) qualora vi sia il consenso di tutti i creditori sociali prima del deposito del progetto di scissione nel registro delle imprese;
- 2) quando, anche indirettamente, siano stati pagati i creditori dissenzienti;
- 3) quando la relazione degli esperti viene redatta, per tutte le società partecipanti, da un'unica società di revisione che asseveri, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti non rende necessarie garanzie a favore dei creditori sociali; questa opportunità è un'innovazione introdotta con la riforma del 2003.

Ad ogni modo, qualora sia trascorso il termine di due mesi senza nessuna opposizione, il consenso dei creditori è presunto.

La stessa tutela viene riconosciuta anche agli obbligazionisti, salvo il caso in cui la scissione non sia stata approvata dall'assemblea speciale degli obbligazionisti. Ai possessori di obbligazioni convertibili, invece, viene riconosciuta la possibilità di esercitare il diritto di opzione entro un mese dalla pubblicazione dell'avviso su Gazzetta Ufficiale, avviso che deve essere pubblicato almeno 3 mesi prima dell'iscrizione del progetto di scissione nel Registro delle Imprese.

### **L'atto di scissione**

Decorsi i due mesi dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese senza istanza di opposizione da parte dei creditori sociali, è possibile redigere l'atto di scissione. L'onere di redazione fa capo, congiuntamente, agli amministratori di tutte le società partecipanti; la forma richiesta è quella dell'atto pubblico *ad substantiam* ed il deposito presso il registro delle imprese, a cura del notaio rogante l'atto o, in via sussidiaria, degli amministratori delle società partecipanti, deve avvenire entro 30 giorni dalla data di stipula dell'atto stesso.

Adempito quest'ultimo obbligo procedimentale, la scissione non può più essere dichiarata invalida, facendo comunque salva l'opportunità per i soci ed i creditori eventualmente danneggiati di richiedere il risarcimento del danno eventualmente patito.

### **Il divieto di assegnazione di azioni**

Con rimando all'art. 2504-*ter* c.c. in tema di fusioni, anche per le scissioni vige il divieto di assegnazione di azioni o quote; in particolare, le società beneficiarie non possono distribuire ai soci della società scissa le azioni emesse in sostituzione delle azioni proprie di quest'ultima; inoltre, non possono assegnare ai soci azioni emesse in sostituzione delle azioni della società scissa detenute dalla stessa beneficiaria.

Dunque, se la scissa detiene azioni proprie, in costanza di scissione tali azioni dovranno essere annullate con contestuale annullamento della riserva per azioni proprie iscritta a patrimonio netto.

Nel caso in cui la beneficiaria detenga azioni della scissa, queste verranno annullate e sostituite con una quota del patrimonio trasferito in costanza di scissione; in questo caso, dato il confronto tra il valore delle azioni da annullare ed il valore del patrimonio trasferito, possono generarsi delle differenze da annullamento:

- se le azioni della scissa da annullare sono iscritte in bilancio per un valore superiore alla corrispondente quota di patrimonio netto, emergerà un disavanzo da scissione imputabile ad avviamento;
- se, viceversa, il valore di libro delle azioni della scissa è inferiore al valore della corrispondente quota di patrimonio netto, si crea un avanzo da annullamento che può essere trattato contabilmente in vari modi.

### **Adempimenti particolari per le operazioni di scissione alle quali partecipano società quotate**

Se l'operazione di scissione riguarda società quotate, dovranno essere rispettati gli obblighi previsti dalla disciplina sull'informativa societaria contenuta nel d.lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza), che fissa regole informative più stringenti per meglio tutelare gli interessi dei piccoli investitori non istituzionali.

Con la delibera n°11971 del 14 maggio 1999, in recepimento della L. 58/1998, la Consob indica gli obblighi informativi che fanno capo alle imprese quotate coinvolte in operazioni societarie straordinarie:

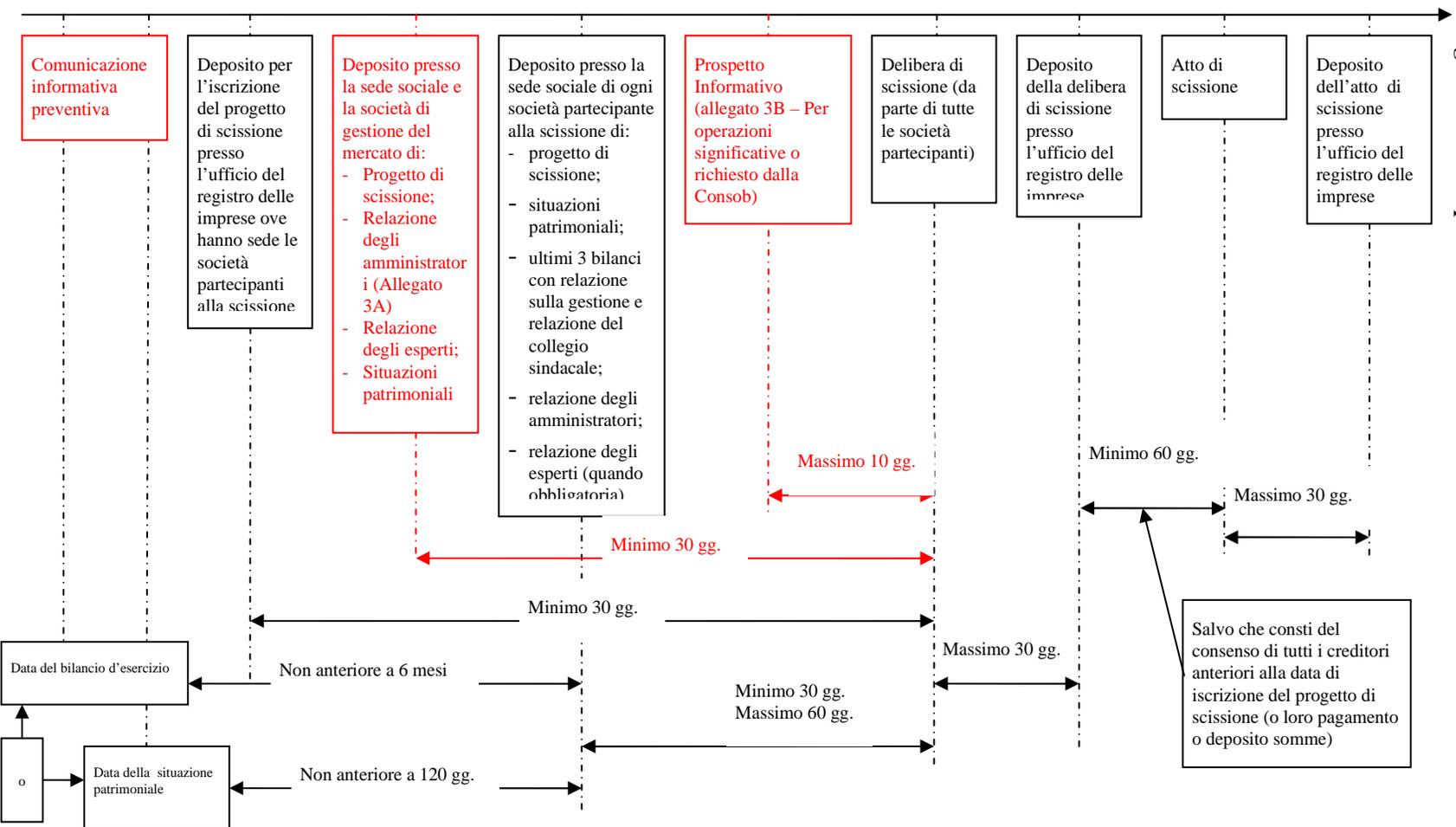
- L'art. 66 introduce un primo obbligo di informazione preventiva, richiedendo che in presenza di operazioni significative<sup>18</sup> la società quotata deve comunicare alla Consob ed almeno a due agenzie di stampa l'intenzione di voler procedere ad un'operazione di scissione;
- L'art. 70 dispone che le società quotate, almeno 30 giorni prima dalla data fissata per l'assemblea degli azionisti chiamati a deliberare in merito alla scissione, devono mettere a disposizione del pubblico presso la sede sociale e la società di gestione del mercato:
  - a) il progetto di scissione, la relazione degli amministratori redatta secondo lo schema dettato dall'allegato 3A e la relazione degli esperti;
  - b) le Situazioni Patrimoniali di scissione.
- Infine, nel caso di operazioni significative, la Consob richiede anche la redazione ed il deposito, almeno 10 giorni prima della data fissata per

---

<sup>18</sup> Con delibera 13 maggio 2010, la CONSOB chiarisce i parametri di significatività dell'operazione in base ad una serie di indicatori percentuali (di attività totali, passività totali e/o di patrimonio netto); l'operazione è significativa quando l'attivo/passivo/patrimonio netto assegnato alla beneficiaria è pari o superiore al 25% dell'attivo/passivo/patrimonio netto rimanente alla scissa. La delibera in esame, inoltre, specifica che la società quotata è tenuta a pubblicare il prospetto informativo anche nel caso di una pluralità di operazioni che, se considerate singolarmente, non superano il parametro di significatività, ma che lo diventano se il complesso delle operazioni afferisca ad un disegno unitario; vi è esenzione dall'obbligo informativo quando l'operazione coinvolge la società stessa ed una sua controllata al 100%. Fonte: Il Sole 24 Ore, Sabato 22 Maggio 2010, N° 139, pag. 35

l'assemblea straordinaria, del documento informativo redatto secondo le prescrizioni dell'Allegato 3B.

Figura 2.8 - L'iter procedimentale della scissione



## **La fiscalità dell'operazione di scissione**

La pianificazione fiscale della scissione è un elemento fondamentale per far sì che l'operazione possa esprimere l'intero suo potenziale di valore; ai fini dell'imposizione diretta, i principi fiscali che caratterizzano l'operazione di scissione riguardano<sup>19</sup>:

- la neutralità fiscale dell'operazione in capo alle società partecipanti;
- la neutralità fiscale della scissione in capo agli azionisti della scissa;
- il trattamento contabile delle differenze da scissione.

**Neutralità fiscale della scissione per le società partecipanti** – Il comma 1 dell'art. 175 T.U.I.R. sancisce il principio di neutralità fiscale dell'operazione in capo alle società partecipanti, prevedendo che:

- 1) la scissione, in qualsiasi forma attuata, non dà mai luogo né a realizzo, né a distribuzione di plus/minus-valenze dei beni della società scissa;
- 2) le plus/minus-valenze che risultino dal progetto di scissione non si considerano iscritte in bilancio.

In base a tali principi, la beneficiaria subentrerà nella proprietà dei beni della società scissa oggetto di trasferimento allo stesso valore fiscalmente riconosciuto agli stessi beni nella contabilità della scissa.

**Neutralità fiscale della scissione per gli azionisti della scissa** - La neutralità della scissione vale anche per la posizione soggettiva dei soci che, con l'operazione, sostituiscono in tutto o in parte azioni della società scissa con azioni della società beneficiaria.

Il comma 3 dell'art. 173 T.U.I.R. prevede che il cambio di azioni della scissa con azioni delle beneficiarie *“non costituisce né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della scissa, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'art. 47, comma 7, del T.U.I.R. e,*

---

<sup>19</sup> Antifora R. et al., Op. Cit.

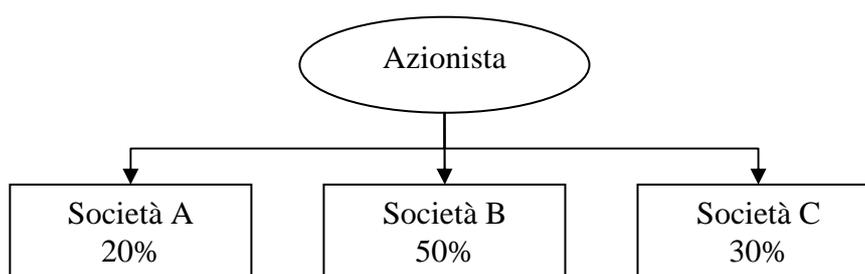
*ricorrendone le condizioni, degli articoli 58 e 87".* Ciò significa che il costo fiscalmente riconosciuto del portafoglio di azioni del socio della scissa ante operazione viene mantenuto anche in seguito alla scissione, nonostante la modificazione qualitativa del portafoglio stesso: si tratta di suddividere il costo fiscale del portafoglio ante operazione (costituito esclusivamente da azioni della scissa) tra le azioni della scissa e delle beneficiarie in portafoglio in seguito alla scissione, suddivisione proporzionale al valore netto contabile della quota di patrimonio netto trasferito alle singole beneficiarie; il seguente esempio può chiarire meglio la fattispecie:

**Figura 2.6 – Situazione ante scissione**



Adesso, si supponga che la Società A intenda dar corso ad una scissione parziale proporzionale creando due nuove società (B e C) ed assegnando loro, rispettivamente, il 50% ed il 30% del proprio patrimonio netto; la situazione patrimoniale del socio post scissione sarà:

**Figura 2.7 – Situazione post scissione**



Con la scissione, l'azionista diviene proprietario delle tre società risultanti dall'operazione, con la differenza che, rispetto alla situazione ante scissione, deterrà non solo azioni della società scissa, ma un portafoglio di titoli delle tre aziende. Il costo fiscale post scissione non si modificherà rispetto a quello ante scissione (1000), poiché tale costo viene ripartito tra le azioni di tutte e tre le società,

proporzionalmente alla quota di patrimonio netto trasferita; significa che il costo fiscale del portafoglio d'azioni ora detenuta dall'azionista sarà così suddiviso:

<b>Società</b>	<b>Valore fiscale della partecipazione</b>
Società A (scissa) - 20% del P.N.	$1000 * 20\% = 200$
Società B (beneficiaria) - 50% del P.N.	$1000 * 50\% = 500$
Società C (beneficiaria) - 30% del P.N.	$1000 * 30\% = 300$

In termini fiscali, il valore del portafoglio di azioni nelle mani dell'azionista è uguale sia prima che dopo la scissione, garantendo così la neutralità dell'operazione.

E' chiaro che se l'azionista persona fisica decida di cedere alcune azioni, la transazione sarà fiscalmente rilevante nella misura in cui realizza un guadagno/perdita in conto capitale tassato con l'aliquota prevista per i *capital gain*.

I conguagli in denaro a compensazione delle azioni frazionarie rappresentano un'altra fattispecie fiscalmente rilevante: infatti, vista la non frazionabilità dei titoli, all'azionista viene corrisposto un numero di azioni il cui valore è inferiore alla quota di patrimonio netto trasferito a lui riferibile. Considerato che deve sempre valere l'identità secondo cui il valore del patrimonio netto trasferito deve essere almeno pari al valore nominale di tutte le azioni assegnate agli azionisti, se il conguaglio viene corrisposto fino a concorrenza del valore del patrimonio netto riferibile al singolo azionista per chiudere semplicemente il *gap* tra valore del patrimonio netto e valore della sua partecipazione, non è considerato reddito da capitale ed in quanto tale non tassabile. Se, invece, il conguaglio in denaro supera il limite della concorrenza del valore del patrimonio netto trasferito, l'eventuale eccedenza sarà considerata alla stregua di una distribuzione di utili e, dunque, tassata.

**Trattamento fiscale dell'eventuale differenza da scissione** – Un'operazione di scissione può generare:

- avanzi da concambio, quando il valore dell'aumento di capitale (con esclusione del diritto d'opzione per i vecchi soci) varato dalla beneficiaria per l'emissione delle azioni a fronte del patrimonio ricevuto è minore rispetto al valore di quest'ultimo ( $AuCap < Patrimonio\ Netto\ trasferito$ );
- disavanzi da concambio, quando l'aumento di capitale della beneficiaria è deliberato per un ammontare superiore rispetto al valore contabile del patrimonio netto trasferito ( $AuCap > Patrimonio\ netto\ trasferito$ ).

Esistono anche differenze da annullamento, che emergono in virtù del divieto di distribuzione di azioni ed in presenza di azioni proprie o partecipazioni incrociate: in questi casi emergerà un disavanzo da annullamento quando il valore della partecipazione annullata è superiore alla rispettiva quota di patrimonio netto contabile trasferito, viceversa in caso di avanzo da annullamento.

Nel rispetto del principio di neutralità fiscale della scissione, il legislatore della riforma 2003 ha indicato chiaramente che l'eventuale disavanzo deve essere prima imputato agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla scissione e, solo per la parte residuale, ad avviamento; in quest'ultimo caso, l'ammortamento deve avvenire al massimo entro 5 anni.

### **Le operazioni di conferimento di ramo d'azienda e quotazione delle azioni della conferitaria**

Con il conferimento, un'azienda oppure un ramo aziendale dotato di autonoma capacità reddituale vengono conferiti (apportati) ad un ente giuridicamente diverso dall'impresa conferente; come contropartita, la conferente non riceve denaro, ma azioni della società ricevente (conferitaria)<sup>20</sup>.

In base alla preesistenza o meno della conferitaria, si distingue tra:

- 1) conferimento per apporto o concentrazione, se la società conferitaria è preesistente: in questo caso, la conferitaria dovrà deliberare un aumento di capitale a sostegno dell'emissione di nuove azioni da assegnare alla società conferente;
- 2) conferimento per scorporo se la conferitaria è di nuova costituzione.

Il conferimento è, altresì, un istituto differente dalla scissione e dalla cessione di un business:

- 1) a differenza della scissione, con il conferimento le azioni della conferitaria emesse a fronte del trasferimento patrimoniale vengono attribuite alla conferente (e non ai suoi azionisti) ed iscritte nel suo attivo patrimoniale;

---

<sup>20</sup> Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24 Ore, 2008, pagg. 361-364

- 2) rispetto alla cessione di ramo d'azienda, invece, il conferimento si caratterizza per la diversa natura della controprestazione: a fronte del trasferimento del ramo aziendale, in caso di conferimento la casa madre riceve azioni della conferitaria mentre, in ipotesi di cessione, riceve risorse finanziarie di cassa dall'acquirente.

Dunque, con il conferimento è possibile disinvestire una determinata unità di business mantenendo comunque un vincolo di capitale tra impresa madre e conferitaria, almeno fin quando la conferente non decida di vendere in tutto o in parte le azioni della conferitaria.

La quota di partecipazione nel capitale della conferitaria che la conferente si ritrova in bilancio in seguito al conferimento permette di distinguere tra:

- conferimento modello cessione, operazione impostata con finalità di realizzo dei plusvalori latenti sulle attività oggetto di conferimento; in questi casi la conferente arriva a detenere una partecipazione minoritaria nel capitale della conferitaria;
- conferimento modello trasformazione, che risponde a logiche di ristrutturazione aziendale e non di realizzo, consentendo alla conferente di assumere una quota di partecipazione totalitaria o maggioritaria nel capitale della conferitaria.

Il Codice Civile non prevede norme specifiche per la disciplina dell'istituto del conferimento di un ramo d'azienda, reputando sufficiente regolare l'operazione attraverso rimando ed applicazione degli artt.2342-2345 c.c. in tema di conferimento di beni in natura e riproponendo, per le società di capitali, la necessità della perizia di stima *ex art. 2343 c.c.*

### **La procedura di conferimento**

L'iter procedimentale tipico del conferimento di un ramo d'azienda si snoda lungo tre fasi:

- 1) adempimenti propedeutici al conferimento del ramo d'azienda;
- 2) redazione della perizia di stima *ex art. 2343 c.c.*;
- 3) atto di conferimento ed adempimenti successivi.

**Adempimenti propedeutici al conferimento del ramo d'azienda** - La fase preliminare è importante ai fini dell'impostazione di un corretto procedimento di conferimento: di norma, la decisione di procedere ad un'operazione del genere rientra nell'ambito delle competenze del consiglio d'amministrazione della società disinvestente e non è necessaria la delibera dell'assemblea straordinaria degli azionisti, a meno che l'operazione non modifichi sensibilmente il contenuto dello statuto o dell'atto costitutivo della conferente.

La delibera del CdA (o dell'assemblea degli azionisti, quando richiesta) dovrà contenere una descrizione esaustiva delle motivazioni strategiche dell'operazione e la delega al presidente o agli amministratori per la nomina del perito da parte del tribunale territorialmente competente.

**Redazione della perizia di stima ex art. 2343 c.c.** - Il documento principale dell'intero *iter* del conferimento è la perizia di stima *ex art. 2343 c.c.*, il cui comma 1 (applicabile solo in presenza di conferimenti realizzati da società per azioni) stabilisce che il soggetto conferente beni in natura deve presentare una relazione di stima giurata da parte di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società.

La perizia assolve il ruolo di garanzia della posizione soggettiva di terzi e creditori della conferente, e per tale ragione deve contenere le seguenti informazioni:

- la descrizione dei beni oggetto del conferimento;
- l'attestazione che il valore dei beni conferiti sia almeno pari al valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- i criteri di valutazione adottati.

Più analiticamente, i seguenti punti individuano gli elementi informativi essenziali che una perizia di stima deve presentare in costanza di un'operazione di conferimento:

- a) esplicazione delle finalità della perizia;
- b) individuazione della società conferente, con indicazione della compagine sociale e dell'attività svolta;

- c) analisi e presentazione della situazione produttiva ed organizzativa della conferente;
- d) studio dell'attendibilità delle scritture contabili;
- e) indicazione dei criteri di valutazione impiegati;
- f) descrizione analitica dei beni oggetto del conferimento, con separata attestazione che il loro valore complessivo sia almeno pari al valore loro attribuito per la determinazione del capitale sociale più l'eventuale sovrapprezzo;
- g) la data di riferimento delle valutazioni;
- h) la valorizzazione dei beni aziendali e la determinazione del capitale netto di conferimento.

La riforma riporta, all'art. 2343 c.c., che il valore complessivo dei conferimenti non può essere inferiore all'ammontare complessivo del capitale sociale apportato: ossia, la norma prevede la possibilità di attribuire alla conferente una partecipazione più o meno che proporzionale rispetto al valore del complesso trasferito, e comunque il valore di tale complesso non deve essere inferiore a quello dell'aumento di capitale deliberato dalla conferitaria, poiché, se così non fosse, il complesso conferito non troverebbe copertura nel capitale e nell'eventuale sovrapprezzo.

Pertanto, il valore di perizia individua il limite massimo del valore di iscrizione del bene conferito, restando comunque salva la possibilità per la stessa conferitaria di poter iscrivere a bilancio lo stesso bene per un valore inferiore rispetto a quello risultante dalla stima.

**Atto di conferimento ed adempimenti successivi** - Il momento costitutivo del conferimento coincide con la redazione dell'atto di conferimento, il quale deve contenere le seguenti informazioni:

- a) gli elementi identificativi delle società coinvolte;
- b) il riferimento alla perizia di stima ed alle sue risultanze, ricordando che tale documento viene comunque allegato all'atto stesso;
- c) l'individuazione analitica dei beni conferiti;
- d) la data di efficacia del conferimento, che al massimo può essere postergata, ma mai anticipata;

- e) il valore netto del conferimento, il numero ed il valore nominale delle azioni che saranno emesse in seguito al conferimento stesso da parte della conferitaria.

L'atto di conferimento, con allegata la perizia di stima, deve essere depositato entro 30 giorni presso l'Ufficio del Registro delle Imprese competente a cura del notaio che redige l'atto.

Si ricordi che l'art.2342 c.c., comma 2, prevede che le azioni da emettere a fronte del conferimento in natura vanno liberate al momento della sottoscrizione: ciò significa che, se la conferitaria è una *NewCo*, questa acquisterà immediatamente la proprietà dei beni, ma la traslazione diviene effettiva non appena la conferitaria assume personalità giuridica con iscrizione del proprio atto costitutivo nel registro delle imprese; se, invece, la conferitaria è già esistente, la delibera di aumento di capitale dovrà indicare che lo stesso verrà liberato con conferimento di beni.

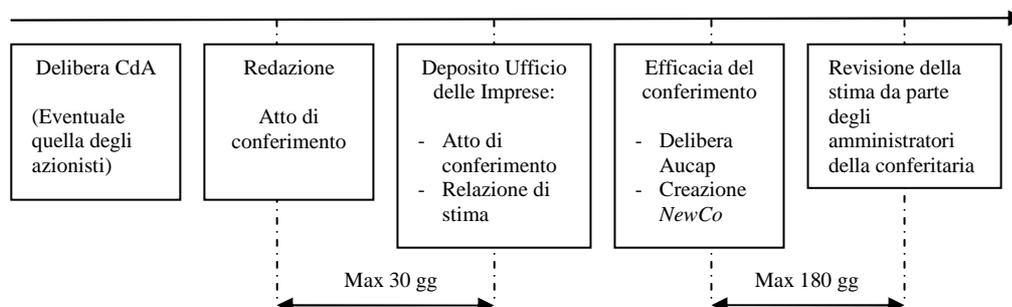
Gli adempimenti successivi all'atto di conferimento riguardano, essenzialmente, gli oneri procedurali in capo alla conferitaria e la verifica dei valori della perizia condotta dagli amministratori della stessa. Tra gli adempimenti a carico della società conferitaria, bisogna distinguer due casi:

- a) Nell'ipotesi in cui la conferitaria sia una *NewCo*, al fine della sua costituzione è necessaria la redazione dell'atto costitutivo e del suo deposito presso l'Ufficio del Registro delle Imprese a cura del notaio rogante l'atto pubblico entro 30 giorni dalla data di redazione dell'atto stesso;
- b) Nel caso, invece, in cui la conferitaria sia una società già esistente, è necessaria sia la delibera del CdA della conferente a favore del conferimento, sia la delibera assembleare dell'aumento di capitale per l'emissione di azioni da assegnare alla conferente.

L'ultimo momento del procedimento prevede che gli amministratori della conferitaria, entro 180 giorni dalla data di avvenuto conferimento (deposito della documentazione e delibera di aumento di capitale o creazione della *NewCo*), devono controllare le valutazioni contenute nella perizia ed, eventualmente, procedere alla revisione dei valori contabili del ramo conferito; fin quando non venga conclusa tale verifica, le azioni della conferitaria sono inalienabili. Inoltre, se gli amministratori

accertano che il valore effettivo dei beni conferiti sia inferiore di oltre 1/5 rispetto al valore di conferimento, sono tenuti a ridurre il capitale sociale attraverso annullamento delle azioni scoperte, sempreché il conferente non ripiani la differenza per cassa.

**Figura 2.9 Il procedimento di conferimento di un'impresa non quotata**



### **Gli adempimenti richiesti per i conferimenti realizzati da società quotate**

Per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'operazione di conferimento si arricchisce di adempimenti procedurali al fine di garantire una maggiore trasparenza ed informativa nei confronti dei soci e dei terzi (fig. 19).

**Figura 2.10 – L'operazione di conferimento per le società quotate**

<b>Redazione Documentazione</b>	<b>Obbligo di comunicazione</b>	<b>Delibera di aumento di capitale ed adempimenti successivi</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Perizia di stima ex art. 2343 c.c.</li> <li>2) Relazione degli amministratori (art. 2441 c.c., Regolamento CONSOB)</li> <li>3) Parere di congruità della società di revisione (art. 158 d.lgs.58/98)</li> <li>4) Prospetto informativo (Art. 70 CONSOB)</li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Società di gestione del mercato (15 gg. prima dell'assemblea):               <ol style="list-style-type: none"> <li>a) Relazione illustrativa</li> <li>b) Parere società di revisione</li> <li>c) Relazione di stima giurata</li> </ol> </li> <li>- CONSOB:               <ol style="list-style-type: none"> <li>a) Relazione degli amministratori (30 gg. prima dell'assemblea)</li> <li>b) Parere società di revisione e perizia di stima ex art. 2343 c.c. (15 gg. prima dell'assemblea)</li> <li>c) Prospetto informativo (10 gg. prima)</li> </ol> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Delibera di aumento di capitale</li> <li>- Atto di conferimento</li> <li>- Deposito presso la CONSOB di:               <ol style="list-style-type: none"> <li>a) Verbale e deliberazioni (entro 30 gg. dalla data di delibera)</li> <li>b) Atto costitutivo modificato (entro 30 gg. dal deposito presso l'Ufficio del Registro delle imprese)</li> </ol> </li> </ul>

**La fase di preparazione** – In questa fase l'impresa conferente deve redigere tutti i documenti richiesti per la validità dell'operazione<sup>21</sup>:

<sup>21</sup> Buffelli G., Sirtoli M., *Le operazioni straordinarie delle società*, Giuffrè Editore, 2004

- 1) La **perizia di stima ex art. 2343 c.c.** è identica a quella analizzata nei paragrafi precedenti, a cui si rimanda.
- 2) La **relazione degli amministratori** assolve la stessa funzione informativa vista in precedenza, e deve contenere tutte le informazioni necessarie per consentire alla conferitaria (eventualmente preesistente) di deliberare l'aumento di capitale. In presenza di conferitaria quotata, la relazione degli amministratori deve rispettare forma e contenuto dell'allegato 3A, così come previsto dall'art. 2441 c.c., integrato dall'art. 158 del d.lgs. 58/98 e dagli artt. 70 e 90 del Regolamento Consob; tale relazione presenta maggiori informazioni riguardanti:
  - L'impatto che l'operazione ha sulle traiettorie di evoluzione strategica della conferitaria;
  - L'indicazione del valore attribuito ai beni conferiti nella perizia di stima giurata *ex art. 2343 c.c.*;
  - La classe ed il prezzo delle azioni emesse in seguito all'aumento di capitale deliberato a fronte del conferimento;
  - Gli effetti fiscali dell'operazione in capo alla conferitaria;
  - L'indicazione degli azionisti e della controllante.
- 3) Il **parere di congruità della società di revisione** viene espresso sulla base del contenuto della relazione degli amministratori, inviata alla società di revisione della conferitaria almeno 45 giorni prima della data fissata per la convocazione dell'assemblea degli azionisti della conferitaria chiamata a deliberare l'aumento di capitale. L'obiettivo è di ricevere un parere di congruità del revisore sul prezzo di emissione delle azioni. La società di revisione ha 30 giorni per predisporre la propria relazione.
- 4) **Prospetto informativo per operazioni significative** - Se l'operazione integra gli estremi della significatività (così come individuata nei paragrafi dedicati alla scissione ed alla cessione), oppure dietro richiesta della Consob, l'art. 70, comma 4 del Regolamento Consob dispone l'obbligo di redazione del documento informativo redatto in maniera conforme a quanto stabilito nell'allegato 3B del Regolamento stesso.

**Gli obblighi di deposito e comunicazione** - Ai sensi dell'art. 70, comma 2 del regolamento Consob, almeno 15 giorni prima della data fissata per la convocazione dell'assemblea della conferitaria per l'aumento di capitale, è obbligatorio depositare presso la società di gestione del mercato:

- la relazione degli amministratori;
- il parere di congruità della società di revisione;
- la perizia giurata ex art. 2343 c.c.

Inoltre, sempre in funzione della stessa data (assemblea della conferitaria per la delibera di aumento di capitale), l'art 90 dello stesso regolamento richiede il deposito presso la Consob dei seguenti documenti:

- relazione degli amministratori almeno 30 giorni prima;
- parere della società di revisione almeno 15 giorni prima;
- documento informativo ulteriore, richiesto in caso di operazione significativa, almeno 10 giorni prima.

**Delibera di aumento di capitale** - Una volta che abbia avuto luogo l'assemblea dei soci, sempre l'art. 90 prescrive che vengano inviate alla Consob:

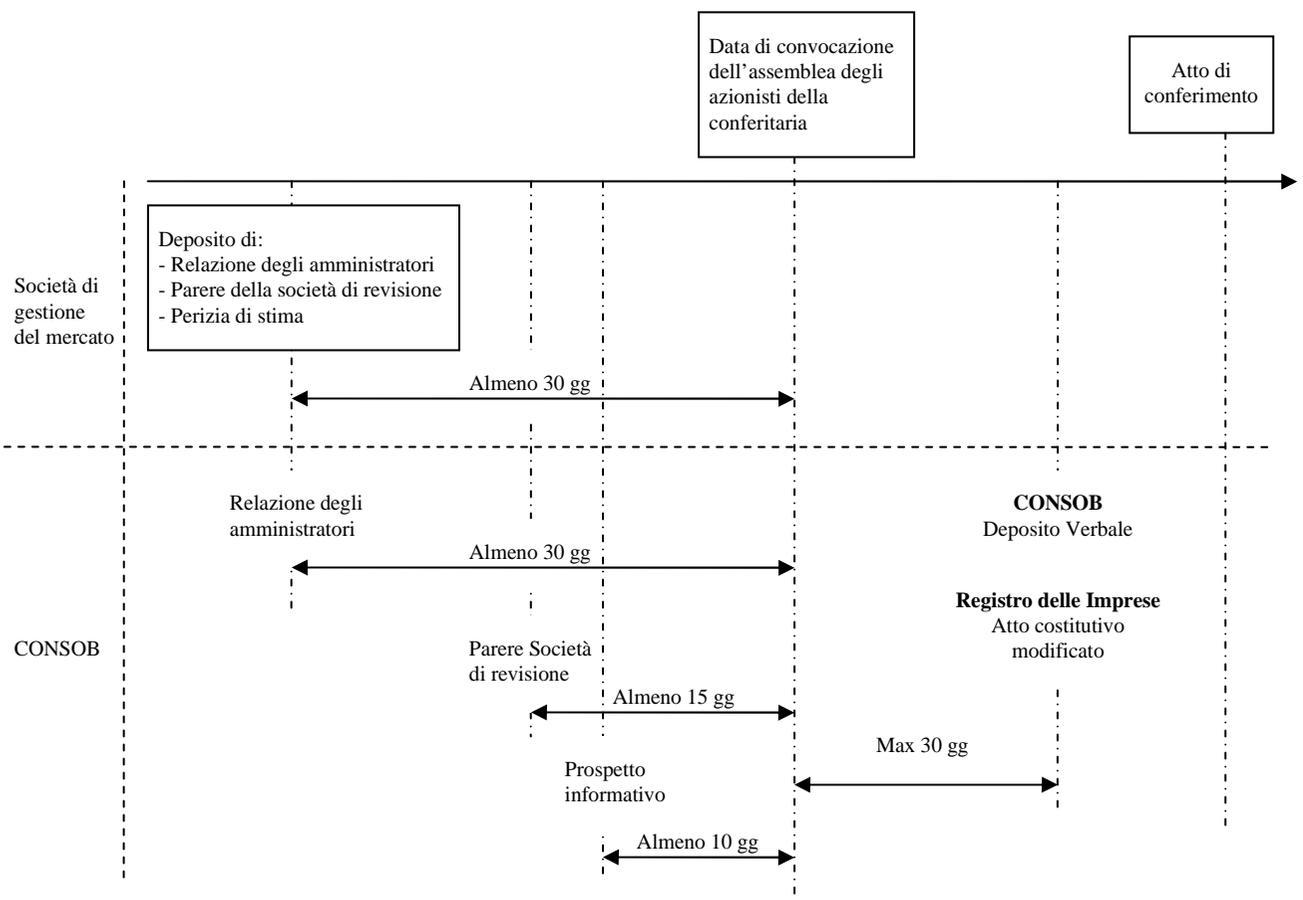
- Il verbale e le deliberazioni adottate dall'assemblea degli azionisti della conferitaria, entro 30 giorni dalla data di delibera;
- L'atto costitutivo modificato della conferitaria, entro 30 giorni dal deposito dello stesso presso il Registro delle Imprese.

L'atto di conferimento è il documento che chiude il procedimento e che descrive tutti gli aspetti specifici del trasferimento, tranne quello relativo al *pricing* d'emissione delle azioni, che è di specifica competenza della delibera di aumento di capitale.

E' importante non confondere finalità e contenuti dell'atto di conferimento con quelli del verbale di delibera: mentre quest'ultimo evidenzia la maggioranza con la quale l'aumento di capitale è stato deliberato ed il prezzo di emissione delle azioni, l'atto di conferimento è un negozio giuridico che coinvolge gli amministratori delle

società e definisce tutti gli estremi della transazione, tranne che per il prezzo delle azioni.

Figura 2.11 - Procedimento di conferimento per società quotate



## La fiscalità delle operazioni di conferimento d'azienda

La fiscalità dei conferimenti d'azienda è stata oggetto recente di riforma in Italia. Il primo passo di revisione dell'istituto è rappresentato dal D. Lgs. 344/03 che ha introdotto<sup>22</sup>:

- L'abolizione dell'imposta sostitutiva del 19% sulle plusvalenze da cessione d'azienda e da cessione di partecipazioni di controllo nella conferitaria;
- La previsione del regime di *participation exemption* che, in pratica, sottrae alla tassazione una parte consistente della plusvalenza da cessione di partecipazioni;
- Il conferimento e la successiva vendita delle azioni della conferitaria non costituiscono schema elusivo.

L'intervento successivo della Legge Finanziaria 2008 (L. 244/2007) in tema di riorganizzazioni societarie ha voluto favorire il fenomeno dei trasferimenti d'azienda o di rami d'azienda garantendo la neutralità fiscale dell'operazione evitando, tuttavia, che le imprese fondino le loro decisioni di riorganizzazione societaria su mere considerazioni di carattere fiscale, anziché su valutazioni di ordine operativo. In pratica, la Legge Finanziaria 2008, agli artt. 46 e 47, dispone che, per le operazioni di conferimento, il contribuente possa applicare alternativamente:

- Il regime naturale della neutralità fiscale "bi-sospensivo", regolato dagli artt. 176 e 178 T.U.I.R.;
- Il regime fiscale disposto dall'art. 9, comma 5 T.U.I.R. che prevede la valorizzazione del complesso conferito a valori normali e, parallelamente, l'attribuzione dello stesso valore alle azioni ricevute dalla conferente.

Nel dettaglio, la Legge Finanziaria 2008 ha limitato l'applicabilità dell'art. 175 T.U.I.R. ai soli conferimenti di partecipazioni di controllo e di collegamento, escludendo così la possibilità, per la conferitaria, di recepire nella propria contabilità il ramo conferito ai valori correnti di perizia e, per la conferente, la contabilizzazione della partecipazione al valore corrente netto del complesso trasferito. In questo modo,

---

<sup>22</sup> Antifora R. et al., Op. Cit.

per la conferente non è più possibile assoggettare a tassazione la plusvalenza nell'esercizio in cui viene realizzata.

Perciò, in seguito alla riforma rimane applicabile il solo regime di neutralità fiscale previsto dall'art. 176 T.U.I.R. che mantiene distinti i valori contabili dai valori fiscali dell'operazione: in pratica, ai fini civilistici si recepiscono i valori correnti di perizia, mentre ai fini fiscali si riconoscono i valori storici dei beni conferiti.

L'ambito soggettivo di applicazione del regime di neutralità fiscale *ex art. 176 T.U.I.R.* è delineato come segue:

- sia la società conferente che la conferitaria hanno residenza fiscale in Italia;
- che la società conferitaria sia una società di capitali o una società commerciale soggetto passivo IRES.

L'ambito oggettivo, invece, non prevede particolari prescrizioni se non la previsione che oggetto del conferimento sia un complesso aziendale.

Definito l'ambito di applicazione dell'art. 176 T.U.I.R., le condizioni seguenti indicano i parametri affinché l'operazione avvenga in regime di neutralità fiscale:

- La società conferente avrà una partecipazione il cui valore fiscale è uguale al valore fiscalmente riconosciuto al ramo d'azienda conferito (così che per la partecipazione si avranno due valori, l'uno fiscale e l'altro civile, quest'ultimo generalmente più alto),
- La conferitaria, invece, contabilizza il ramo d'azienda ricevuto in continuità dei valori fiscali.

In questo modo, la plusvalenza che si può realizzare in capo alla conferente (come differenza tra il valore civile ed il valore fiscale del ramo conferito) non viene tassata se la conferente stessa assume come valore della partecipazione ricevuta lo stesso valore fiscale attribuito al ramo conferito, e la conferitaria recepisce il ramo d'azienda conferito in continuità di valori fiscali.

Dunque, la neutralità fiscale dell'operazione implica che:

- il ramo conferito venga assunto dalla conferitaria sulla base degli stessi valori fiscali riconosciuti in capo alla conferente;

- il conferente riceve in cambio una partecipazione il cui valore fiscale è pari al valore fiscale ante operazione del ramo conferito.

Ciò pone un problema di disallineamento tra valori fiscali e valori contabili, posto che questi ultimi sono quelli evidenziati nella contabilità della conferente e della conferitaria sulla base del valore di mercato del ramo conferito e reputato congruo dalla perizia di stima.

Nel dettaglio, il disallineamento tra valori contabili e valori fiscali genera, in capo al conferente:

- il riconoscimento in contabilità di una plusvalenza da conferimento (componente straordinario positivo di reddito) pari alla differenza tra il valore attribuito al ramo conferito in sede di conferimento ed il valore netto contabile dello stesso (pari alla somma algebrica degli elementi attivi e passivi trasferiti);
- tale plusvalenza, tuttavia, non è imponibile (variazione in diminuzione dell'utile civilistico in sede di determinazione del reddito d'esercizio) ex art. 176 T.U.I.R.;
- la partecipazione ricevuta dalla conferente, ancorché iscritta in bilancio per un valore pari a quello attribuito al ramo d'azienda in sede di conferimento (ossia, pari al valore dell'incremento di patrimonio netto registrato dalla conferitaria in sede di aumento di capitale), ha un valore fiscale pari a quello fiscalmente riconosciuto ante operazione al ramo conferito.

In capo alla società conferitaria, invece:

- si registra un aumento del patrimonio netto contabile pari al valore attribuito al ramo d'azienda in sede di conferimento (ove le poste di patrimonio netto interessate sono, essenzialmente, il capitale sociale e la riserva sovrapprezzo azioni);
- tale aumento del patrimonio netto contabile è bilanciato:
  - a) dall'iscrizione nell'attivo e nel passivo delle singole voci patrimoniali che costituiscono il ramo d'azienda conferito, ognuno per il valore

- attribuitogli in sede di conferimento, facendo così emergere eventuali plusvalenze latenti nella contabilità della conferente post conferimento;
- b) dall'iscrizione nell'attivo dell'eventuale avviamento facendo emergere nella contabilità della conferitaria, il plusvalore del ramo aziendale trasferito.
- i valori fiscali in capo alla conferitaria e relativi al ramo conferito sono quelli che erano riconosciuti in capo alla conferente, determinando il disallineamento tra valori contabili e fiscali;
  - l'avviamento eventualmente emerso non è riconosciuto ai fini fiscali.

La riforma fiscale per le ristrutturazioni aziendali muove dalla *ratio* che le plusvalenze da conferimento devono essere assoggettate a tassazione nell'esercizio in cui tali plusvalori effettivamente emergono, ossia:

- in capo all'impresa cedente, quando questa vende le azioni rappresentative della partecipazione nella conferitaria;
- in capo alla conferitaria, quando questa cede a terzi il ramo conferito o i singoli beni ad esso riferibile.

Con la riforma il legislatore introduce, accanto alla classica cessione diretta del ramo d'azienda, un'ulteriore opzione di disinvestimento indiretto, prevedendo un regime particolare per quelle operazioni che seguono uno schema a due livelli, ossia il conferimento di un ramo d'azienda a favore di conferitarie di nuova costituzione, e successiva cessione della partecipazione ricevuta a fronte del conferimento. Questo schema di cessione indiretta permette all'impresa cedente di realizzare l'intera operazione in regime di neutralità fiscale qualora:

- il conferimento nella *NewCo* avvenga in continuità di valori fiscali ex art. 176 T.U.I.R.;
- la successiva cessione delle azioni da parte della conferente possa beneficiare del regime di *participation exemption* di cui all'art. 87 T.U.I.R.

Avendo già delineato le caratteristiche del regime di neutralità fiscale ex art. 176 T.U.I.R., l'attenzione viene rivolta al regime di *participation exemption*.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, nel caso che il cedente fosse una società di capitali, l'esenzione fiscale in seguito alla cessione della partecipazione è riconosciuta in misura pari all'84% della plusvalenza realizzata; i requisiti soggettivi (art. 87 T.U.I.R., comma 1) per l'applicabilità della *pex* sono:

- a) Ininterrotto possesso (da almeno 18 mesi prima dalla data di cessione delle azioni) della partecipazione nella società conferitaria;
- b) Iscrizione, nel bilancio relativo all'esercizio in cui avviene l'operazione, della partecipazione tra le immobilizzazioni finanziarie.

Tra i requisiti oggettivi, ossia le condizioni che devono far capo all'oggetto della cessione (in questo caso, le azioni della società conferitaria), vi sono:

- a) La partecipata/conferitaria non deve avere residenza fiscale in uno degli stati inclusi nella *black list* dei paesi a fiscalità privilegiata;
- b) Esercizio di un'effettiva attività commerciale o produttiva della partecipata/conferitaria.

### **L'IPO di un'impresa privata**

La cessione delle azioni della conferitaria in seguito al conferimento può avvenire secondo due schemi: cessione privata o cessione pubblica delle azioni.

Nella seconda ipotesi, se la conferitaria è una società di nuova costituzione, oppure se pre-esistente ma non quotata alla data stessa del conferimento, si parla di IPO della conferitaria, ricostruendo così in Italia lo schema dell'*equity carve-out* previsto per il mercato USA.

Il procedimento di quotazione della sussidiaria/conferitaria non si discosta dall'IPO di una normale impresa privata. L'offerta pubblica delle azioni può assumere diverse configurazioni:

- Offerta pubblica di vendita (OPV), in cui azioni già emesse ed esistenti vengono cedute dagli azionisti al mercato pubblico.
- Offerta pubblica di sottoscrizione (OPS), che prevede la vendita di nuove azioni, appositamente emesse per la quotazione.

- Offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione (OPVS): si configura come una forma ibrida di quotazione, in cui vengono immesse sul mercato tanto azioni già esistenti, quanto di nuova emissione.

L'IPO consente alla conferente/controllante di attuare una strategia di *exit* dal business facente capo alla sussidiaria controllata qualora la cessione pubblica riguardi le azioni della conferitaria iscritte in bilancio, ossia qualora la quotazione si configuri come OPV o OPVS delle azioni della sussidiaria.

Il processo di quotazione dura 8/9 mesi e si snoda lungo sei fasi (figura 20)<sup>23</sup>:

**Figura 2.12 - Le fasi dell'IPO**



**Pianificazione** – Individuato l'obiettivo strategico o finanziario perseguito (in questo caso, la monetizzazione di un business attraverso sua cessione pubblica), il primo passo è la scelta del mercato di quotazione su cui collocarsi, da scegliere tra tre possibili alternative (in Italia)<sup>24</sup>:

- il mercato *Blue Chip* per la quotazione di imprese con una capitalizzazione superiore al miliardo;
- i segmenti *Standard* e *Star* sono dedicati ad imprese di media capitalizzazione attesa (tra 40 milioni ed 1 miliardo);

<sup>23</sup> Forestieri, Op. Cit., pag. 218

<sup>24</sup> Ibidem

- il segmento *Expandi*, riservato ad imprese di dimensioni più contenute con una capitalizzazione attesa inferiore ai 40 milioni.

Vista l'estensione temporale e la natura degli adempimenti richiesti per la quotazione, l'impresa quotanda deve necessariamente essere assistita da una pluralità di soggetti con caratteristiche, ruoli ed *expertise* differenti. L'*advisor* si occupa della cura e degli interessi della società durante il procedimento di quotazione; è una figura sostanzialmente diversa rispetto al *global coordinator*, che svolge attività di intermediazione per il collocamento delle azioni sul mercato. La scelta dell'intermediario è decisiva per il successo dell'operazione; questi, infatti, deve avere una esperienza importante nel business dell'IPO, un'ottima reputazione ed un elevato potere di collocamento delle azioni. La qualità della divisione di *equity research* e la competenza dei propri analisti completano il profilo dell'intermediario ideale. La scelta del *global coordinator* da parte della società quotanda può avvenire secondo due schemi: 1) attraverso un *beauty contest*, ove l'impresa quotanda sollecita i potenziali intermediari interessati a proporsi come *global coordinator*; 2) oppure, può essere lo stesso intermediario che, attraverso l'attività di *scouting*, si propone al candidato individuato per l'IPO attraverso un *pitch* diretto. La scelta del *global coordinator* avviene anche sulla base della stima preliminare del valore della società quotanda a cui l'intermediario ritiene di poter completare con successo la quotazione. La firma del mandato tra emittente ed intermediario sancisce la scelta del *global coordinator*. Di solito, la figura di *global coordinator* coincide con quella dello *sponsor* (soggetto indipendente rispetto all'emittente) che ha il compito di presentare e gestire i rapporti tra l'impresa quotanda e gli attori istituzionali (Consob e Borsa Italiana).

**Preparazione** – Per definire meglio i contenuti dell'offerta, il primo passo è un'approfondita *due diligence* condotta dal *global coordinator* e finalizzata a migliorare l'apprezzamento dell'emittente.

Il processo di IPO è caratteristico per la grande produzione documentale richiesta. L'ammissione alla quotazione viene deliberata da Borsa Italiana sulla base delle informazioni contenute nei seguenti prospetti<sup>25</sup>:

---

<sup>25</sup> Forestieri, Op. Cit. pagg. 223 - 227

- 1) **Il piano industriale**, in cui la società quotanda fornisce informazioni di natura economico/finanziarie che giustificano le principali ipotesi di sviluppo e crescita strategica;
- 2) **Il modello Q-Mat (*Quotation Management Admission Test*)**, in cui l'impresa indica la propria posizione competitiva rispetto al settore di appartenenza ed al *business model* adottato, e la composizione della compagine proprietaria.
- 3) **Il MIS (*Management Information System*)**, contiene informazioni sul sistema di controllo di gestione implementato dall'emittente;
- 4) **Il prospetto informativo** è un documento sempre necessario quando un'operazione integra gli estremi della sollecitazione all'investimento del pubblico risparmio. Il suo contenuto (disciplinato dalla Consob) deve garantire piena trasparenza informativa agli investitori, indicando; a) fattori di rischio; b) descrizione del settore e del business in cui l'emittente è impegnata; c) informazioni finanziarie, con disaggregata indicazione dei dati *pro forma* conseguenti ad operazioni societarie straordinarie.

Una volta predisposta tutta la documentazione e definito il piano di comunicazione, lo *sponsor* incontra i rappresentanti di CONSOB e Borsa Italiana per una prima presentazione informale dell'emittente.

**Definizione** – In questa fase l'emittente inizia a delineare i contenuti dell'offerta, partendo dalla stima della domanda dei titoli e dalla scelta della tipologia (OPV, OPS, OPVS) e delle dimensioni dell'offerta (ossia, il numero di azioni – flottante – che si intende quotare).

Contemporaneamente, viene individuato anche il *pool* di banche sottoscrittrici per il collocamento delle azioni presso gli investitori pubblici e si delineano le prime comunicazioni istituzionali (*filing*) tra emittente, Borsa Italiana e Consob per l'analisi e l'approvazione della documentazione.

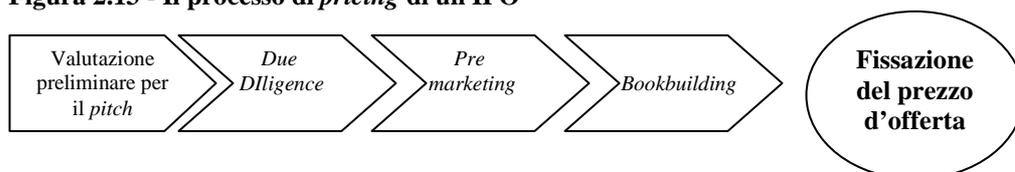
Nel dettaglio, la delibera di ammissione alla quotazione da parte di Borsa Italiana viene comunicata non prima che siano trascorsi 2 mesi dall'invio della documentazione, e sempre che non venga richiesta l'integrazione dell'informativa contenuta nel piano industriale e nel Q-Mat. L'approvazione del prospetto informativo richiesto invece dalla CONSOB avviene entro 60 giorni dall'invio del prospetto stesso, e salvo sempre il caso di richieste di integrazioni. Fin quando il

prospetto approvato non viene pubblicato e depositato presso la sedi di ogni intermediario impegnati nel collocamento, l'emittente non può allocare azioni presso gli investitori<sup>26</sup>.

**Marketing** – La promozione dell'offerta si colloca tra l'approvazione del prospetto informativo da parte della CONSOB e la sua pubblicazione a cura dell'emittente<sup>27</sup>. Durante questo periodo la società quotanda organizza un incontro per la presentazione dell'offerta alla comunità degli analisti finanziari, con lo scopo di produrre ricerche (*equity research*) rilasciate da professionisti indipendenti. Tali documenti sono un ottimo mezzo di promozione che le banche sottoscrittrici possono utilizzare per presentare (*pre marketing*) l'offerta agli investitori. Rispetto a quanto previsto dalla legislazione statunitense (in cui è previsto il cosiddetto *quiet period*), in Italia (e, più in generale, in Europa) è ammessa la diffusione di *equity research*, anche se subordinatamente al rispetto di alcune restrizioni.

**Offerta** – Ricevuto il nulla osta dalla Consob e depositato il prospetto informativo presso gli *underwriter*, inizia la vera e propria fase d'offerta in cui il *management* dell'emittente, in 1 o 2 settimane, fissa una serie di incontri (*road show*) con gli investitori istituzionali con l'obiettivo di presentare la propria offerta. In base alle indicazioni d'acquisto raccolte, l'emittente redige un *bookbuilding* in cui annota, per singolo investitore, l'ammontare di azioni ed il prezzo per azione a cui l'investitore è disponibile ad acquistare azioni dell'emittente. Ovviamente, il prezzo fissato dall'investitore deve rispettare il *range* di valore determinato dal consorzio di banche per il collocamento nella fase di valutazione dell'IPO. Una volta registrate tutte le adesioni, *global coordinator*, emittente ed azionisti si riuniscono per fissare il prezzo finale d'emissione: questa fase è particolarmente delicata in quanto dalla concertazione degli interessi espressi dalle parti dipende la redditività dell'operazione<sup>28</sup>.

**Figura 2.13 - Il processo di pricing di un IPO**



<sup>26</sup> Ibidem

<sup>27</sup> Ibidem

<sup>28</sup> Ibidem

Il *pricing* dell'IPO è un processo ad aggiustamento graduale, ossia durante il processo migliora l'informativa a disposizione del valutatore e quindi anche il giudizio di valore sull'emittente. Nella fase di *pitch* iniziale, il potenziale *global coordinator* perviene ad una valutazione approssimativa dell'impresa, mentre la *due diligence*, migliorando la qualità dell'informazione societaria, aumenta la capacità di apprezzamento della stessa. Con il *pre marketing* prima e la redazione del *bookbuilding* poi, l'emittente riesce ad avere un'idea più concreta di qual può essere la domanda di mercato delle sue azioni e, quindi, potrà fissare il prezzo definitivo d'offerta.

Il prezzo fissato è scontato (si parla in tal senso di *IPO discount*) in virtù, da un lato, della maggiore rischiosità dell'investimento in una società che non ha storia pubblica e rapporti con il mercato, dall'altro, dalla volontà dell'impresa di generare interesse da parte di investitori ed analisti verso l'offerta.

Il giorno antecedente all'inizio del collocamento, l'emittente comunica il prezzo massimo d'offerta.

L'allocazione ed il trasferimento delle azioni avvengono in base alle informazioni ed alla disponibilità all'acquisto segnate nel *bookbuilding*. Nel caso di domanda superiore all'offerta, il criterio di ripartizione delle azioni viene stabilito dal *lead manager* del consorzio di collocamento.

**After market** – Alcuni mandati riconoscono al *global coordinator* un'opzione di acquisto (*greenshoes*) sulle azioni, messe a disposizione dagli azionisti, in caso di eccesso di domanda. Tale opzione può essere fatta valere quando il valore dell'azione, nei 30 giorni successivi alla quotazione, è superiore al prezzo d'emissione. Ovviamente, l'esercizio dell'opzione modifica il flottante quotato con l'obiettivo di sostenere e stabilizzare il corso azionario del titolo. Nella fase immediatamente successiva alla quotazione, è prevista anche la presenza degli *specialist*, ossia intermediari che hanno il compito di garantire liquidità ai titoli svolgendo attività di *trading* sul mercato nel rispetto delle prescrizioni dettate da Borsa Italiana.

### **La cessione di un ramo d'azienda**

La cessione di azienda realizza il trasferimento di un'azienda o di una sua parte (ramo d'azienda) a titolo definitivo presso un'altra entità giuridica (impresa cessionaria) dietro pagamento di un corrispettivo in denaro. La caratteristica della

controprestazione differenzia il presente istituto dal conferimento, in cui il pagamento viene effettuato con azioni della conferitaria, delineando un legame di tipo partecipativo tra conferente e conferitaria stessa, legame che non sussiste in presenza di cessione d'azienda.

Prima di procedere con l'analisi della disciplina civilistica in tema di cessione d'azienda, è opportuno demarcare le differenze che sussistono tra semplice trasferimento di beni patrimoniali e trasferimento di un ramo d'azienda; in tal senso, due articoli del Codice Civile aiutano a tracciare le differenze tra gli istituti<sup>29</sup>:

- 1) l'art. 2555 c.c. definisce l'azienda come *“il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'attività d'impresa”*;
- 2) l'art. 2082 c.c. individua l'imprenditore come colui che *“esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione e dello scambio di beni e servizi”*.

La lettura combinata degli articoli permette di qualificare un complesso aziendale in base alle seguenti caratteristiche:

- la destinazione unitaria delle attività e delle passività, ossia la sussistenza di un collegamento causale tra i singoli elementi patrimoniali ed il funzionamento dell'azienda;
- l'idoneità (anche potenziale) del complesso di beni allo svolgimento di un'attività produttiva.

Il legislatore ha previsto una disciplina speciale per la cessione dei rami d'azienda, con il duplice obiettivo, da un lato, di garantire una maggiore fluidità nella circolazione del bene-azienda e, dall'altro, di tutelare gli interessi di quei soggetti che nel ramo d'azienda trovano la garanzia ai propri interessi.

L'inquadramento legale dell'operazione è decisivo per comprendere gli effetti che la cessione provoca sulle posizioni soggettive delle imprese coinvolte; infatti, la cessione di un complesso aziendale, rispetto alla cessione di una pluralità di attività, trasferisce in capo al cessionario le posizioni contrattuali stipulate dal cedente senza necessità del consenso vincolante del terzo contraente ceduto; ancora, cedere un ramo

---

<sup>29</sup> Antifora R. et al., Op. Cit.

d'azienda piuttosto che singoli beni pone un vincolo di solidarietà tra cedente e cessionario relativamente alle obbligazioni fiscali, patrimoniali ed amministrative, quanto l'obbligo di continuità dei rapporti di lavoro dipendente in capo al cessionario.

### **Gli adempimenti civilistici in tema di cessione d'azienda**

Le caratteristiche procedurali e documentali della cessione di azienda sono sancite dal Codice Civile negli artt. dal 2556 c.c. al 2562 c.c.<sup>30</sup>

L'art. 2556c.c. prescrive che i contratti aventi ad oggetto il trasferimento della proprietà dell'azienda devono essere provati per iscritto: in tal senso, la norma richiede che l'atto di cessione di un complesso aziendale debba essere redatto nella forma di atto pubblico o scrittura privata autenticata; inoltre, richiede che il notaio rogante l'atto dovrà depositarlo presso l'ufficio del Registro delle Imprese entro 30 giorni.

Spesso, l'atto di cessione è preceduto da un contratto preliminare di compravendita che non ha ad oggetto il trasferimento del ramo d'azienda, quanto un impegno bilaterale da parte di cedente e cessionario a trasferire il ramo oggetto di disinvestimento.

La prassi operativa, poi, ha recepito un orientamento dottrinale in base al quale sia la redazione del contratto preliminare che la stipula dell'atto pubblico deve essere preceduta da un'attività di ricognizione dei beni da trasferire, al fine di constatare se nell'ambito del patrimonio trasferito manchino alcuni elementi imprescindibili per l'autonomo funzionamento del ramo trasferito. Il risultato di questo lavoro è la redazione di una Situazione Patrimoniale relativa al ramo da cedere da cui risulta:

- il prezzo complessivo attribuito al ramo;
- le attività cedute e le passività accollate con i relativi valori loro assegnati;
- l'eventuale avviamento attribuibile al ramo ceduto.

In presenza di un'operazione di cessione, il legislatore ha previsto una serie di adempimenti di natura documentale accessori all'atto di cessione.

---

<sup>30</sup> Buffelli G., Sirtoli M., *Le operazioni straordinarie delle società*, Giuffrè Editore, 2004, pagg. 303 - 311

L'art. 2557 c.c. disciplina il contenuto del divieto di concorrenza imposto al cedente. La norma stabilisce che il cedente, per un periodo di 5 anni successivo alla vendita, deve astenersi dallo svolgere un'attività d'impresa che per oggetto, ubicazione o altre circostanze possa entrare in concorrenza con quella trasferita all'acquirente. La prescrizione di legge lascia, comunque, spiragli alla derogabilità rimandando all'autonomia contrattuale delle parti la definizione del contenuto di tale divieto.

La successione nei contratti stipulati dal cedente è disciplinata dall'art. 2558 c.c., il quale dispone che, salvo diversa disposizione tra le parti, l'acquirente subentra in tutti i contratti (non personali) relativi al complesso aziendale trasferito e stipulati dal venditore, facendo comunque salva la possibilità di recesso del terzo contraente quando:

- sussista una giusta causa di recesso;
- la decisione venga presa nei tre mesi successivi dalla notizia dell'avvenuto trasferimento.

L'art. 2112 c.c. disciplina i rapporti di lavoro dipendente a seguito del trasferimento d'azienda; i punti fondamentali della norma sono:

- il contratto di lavoro continua con l'acquirente;
- il dipendente conserva i diritti derivanti dall'anzianità lavorativa accumulata precedentemente al trasferimento;
- l'acquirente è obbligato in solido con il venditore per tutti i crediti che il dipendente vantava al momento della cessione.

Per i complessi aziendali trasferiti che occupano più di 15 dipendenti, l'art. 47 della L. 428/90 prescrive un procedimento formale particolareggiato, ossia:

- sia il cedente che il cessionario sono tenuti a comunicare alle RSU o RSA, per iscritto ed almeno 25 giorni prima della data di stipula dell'atto di cessione o del contratto preliminare, l'intenzione di cedere il ramo d'azienda, precisando la data ed i motivi del trasferimento, le conseguenze economiche e giuridiche per i lavoratori e le eventuali misure a loro favore;

- entro 7 giorni dalla ricezione di tale comunicazione, le RSU o RSA possono richiedere al cedente ed al cessionario di esaminare l'operazione congiuntamente con le rappresentanze sindacali;
- la consultazione si reputa esaurita se entro 10 giorni dall'inizio della stessa non si raggiunge un accordo.

Il trasferimento di crediti (art. 2559 c.c.) e debiti (art. 2560) nell'ambito della cessione di un complesso aziendale è soggetto ad una disciplina speciale.

Per quanto riguarda il trasferimento delle posizioni creditorie, il disposto dell'art. 2559 c.c. deroga alla disciplina generale in tema di cessione dei crediti, prevedendo che in presenza di trasferimento di un ramo d'azienda:

- 1) la cessione abbia effetto nei confronti dei terzi dall'iscrizione dell'atto di trasferimento nel registro delle imprese;
- 2) ai fini dell'opponibilità non è necessaria notifica o comunicazione al debitore;
- 3) in caso di pagamento in buona fede al cedente, il debitore è liberato dal suo obbligo.

Per il resto, la fattispecie segue quanto disposto dagli articoli che vanno dall'art. 1260 c.c. all'art. 1267 c.c. in tema di cessione ordinaria dei crediti; pertanto, in tema di trasferimento dei crediti, si avrà:

- un effetto automatico del loro trasferimento a seguito della cessione d'azienda;
- un effetto nei confronti dei terzi dal momento di iscrizione dell'atto di cessione nel registro delle imprese;
- un trasferimento di tutti i crediti, salvo diversa disposizione tra le parti, a seguito della cessione d'azienda.

Per quanto attiene, invece, la cessione dei debiti conseguenti la vendita privata di un ramo d'azienda, l'art. 2560 c.c. al primo comma dispone che *“l'alienante non è liberato dai debiti inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta, ed anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi abbiano acconsentito”*. In base a tale

definizione, la solidarietà patrimoniale tra cedente e cessionario vige quando i debiti sono:

- inerenti all'azienda ceduta;
- sorti anticipatamente all'acquisto dell'azienda;
- evidenziati nella contabilità obbligatoria del cedente.

Infatti, il comma 2 dello stesso articolo prevede che anche il cessionario risponde dei debiti trasferiti solo se risultanti dai libri contabili obbligatori del cedente.

Nel caso di cessione di un ramo d'azienda da parte di società quotate, vige un ulteriore obbligo di deposito e comunicazione: infatti, sempre nel caso di operazioni significative, o dietro invito da parte della Consob, è necessaria la redazione ed il deposito del prospetto informativo richiesto dal regolamento emittenti della commissione stessa.

### **La fiscalità di un'operazione di cessione d'azienda**

La pianificazione fiscale è fondamentale per comprendere se e come la cessione di un ramo d'azienda crei valore; sotto il profilo dell'imposizione diretta, la cessione è in grado di generare una plusvalenza patrimoniale (art. 86 T.U.I.R.) in capo al cedente, misurata come differenza tra il prezzo di vendita ed il costo fiscale netto del ramo ceduto, quest'ultimo calcolato come somma algebrica del valore degli elementi attivi e passivi trasferiti.

Il trattamento contabile (e, di conseguenza, fiscale) della plusvalenza previsto dall'art 86 T.U.I.R. delinea una marcata differenza impositiva tra Italia e USA: in Italia vige il principio dell'unitarietà della plusvalenza, ossia viene tassata come un unico guadagno, e non è possibile scomporla ed allocarla (come negli USA) tra le diverse categorie dei beni trasferiti.

Dal punto di vista tributario (art. 86, comma 4 T.U.I.R.), è possibile assoggettare la tassazione della plusvalenza da cessione in un unico esercizio o in più esercizi (al massimo cinque) se il ramo d'azienda disinvestito è stato detenuto dalla casa madre per almeno tre anni dal cedente.

## Cenni sulle opzioni di disinvestimento nel contesto statunitense

Anche negli USA sono presenti diverse opzioni di disinvestimento che per caratteristiche e finalità sono accostabili alle operazioni previste dal Codice Civile; le opzioni di disinvestimento USA a cui si farà riferimento sono: *spin-off*, *equity carve-out* e *sell-off*. Benché tali operazioni siano riconducibili, rispettivamente, agli istituti italiani della scissione, del conferimento e quotazione della conferitaria, e, infine, della cessione privata di un ramo d'azienda, esistono differenze strutturali e procedurali che vanno approfondite.

**Tabella 2.3 – Operazioni di disinvestimento – Confronto USA-Italia**

USA		ITALIA	
<i>Spin-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trasferimento parziale del patrimonio dalla <i>parent company</i> alla <i>subsidiary</i></li> <li>- <i>Subsidiary</i> preesistente o di nuova costituzione</li> <li>- Distribuzione proporzionale</li> <li>- Quotazione della sussidiaria</li> <li>- Non sempre fiscalmente neutrale (<i>Section 355</i>)</li> </ul>	Scissione	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trasferimento patrimoniale parziale o totale</li> <li>- Società Beneficarie preesistenti o di nuova costituzione</li> <li>- Distribuzione proporzionale o non proporzionale delle azioni</li> <li>- Quotazione eventuale della sussidiaria</li> <li>- Sempre fiscalmente neutrale (art. 173 T.U.I.R.)</li> </ul>
<i>Equity carve-out</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trasferimento patrimoniale parziale</li> <li>- <i>Subsidiary</i> preesistente (<i>equity carve-out</i>) o di nuova costituzione (<i>subsidiary carve-out</i>)</li> <li>- Vincolo partecipativo della <i>parent company</i> nel capitale della <i>subsidiary</i></li> <li>- IPO automatico della <i>subsidiary</i> (<i>primary Vs Secondary offering</i>)</li> <li>- Neutralità fiscale del conferimento eventuale (partecipazione superiore all'80%)</li> <li>- Rilevanza fiscale della <i>secondary offering</i></li> </ul>	Conferimento ramo d'azienda (da art. 2556 ad art. 2562 c.c.)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trasferimento parziale del patrimonio netto della conferente a favore di una o più conferitarie</li> <li>- Conferitaria preesistente o di nuova costituzione</li> <li>- Vincolo partecipativo</li> <li>- IPO eventuale della conferitaria</li> <li>- Neutralità fiscale del conferimento solo se in continuità di valori contabili (art. 176 T.U.I.R.)</li> <li>- Neutralità fiscale della cessione (regime di <i>Participation Exemption</i>, art. 87 T.U.I.R.)</li> </ul>
<i>Sell-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Cessione privata a titolo definitivo delle azioni di un business</li> <li>- Corrispettivo in denaro</li> <li>- <i>Asset sale versus Entity sale</i></li> </ul>	Cessione ramo d'azienda	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trasferimento privato di un ramo d'azienda</li> <li>- Corrispettivo in denaro</li> <li>- Divieto di concorrenza (art. 2257 c.c.)</li> <li>- Successione nei contratti (art. 2258 c.c.), in particolare di quelli di lavoro dipendente (art. 2112 c.c.)</li> <li>- Cessione dei crediti (art. 2259 c.c.)</li> <li>- Cessione dei debiti (art. 2260 c.c.)</li> <li>- Plusvalenze inscindibili (art. 86 T.U.I.R.)</li> </ul>

La finalità dello studio delle opzioni di *corporate divestiture* USA è di comprendere come, dati gli obiettivi strategici perseguibili attraverso ogni forma di disinvestimento, tali operazioni siano in grado di creare valore; affinché le conclusioni di questa analisi possano essere estese anche alle operazioni di

disinvestimento in Italia è necessaria la conoscenza delle affinità e differenze strutturali e procedurali emergenti dal confronto tra le operazioni comparabili.

Lo *spin-off* è equiparabile ad una scissione parziale proporzionale, in quanto entrambe le operazioni realizzano la separazione di un'entità societaria in due (o più) centri di imputazione giuridicamente indipendenti attraverso l'attribuzione *pro quota* agli azionisti della società madre (che, in seguito all'operazione, continua ad esistere) delle azioni della società ricevente il business target.

Le differenze riguardano la previsione in Italia anche delle operazioni di scissione totale e di scissione non proporzionale; inoltre, mentre nella normativa USA lo *spin-off* implica l'automatica quotazione della *subsidiary*, in Italia tale automatismo non è previsto, e la decisione compete agli amministratori della società madre (scissa); dal punto di vista della fiscalità dell'operazione, in Italia l'art. 173 T.U.I.R. prevede la neutralità fiscale della scissione (ad eccezione di eventuali conguagli in denaro che eccedono il valore delle azioni da emettere in seguito al trasferimento patrimoniale), mentre negli USA la neutralità è subordinata alla sussistenza delle condizioni previste dal *Section 355* dell'IRC ed al parere dell'*Internal Revenue Services*.

L'*equity carve-out* è, in pratica, la somma di un'operazione di conferimento e successiva IPO della conferitaria: il conferimento realizza il trasferimento di un ramo d'azienda dall'impresa madre ad una società (preesistente o di nuova costituzione), quest'ultima destinata ad essere quotata sui mercati regolamentati.

Le differenze tra i due istituti sono relative, *in primis*, alla non automatica quotazione nel contesto italiano delle azioni della conferitaria, oltre al fatto che la cessione delle stesse azioni possa avvenire anche attraverso negoziazione privata. Dal punto di vista fiscale, il legislatore italiano ha previsto una fattispecie di conferimento e cessione delle azioni della conferitaria fiscalmente neutrale, mentre negli USA gli effetti fiscali di un *equity carve-out* sono funzione della quota di partecipazione della *parent* nella *subsidiary* (e dei conseguenti metodi di consolidamento) e del tipo di cessione di azioni (*primary offering versus secondary offering*)

Infine, in tema di cessione di business/ramo d'azienda, le uniche differenze tra i due istituti riguardano il trattamento fiscale dell'eventuale plusvalenza da cessione: in Italia, la plusvalenza è unitaria ed in quanto tale, interamente tassata, mentre per i *sell-off* USA la plusvalenza è, prima di tutto, suddivisa sui vari beni oggetto del business trasferito e, per la parte eccedente, ad avviamento tassabile.

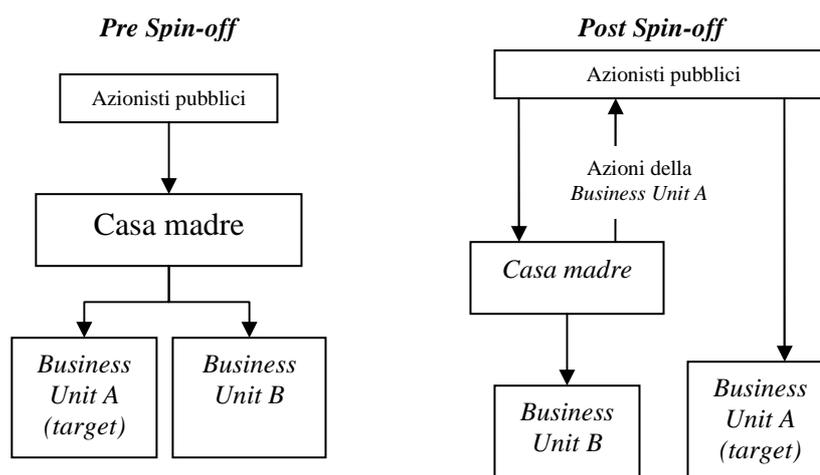
## L'operazione di *corporate spin-off*

### Struttura ed aspetti contabili

Lo *spin-off* (figura 4) è un'operazione che realizza la separazione dei business della *parent company* dal business di una *subsidiary* (*target*, *Business Unit A* preesistente o di nuova costituzione), con contestuale assegnazione delle azioni di quest'ultima agli azionisti della prima in proporzione (*pro rata distribution*) alla quota di partecipazioni che ognuno di essi ha nel capitale della casa madre; in seguito all'operazione, la sussidiaria target oggetto di disinvestimento è destinata ad essere quotata sul mercato azionario come entità societaria distinta rispetto alla casa madre<sup>31</sup>. La distribuzione proporzionale delle azioni della sussidiaria permette, post operazione, di avere la stessa compagine azionaria della casa madre, per composizione e rapporti di forza, anche per la sussidiaria.

La distribuzione di azioni della sussidiaria è considerata come una fattispecie assimilabile al pagamento di dividendi (non per cassa) non tassabili effettuato dalla *parent company* a favore dei propri azionisti<sup>32</sup>; il risultato netto della transazione è la separazione legale delle due entità societarie, ognuna con un *management* proprio, che elimina l'ingerenza degli amministratori della casa madre dagli affari della sussidiaria.

Figura 2.13 - *Corporate spin-off*<sup>33</sup>



<sup>31</sup> Bruner R.F., *Applied Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance, 2004, pag. 150

<sup>32</sup> Hunt, P., Op. Cit., pag. 420

<sup>33</sup> Bruner R.F., Op. Cit., pag. 151

L'ammontare di dividendi (ossia, il valore delle azioni della sussidiaria *target*) distribuiti dalla casa madre ai propri azionisti è stabilito in sede di definizione dell'accordo di ripartizione delle attività e passività tra le due entità societarie, conferendo comunque ad entrambe indipendenza sia gestionale che decisionale.

Pur non prevedendo alcun flusso di cassa (se non a compensazione delle azioni frazionate in seguito alla definizione del concambio), l'accordo tra le parti può prevedere che la *parent company* possa reperire risorse finanziarie attraverso una serie di operazioni *intra - gruppo*<sup>34</sup>, ad esempio chiedendo alla sussidiaria *target* (prima dello *spin-off* e, dunque, in qualità di controllante) il trasferimento "a monte" della liquidità in eccesso sottoforma di pagamento di dividendi (in ragione della partecipazione iscritta in bilancio) o il rimborso di un prestito *intra-company*.

### **Alcuni cenni sulle caratteristiche procedurali di uno *spin-off***

Il procedimento di *spin-off* può durare dai 4 ai 10 mesi<sup>35</sup>, e si caratterizza per tre momenti principali:

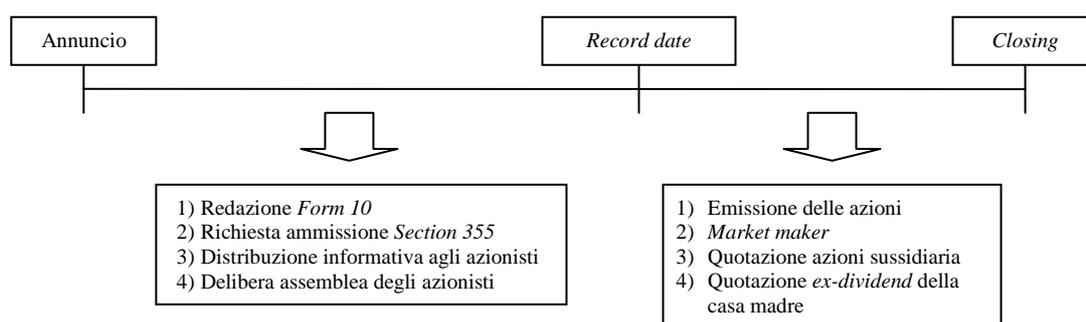
- 1) l'**annuncio**, in cui la casa madre, a mezzo stampa, comunica la sua volontà di procedere allo *spin-off*;
- 2) la **record date** (o data di registrazione) viene fissata per individuare chi sono gli azionisti della casa madre a quella data che hanno diritto a ricevere le azioni della sussidiaria *target*;
- 3) il **closing**, ossia la data in cui le azioni della sussidiaria vengono effettivamente emesse e scambiate sul mercato, mentre la *parent company* quota ad un prezzo *ex-dividend* che sconta il valore delle azioni della sussidiaria disinvestita.

---

<sup>34</sup> *Spin-off transaction*, [www.pangye.com/Spin-off-it-pdf.html](http://www.pangye.com/Spin-off-it-pdf.html), 25 marzo 2010, 18.40.35

<sup>35</sup> Hunt P., Op. Cit., pag. 434

**Figura 2.14 – Le fasi del procedimento di *spin-off***



I periodi che intercorrono tra i vari *step* procedurali si caratterizzano per l'elevata produzione documentale necessaria per attuare la transazione.

Tra annuncio e *record date* si registra il maggior flusso documentale, in virtù dei primi *filings* con la SEC (*Security Exchange Commission*), che richiede alle imprese coinvolte in uno *spin-off* di redigere un prospetto informativo secondo i contenuti fissati dal *Form 10*, ed in cui è necessario fornire tutte le indicazioni finanziarie e patrimoniali inerenti sia alla casa madre che alla divisione/sussidiaria da disinvestire, le caratteristiche dell'operazione ed una descrizione del business *target*<sup>36</sup>.

Nel periodo (dalle 2 alle 4 settimane) che va dall'invio del *Form 10* alla SEC all'autorizzazione alla pubblicazione e diffusione del prospetto da parte della Commissione stessa, la casa madre può richiedere all'IRS (*Internal Revenue Service*) l'ammissione dell'operazione al regime di neutralità fiscale *ex Section 355*. Tale norma prescrive quali siano le condizioni in base alle quali è possibile realizzare uno *spin-off tax free*; tali parametri agiscono lungo due direttrici<sup>37</sup>: 1) la sussistenza di pre-condizioni per l'ammissione dell'operazione al regime agevolato, che incidono su fattispecie antecedenti allo *spin-off*; 2) il rispetto dei vincoli post – distribuzione delle azioni, che operano nella fase successiva al *closing* dell'operazione.

Il regime di neutralità fiscale previsto dal section 355 vale solo per l'operazione di *spin-off*, e non per l'eventuale successiva cessione delle azioni della sussidiaria da parte degli azionisti beneficiari: infatti, gli azionisti saranno soggetti passivi d'imposta nella misura in cui, all'atto della vendita, registreranno un *capital gain* tassabile e misurato come differenza tra il prezzo di vendita delle azioni ed il loro valore contabile.

<sup>36</sup> Hunt P., Op. Cit., pag. 438

<sup>37</sup> Hunt, P., Op. Cit., pagg. 436 – 438

Nel caso in cui l'operazione non incontri le prescrizioni dettate dal *Section 355*, gli azionisti saranno soggetti passivi d'imposta in misura proporzionale al valore delle azioni (dividendi) ricevuti.

La richiesta di ammissione della transazione al regime di neutralità fiscale allunga sensibilmente i tempi dell'operazione, visto che l'IRS esprime il proprio parere in 4-6 mesi dalla ricezione della richiesta; inoltre, se i business (riferibili alla *parent* o la *subsidiary* in seguito allo *spin-off*) afferiscono a settori soggetti a regolamentazione, la pronuncia della SEC è altresì subordinata al parere positivo dell'organo di regolamentazione competente.

In seguito all'approvazione del *Form 10* da parte della SEC, è prevista la delibera di approvazione dell'assemblea dei soci: tale delibera viene assunta sulla base del contenuto del prospetto informativo approvato, il quale viene messo a disposizione degli azionisti almeno un mese prima della *record date*.

In caso di approvazione assembleare, coloro che sono azionisti della *parent company* alla prefissata *record date* hanno diritto a ricevere azioni della sussidiaria in proporzione alla quota di partecipazione detenuta nel capitale della casa madre ed in base al rapporto di concambio fissato.

Esaurito l'*iter* documentale e delle necessarie autorizzazioni, è possibile procedere alla quotazione delle azioni della sussidiaria target al prezzo stabilito. Immediatamente dopo la quotazione, i *market maker* hanno il compito di svolgere l'iniziale attività di *trading* delle azioni, finalizzata alla regolazione del prezzo; durante la fase di *trading* iniziale, gli azionisti non interessati ad una partecipazione nella *subsidiary* possono vendere le proprie azioni.

Trascorsi 10 giorni dalla quotazione della sussidiaria, la distribuzione delle azioni diviene effettiva e la casa madre inizia a scambiare sul mercato ad un prezzo *ex-dividend* che sconta la scissione della sussidiaria.

### **I possibili razionali strategici di uno *spin-off***

Se la letteratura ha contribuito a spiegare quali possano essere gli obiettivi di uno *spin-off*, diversi studi empirici condotti prevalentemente sul mercato statunitense ne hanno testato la validità in termini di effetti positivi sul benessere per gli azionisti<sup>38</sup>: nell'ambito delle strategie di ristrutturazione del portafoglio di business dell'impresa,

---

<sup>38</sup> Hunt, P., Op. Cit., pagg. 429 – 434

le motivazioni strategiche che sottendono ad uno *spin-off* (tabella 2) possono essere molteplici, e classificate in base alle tre leve di creazione di valore che possono attivare (*performance* operative, struttura di capitale e percezione del mercato).

**Tabella 2.4 – I possibili obiettivi di uno *spin-off***

<b>I razionali strategici di uno <i>spin-off</i></b>	<b>Performance operative</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Eliminazione di business con performance negative</li> <li>- Evidenziare il valore di business sottovalutati</li> <li>- Focalizzazione operativa sul core business</li> <li>- Eliminare sinergie negative</li> </ul>
	<b>Struttura di capitale</b>	- gestione separata di business con differenti profili di rischio operativo e finanziario
	<b>Percezione pubblica</b>	- maggiore trasparenza dell'impresa focalizzata sul core business

Il miglioramento delle ***performance operative*** consegue ad una molteplicità di effetti che un'operazione di *spin-off* può generare.

a) La scissione permette di **eliminare un business poco redditizio**<sup>39</sup>, di modo che la casa madre possa migliorare i propri fondamentali di valutazione attraverso il de-consolidamento negativi risultati economico/finanziari riferibili al business disinvestito. Considerando che le cause delle scarse *performance* del business target possono essere rintracciate tanto in un cattivo posizionamento dell'impresa al suo interno quanto alla scarsa attrattività del settore d'appartenenza, lo *spin-off* sembrerebbe essere la migliore opzione di disinvestimento visto che, da un lato, la quotazione della *business unit* con *performance* non particolarmente esaltanti avrebbe difficoltà nell'incontrare l'interesse degli investitori pubblici con conseguente ribasso del *pricing* d'emissione, dall'altro anche la sua cessione privata avverrebbe per un prezzo sensibilmente inferiore rispetto al suo valore potenziale.

b) In accordo con le teorie di *corporate strategy*, ridurre il livello di diversificazione migliora la profittabilità ed il potenziale di crescita dei business coinvolti per almeno tre ragioni<sup>40</sup>:

- minore complessità decisionale e del controllo;
- riduzione delle inefficienze da allocazione delle risorse nel mercato interno dei capitali;
- maggiore trasparenza dell'impresa nei confronti del mercato.

<sup>39</sup> Hunt, P., Op. Cit., pagg. 432 - 433

<sup>40</sup> Rüdüsili R., *Value Creation of Spin-off and Carve-outs*, pagg. 90 - 111

Per queste ragioni, lo *spin-off* può essere in grado di **evidenziare il valore di un business sottovalutato, e riconoscendo tale *hidden value* agli azionisti**: infatti<sup>41</sup>, in presenza di un'unità di business con buone *performance* ma non adeguatamente apprezzata dal mercato, la casa madre potrà far emergere il maggior valore del *business* senza diluirlo a favore di *outsider* spin-offando la sussidiaria e trasferendone le azioni ai propri azionisti.

c) La **maggiore focalizzazione sul core business**<sup>42</sup> è uno degli obiettivi maggiormente citati dai CEO delle grandi conglomerati, poiché lo *spin-off* permette al *management* della casa madre di concentrare i propri sforzi sui business che rimangono presso la struttura di corporate, ed al *management* della sussidiaria di gestire in maniera diretta ed autonoma il business scisso: tale focalizzazione dovrebbe portare ad un incremento dell'efficienza operative di entrambe le imprese. Inoltre, lo *spin-off* facilita la predisposizione dei **piani di incentivo manageriale**<sup>43</sup>, in virtù della separazione formale delle due entità e della diretta osservabilità dei risultati dei business separati, che semplifica il legame tra incentivi economici per i manager e creazione di valore per gli azionisti.

d) Le operazioni di disinvestimento possono rispondere ad esigenze di abbandonare business poco correlati con quello *core* e forieri di sinergie negative<sup>44</sup>. **L'assenza di sinergie o la presenza di sinergie negative** riduce, infatti, la convenienza a gestire direttamente un business poco correlato con quello *core*; perciò lo *spin-off* contribuisce ad evitare i costi derivanti dalla presenza di sinergie negative separando i business sia sotto il profilo legale che gestionale.

Un'operazione di disinvestimento è in grado di generare valore per gli azionisti in virtù dell'**ottimizzazione della leva finanziaria**, e l'efficientamento dei costi di approvvigionamento di tali risorse, a cui può pervenire.

In particolare, lo *spin-off* è in grado di separare due o più business strategicamente incompatibili, ossia che presentano **profili di rischio (operativo e finanziario) divergenti**: infatti, alcuni business potrebbero prevedere alti investimenti in capitale fisso a sostegno di elevati tassi di crescita, altri più stabili

---

41 Kimberly E., William Harden J., *Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs*, Journal of Business Finance & Accounting, 28(3) & (4), April/May 20, pag. 510

42 Ibidem

43 Ibidem.

44 Hunt, P., Op. Cit., pag. 430

potrebbero caratterizzarsi per un livello più basso di capitale investito. Date le diverse esigenze di finanziamento, la conduzione diretta ed unitaria dei business porta alla definizione di una struttura di capitale (decisa a livello *corporate*) non allineata alle specifiche caratteristiche di ognuno: la conseguenza è un aumento della rischiosità percepita per l'intera impresa. Riconoscere autonomia gestionale nella conduzione di business incompatibili permette loro di definire in piena indipendenza il fabbisogno di capitale e la connessa struttura finanziaria più adatta alle singole esigenze.

Il **miglioramento della percezione del mercato** è il risultato di uno *spin-off* che riavvicina la casa madre al proprio *core business*; infatti, la riduzione del numero di business gestiti direttamente dalla *corporate* aumenta la capacità di apprezzamento del mercato del valore sia dell'impresa madre (in virtù di una minore complessità), che della *business unit* disinvestita.

Benché la decisione di procedere ad uno *spin-off* possa conseguire ad una serie di considerazioni di carattere strategico, la scelta può anche essere dettata dall'analisi finanziaria delle condizioni del mercato e dalla capacità dello stesso di apprezzare il reale valore intrinseco sia della casa madre che della sussidiaria<sup>45</sup>.

L'ipotesi di uno *spin-off* guidato da una valutazione delle condizioni attuali dei mercati finanziari presuppone che la decisione del *management* di procedere ad un disinvestimento maturi in base a considerazioni relative a:

- l'analisi delle *performance* del mercato finanziario nel suo complesso e delle azioni specifiche dell'impresa;
- i multipli di *Equity Value* a cui scambia attualmente la sussidiaria target;
- i *forecast* relativi alle *performance* operative dell'impresa madre e della sussidiaria.

Quando il mercato è in una fase di **depressione dei corsi azionari**, lo *spin-off* rappresenta la migliore opzione di disinvestimento in quanto, pur presupponendo la quotazione della sussidiaria disinvestita, non richiede la negoziazione delle azioni sul

---

<sup>45</sup> Rüdüsili R., Op. Cit., pagg. 90 - 111

mercato per la loro allocazione presso investitori pubblici, visto che i titoli vengono trasferiti direttamente agli azionisti della casa madre.

Il valore relativo della sussidiaria, misurato attraverso i multipli di mercato dei *pure player* comparabili, può influenzare la decisione di procedere ad uno *spin-off*: infatti, se la sussidiaria target scambia, ante *spin-off*, a **multipli di mercato più contenuti rispetto ai suoi concorrenti**, significa che una parte del suo valore non è apprezzata dal mercato: ad esempio, se il business target presenta un *Market to Book ratio* inferiore rispetto a quello medio del gruppo di *peer*, significa che il suo valore di mercato è inferiore rispetto ai *comprable* e dunque, la casa madre che intende disinvestire non troverà conveniente collocare e vendere sul mercato le azioni della sussidiaria target ad un prezzo scontato, ma piuttosto distribuire le azioni della *target* direttamente ai propri azionisti.

Le prospettive di crescita delle *performance* operative dell'unità di business da disinvestire determinano il prezzo dell'azione della sussidiaria target: se il business da disinvestire presenta **tassi di crescita contenuti**, il collocamento delle sue azioni sul mercato non susciterà l'interesse degli investitori, il che si traduce in uno sconto del loro valore intrinseco. In questa ipotesi, la casa madre trova preferibile distribuire le azioni della sussidiaria direttamente ai propri azionisti tramite uno *spin-off* piuttosto che venderle sul mercato.

In alcuni frangenti, le grandi imprese conglomerate utilizzano lo *spin-off* come un **meccanismo di difesa dinanzi alla minaccia di potenziali scalate ostili**. Con lo *spin-off*, l'impresa madre riesce a limitare il pericolo di *takeover* attraverso sia il miglioramento del valore di mercato delle azioni per rendere l'operazione più costosa per lo scalatore, sia, ma vale solo per il contesto USA, paventando la perdita del regime di neutralità fiscale dell'operazione realizzata nel rispetto del *Section 355*, visto che uno dei requisiti richiesti è l'incapacità della *parent* o della *subsidiary* nei 5 anni successivi all'operazione.

#### **Una variante dello *spin-off*: lo *split-off***

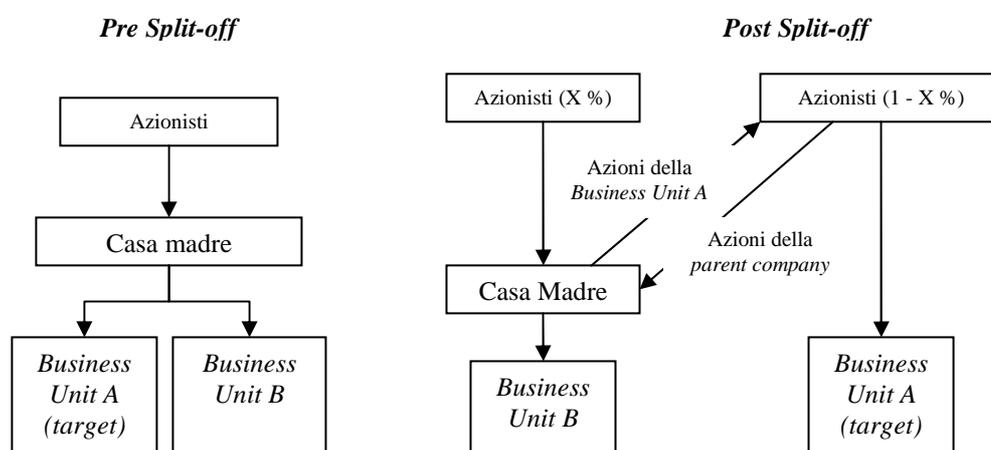
Lo *split-off*<sup>46</sup> si differenzia dallo *spin-off* per la diversa funzione assolta dalla distribuzione delle azioni; in questa ipotesi, l'assegnazione *pro quota* dei titoli di

---

<sup>46</sup> Bruner R.F., Op. Cit., pag. 151

partecipazione nel capitale della sussidiaria target si realizza con lo scambio di queste stesse azioni contro azioni della casa madre detenute dagli azionisti: in pratica, gli azionisti della casa madre ricevono titoli della sussidiaria in cambio della restituzione delle azioni della *parent* stessa. L'effetto ultimo è comunque la costituzione di una nuova società indipendente, solo che la sua proprietà sarà di un sottogruppo di azionisti dell'impresa madre. Date le sue caratteristiche strutturali, il ricorso allo *split-off* si giustifica quando è necessario risolvere alcuni contrasti interni alla compagine azionaria; infatti, attraverso lo scambio, la *parent company* riacquista azioni proprie da una parte dei suoi azionisti estromettendoli dalla sua proprietà ed, in cambio, trasferisce quote azionarie della sussidiaria.

**Figura 2.15 – Split-off**



### ***Equity Carve-out***

Tecnicamente, un *equity carve-out*<sup>47</sup> si configura come l'IPO di una divisione/sussidiaria di un'impresa pubblica diversificata; in una prospettiva economica, invece, l'operazione integra gli estremi della cessione di *asset* (in questo caso azioni) che si differenzia dalla vendita privata di un business per il ruolo di intermediazione assolto dal mercato pubblico dei capitali.

<sup>47</sup> Forestieri G., *Corporate e investment banking*, Egea, 2005, pag. 318,

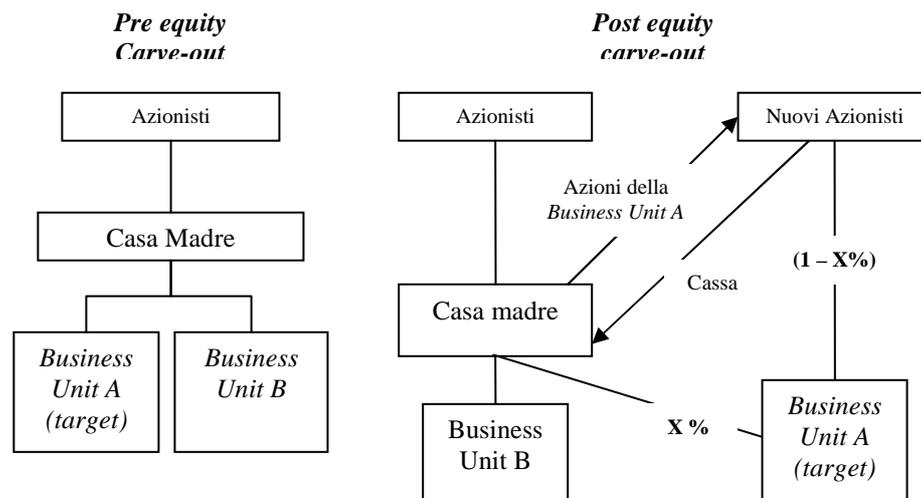
L'*equity carve-out* è un'opzione di disinvestimento che consente alla casa madre di disinvestire, in tutto o in parte, un'unità di business attraverso quotazione delle sue azioni. E' possibile distinguere l'operazione in due istituti<sup>48</sup>:

- Nel caso in cui l'unità di business da disinvestire non sia già formalizzata in un veicolo societario legalmente indipendente, si parla di *subsidiary carve-out*, ossia la casa madre scorpora un business dalla sua struttura e lo assegna ad una nuova entità societaria. E' possibile distinguere due fasi dell'operazione:
  - lo scorporo del business dalla struttura di *corporate* ed il contestuale trasferimento delle attività e passività alla nuova entità societaria, a fronte del quale l'impresa madre riceve azioni della sussidiaria per un valore pari al valore di libro della quota di patrimonio netto conferita;
  - La cessione delle azioni al mercato: benché nella gran parte dei casi l'operazione è strutturata in modo tale da consentire alla *parent company* di avere, subito dopo il conferimento, una quota di controllo maggioritaria (superiore all'80%) nella sussidiaria disinvestita, la vendita delle azioni consente l'ingresso di nuovi azionisti pubblici ampliando la platea di soci ma diluendo la sua quota di partecipazione.
  
- Nel caso, invece, in cui la *business unit* target sia già formalizzata in una struttura societaria legalmente distinta dalla casa madre, l'operazione si esaurisce nella semplice IPO (*Initial Public Offering*) della sussidiaria.

---

<sup>48</sup> De Pamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press, 2008, pag. 519

**Figura 2.16 – Struttura di un *Equity Carve – out*<sup>49</sup>**



**Struttura, procedimento e fiscalità di un *equity carve-out***

La struttura di un *equity carve-out* può essere indagata in considerazione delle seguenti due variabili:

- 1) in base alla quota di azioni (flottante) immessa sul mercato è possibile distinguere tra:
  - *minority equity carve-out*, con offerta pubblica finalizzata alla quotazione di un flottante inferiore al 20%;
  - *majority equity carve-out*, ossia immissione sul mercato di azioni rappresentative di un flottante pari almeno all'80%.
  
- 2) In base al soggetto offerente<sup>50</sup>, ossia a chi sia tra la casa madre e la sussidiaria target a cedere le azioni destinate a quotazione, si distingue tra:
  - *primary offering* quando è direttamente la sussidiaria a cedere le azioni al mercato; in questa ipotesi, le azioni quotate sono emesse dalla sussidiaria a fronte di un aumento di capitale (ricalcando lo schema dell'OPS, Offerta Pubblica di Sottoscrizione); questo tipo di offerta non coinvolge direttamente la casa madre se non *a posteriori*

<sup>49</sup> Bruner R.F., Op. Cit., pag. 151

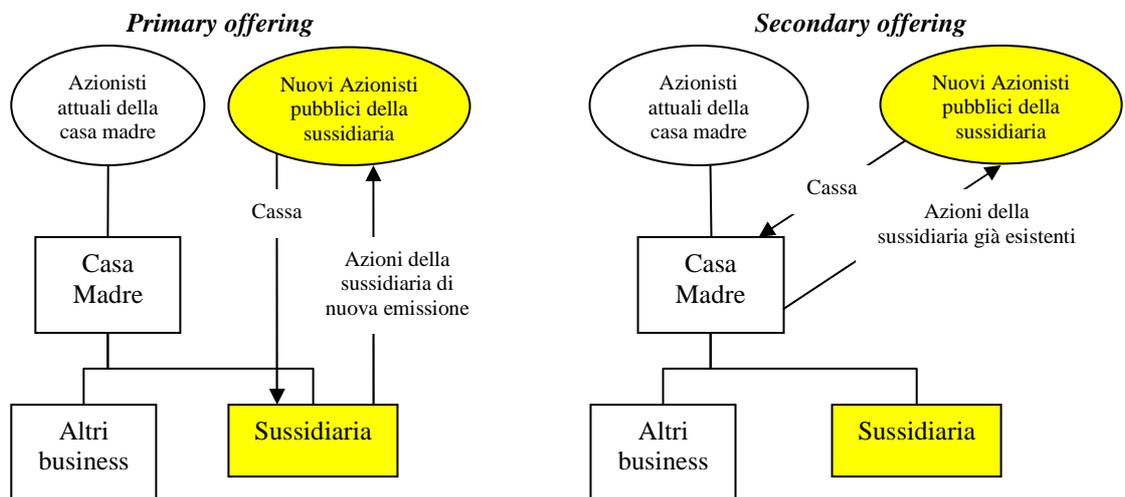
<sup>50</sup> Zimmermann H., *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*, Maggio 2005, pagg. 28 – 29

con una diluizione della sua partecipazione nella sussidiaria. Le risorse di cassa generate dalla cessione delle azioni possono essere utilizzate della *subsidiary* per riequilibrare la propria leva finanziaria (ripagando un debito infragruppo oppure estinguendo un debito contratto presso terzi per finanziare la distribuzione di un dividendo speciale a favore della casa madre), oppure per finanziare opportunità di crescita nel proprio business di riferimento;

- *secondary offering*, quando è la casa madre a cedere direttamente le azioni della sussidiaria target al mercato; in questo caso (identico all'OPV), è la casa madre che riceve le risorse di cassa connesse alla vendita pubblica dei titoli, utilizzabili per i diversi obiettivi di *corporate*.

In alcuni casi, la quotazione delle azioni della sussidiaria può avvenire con una combinazione di *primary* e *secondary offering* (integrando gli estremi dell'OPVS): anche in questo caso, essendo previsto l'aumento di capitale per la nuova emissione azionaria, si realizzerà una diluizione della partecipazione della casa madre.

**Figura 2.17 –Primary offering Versus Secondary offering**



L'*equity carve-out* si differenzia dallo *spin-off* essenzialmente per tre profili<sup>51</sup>:

<sup>51</sup> Michaely R., Shaw W., *The Choice of Going Public; Spin-offs vs. Carve-outs*

- 1) **L'impatto immediato sui *cash flow* delle due società:** rispetto ad uno *spin-off*, il *carve-out* genera cassa per la sussidiaria (in caso di *primary offering*) e/o per la *parent* (in caso di *secondary offering*) con effetto immediato sui rispettivi *cash flow*.
- 2) **La continuità del controllo della casa madre:** tramite lo *spin-off* le azioni della sussidiaria vengono distribuite *pro quota* agli azionisti della casa madre, di modo che questi diventano proprietari sia dell'unità di business disinvestita che della *parent* la quale, in seguito all'operazione, perde il controllo sulla sussidiaria. Con un *equity carve-out*, invece, parte delle azioni della sussidiaria può essere ceduta al mercato, in modo che la casa madre può, qualora lo voglia, continuare a mantenere una quota di controllo nella *business unit* target.
- 3) **I costi di transazione e gli oneri di *disclosure*:** rispetto ad uno *spin-off*, l'operazione di *carve-out* presenta sia costi diretti più elevati che obblighi di *disclosure* con la SEC più stringenti.

L'**analisi contabile** di un *equity carve-out* tiene conto:

- 1) degli effetti patrimoniali connessi allo scorporo e conferimento del business target a favore della sussidiaria;
- 2) della quota di partecipazione detenuta dalla casa madre in seguito all'IPO della sussidiaria.

Dal punto di vista contabile, la principale differenza tra *spin-off* ed *equity carve-out* sta negli effetti patrimoniali che ognuna delle due operazioni genera in capo alla casa madre: con uno *spin-off*, a fronte del trasferimento di attività e passività a favore della società beneficiaria, la casa madre deve ridurre il proprio patrimonio netto per un ammontare pari al valore netto contabile del patrimonio trasferito, mentre in un *equity carve-out*, a fronte del patrimonio trasferito alla conferitaria la casa madre registrerà non una riduzione del proprio patrimonio netto, ma l'iscrizione nell'attivo patrimoniale di una partecipazione per un valore pari al valore netto contabile del patrimonio trasferito, registrando semplicemente una modificazione qualitativa dell'*asset side* del bilancio della casa madre.

L'esempio seguente aiuta a comprendere la fattispecie: post trasferimento patrimoniale a favore della sussidiaria, il valore di libro del patrimonio netto della *parent company* rimane invariato (300) grazie all'iscrizione nell'attivo patrimoniale della partecipazione nella sussidiaria (100) che compensa il valore netto contabile del patrimonio trasferito (100).

**Casa madre pre *carve-out***

<b>ATTIVITA' 1000</b>	<b>EQUITY 300</b>
	<b>DEBITI 700</b>

**Casa madre post *carve-out***

<b>ATTIVITA' 600</b>	<b>EQUITY 300</b>
<b>PART.NE 100</b>	<b>DEBITI 400</b>

**Sussidiaria post *carve-out***

<b>ATTIVITA' 400</b>	<b>EQUITY 100</b>
	<b>DEBITI 300</b>

Gli effetti della quotazione delle azioni della sussidiaria target sulla partecipazione iscritta nel bilancio della casa madre sono differenti a seconda che si tratti di offerta primaria o secondaria: nel caso di *primary offering*, l'emissione di azioni da parte della sussidiaria con relativo aumento di capitale diluisce la partecipazione della casa madre nel capitale della sussidiari, mentre nel caso di *secondary offering* si realizza una riduzione diretta della partecipazione iscritta nel bilancio della casa madre in seguito alla vendita di azioni della sussidiaria al mercato.

La quota di partecipazione detenuta nella *business unit* target in seguito all'IPO determina i metodi di contabilizzazione della partecipazione nel bilancio della casa madre:

**Tabella 2.5 – Metodi di consolidamento contabile in un'operazione di *equity carve-out***

Principi di consolidamento	Quota di partecipazione	Contabilizzazione della partecipazione
Consolidamento totale (ai fini sia contabili che fiscali)	<b>X &gt; 80%</b>	- Controllo della <i>subsidiary</i> - Riconoscimento degli interessi di terzi
Consolidamento totale (ai soli fini contabili)	<b>50% &lt; X &gt; 80%</b>	- Controllo della <i>subsidiary</i> - Riconoscimento degli interessi di terzi
<i>Equity method</i>	<b>20% &lt; X &gt; 50%</b>	- Iscrizione al costo d'acquisto; tale valore poi segue l'andamento del patrimonio netto della sussidiaria.
Metodo del costo di acquisto	<b>X &lt; 20%</b>	- Iscrizione al costo di acquisto, senza nessun successivo aggiustamento

- Con una partecipazione superiore all'80%, la casa madre può continuare a consolidare la sussidiaria in bilancio sia ai fini contabili che fiscali;
- Se la partecipazione è compresa tra il 50% e l'80%, il consolidamento è previsto ai soli fini contabili;
- Nel caso di partecipazione compresa tra il 20% ed il 50% si utilizza l'*equity method*;
- Infine, se la partecipazione della *parent company* fosse inferiore al 20%, si utilizza il metodo del costo d'acquisto.

Gli effetti fiscali di un *equity carve-out* sono connessi al trattamento fiscale della partecipazione della casa madre nel capitale della sussidiaria target.

L'analisi della fiscalità delle operazioni di *equity carve-out* ruota intorno a tre dimensioni<sup>52</sup>:

- la **fase dell'operazione**, distinguendo tra conferimento del business target alla conferitaria ed IPO delle sue azioni;
- il **soggetto cedente**, ossia se si è dinanzi ad una *primary* o *secondary offering*;
- la **quota di partecipazione** detenuta dalla casa madre in seguito all'IPO delle azioni della sussidiaria ed il connesso trattamento fiscale dei dividendi.

Per quanto riguarda la fase di conferimento, la normativa USA prevede la neutralità fiscale dell'operazione quando, in seguito al conferimento stesso, la *parent company* arrivi a detenere una partecipazione nella sussidiaria target superiore all'80%.

Al momento della quotazione delle azioni della sussidiaria è importante individuare chi sia, tra casa madre e sussidiaria, il soggetto cedente: in caso di *primary offering*, ove è la sussidiaria a cedere le azioni, la casa madre non registra alcun guadagno/perdita fiscalmente rilevante in quanto non si modifica il valore della sua partecipazione; in presenza di *secondary offering*, invece, la cessione delle azioni da parte della casa madre è da equiparare alla cessione di *asset* ed in quanto tale passibile di realizzare un guadagno/perdita in conto capitale quale differenza tra il prezzo di vendita ed il valore nominale dell'azione ceduta.

---

<sup>52</sup> Zimmermann H., Op. Cit., pag. 40

Per quanto riguarda il trattamento fiscale del pagamento di dividendi effettuato dalla sussidiaria a favore della casa madre, questo dipende dai metodi di contabilizzazione della partecipazione nel bilancio della *parent*:

**Tabella 2.6 – Deducibilità fiscale dei dividendi da partecipazione**

Quota ( X%) di partecipazione detenuta	Quota di deducibilità dei dividendi
X > 80%	100% dei dividendi ricevuti
20% < X > l'80%	80% dei dividendi ricevuti
X < 20%	70% dei dividendi ricevuti

- se la casa madre detiene una partecipazione superiore all'80% nella sussidiaria, i dividendi ricevuti sono interamente deducibili;
- se, invece, la partecipazione è compresa tra il 50% e l'80%, oppure tra il 20% ed il 50%, la deducibilità fiscale è limitata all'80% dei dividendi ricevuti;
- infine, se la casa madre detiene una partecipazione inferiore al 20%, solo il 70% dei dividendi ricevuti saranno deducibili.

#### **Il procedimento di quotazione della sussidiaria in un *equity carve-out*: cenni sull'IPO negli USA**

Come per qualsiasi operazione finanziaria che coinvolge i mercati finanziari, anche per l'*equity carve-out* è necessaria l'impostazione di *filing* continui e stringenti con la SEC quale soggetto garante della massima trasparenza e correttezza dell'informativa effettuata dell'impresa madre nei confronti del mercato.

Il procedimento di quotazione della sussidiaria ricalca esattamente quello previsto per l'operazione di IPO di una normale impresa privata<sup>53</sup>, quindi durata media di circa 8-9 mesi e centralità del *Form S-1* quale documento informativo il cui contenuto (figura 8) prevede una maggiore *disclosure* rispetto al *Form 10* richiesto per uno *spin-off* in virtù di un'informativa più dettagliata nei seguenti punti:

- L'indicazione delle modalità con cui la *parent* o la *subsidiary* intendono impiegare le risorse finanziarie derivanti dall'operazione;
- La descrizione dei fattori interni ed esterni che influenzano il *pricing* d'emissione;

<sup>53</sup> <http://www.slideshare.net/samanthachmelik/The-IPO-Process-IC-Training>

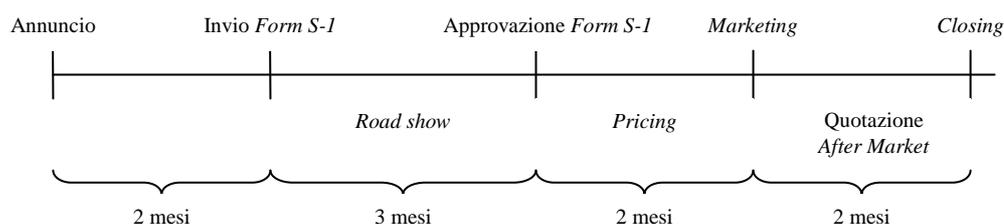
- La misura e le motivazioni della diluizione del *book value* della *parent* in seguito all'operazione;

**Figura 2.18 – Il contenuto del *Form S-1***

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Termini generali dell'offerta</li> <li>2. <i>Summary</i> del prospetto</li> <li>3. Fattori di rischio</li> <li>4. Utilizzo delle risorse raccolte</li> <li>5. Politica dei dividendi</li> <li>6. Analisi e relazione degli amministratori</li> <li>7. <i>Business Plan</i></li> <li>8. Amministratori</li> <li>9. Rendiconto finanziario</li> <li>10. Altro</li> </ol> |
|--|

Dal punto di vista procedimentale, l'IPO si caratterizza per una chiara scansione temporale e documentale:

**Figura 2.19 – Tempistica ed eventi di un IPO**



Tra l'invio e l'approvazione del *Form S-1* da parte della SEC è concesso all'impresa di iniziare l'attività di pre-marketing dell'offerta attraverso il *road show*, ossia un tour di presentazione dell'operazione presso gli investitori istituzionali; il momento del *road show* è fondamentale poiché nella successiva fase di *pricing* viene definito il *range* di prezzo di quotazione sulla base della negoziazione tra impresa quotanda, banche sottoscrittrici ed interesse mostrato dagli investitori pubblici.

Con l'approvazione del *Form S-1* l'impresa può iniziare il collocamento ufficiale delle azioni presso gli investitori; inoltre, l'intervallo di tempo che intercorre tra la fase di approvazione del prospetto informativo e la fissazione del prezzo di collocamento viene detto *quiet period*, ad indicare l'assoluto divieto imposto all'impresa quotanda (o alla sua controllante) di fornire informazioni *price sensitive* in grado di influenzare la determinazione del prezzo d'offerta.

Una volta avviata la distribuzione delle azioni, si entra nella fase conclusiva del processo, in cui i *market maker*, attraverso l'attività di *trading*, assicurano la liquidità del titolo e la stabilizzazione del prezzo di quotazione.

### Le motivazioni ed i razionali strategici

La differenza più significativa tra *equity carve-out* e *spin-off* è di natura finanziaria: infatti, lo *spin-off* realizza il trasferimento di azioni agli azionisti della casa madre senza alcun flusso di cassa connesso alla transazione, l'*equity carve-out*, invece, genera risorse finanziarie grazie alla cessione delle azioni sul mercato<sup>54</sup>.

In base a tale differenza, è possibile analizzare gli obiettivi strategici perseguiti con un *equity carve-out*, utilizzando anche in questo caso la classificazione per leve di creazione di valore azionario.

Tabella 2.7 – Le motivazioni strategiche di un *equity carve-out*

<b>Razionali strategici di un <i>equity carve-out</i></b>	<b>Performance operative</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Monetizzare il valore di business</li> <li>- Focalizzazione operativa sul core business</li> <li>- Sfruttamento di sinergie</li> </ul>
	<b>Struttura di capitale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- gestione separata di business con profili di rischio e tassi di crescita differenti</li> <li>- Riequilibrio della leva finanziaria della corporate</li> </ul>
	<b>Percezione pubblica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rifocalizzazione dell'impresa</li> <li>- Capacità di apprezzamento del valore del business</li> </ul>

Analogamente allo *spin-off*, anche l'*equity carve-out* gode dei vantaggi da miglioramento delle **performance operative** delle imprese coinvolte quando realizza una **maggiore focalizzazione e specializzazione del management** su uno o pochi business; la dimensione finanziaria, però, gioca un ruolo decisivo nella definizione degli altri obiettivi strategici perseguibili.

1) Infatti, l'*equity carve-out* può rappresentare un'operazione con cui si tenta di **monetizzare il valore di un business con performance positive**; in questo caso, l'obiettivo è la cessione sui mercati di un business sopravvalutato, e le risorse incassate potranno essere utilizzate per finanziare finanziarie la crescita della casa madre nel proprio business di riferimento per migliorarne le performance operative.

2) Nella maggior parte dei casi l'*equity carve-out* ha l'effetto di ridurre senza eliminare il controllo della casa madre sulla gestione del business disinvestito: la

<sup>54</sup> Rüdüsili R., Op. Cit.,

sussistenza del rapporto di controllo consente all'impresa madre di poter continuare a **sfruttare le sinergie positive** eventualmente esistenti tra il business disinvestito ed i business mantenuti in portafoglio. La presenza di economie di scala e di scopo garantisce importanti sinergie di costo e di ricavo che migliorano sensibilmente i margini ed i *ratio* operativi della *parent*.

La creazione di valore di un *equity carve-out* legata al miglioramento della **struttura di capitale** delle imprese coinvolte può essere, così come avviene per uno *spin-off*, conseguente alla separazione della gestione dei business; in più, per quest'operazione bisogna considerare i vantaggi da riequilibrio della leva finanziaria legati all'utilizzo della cassa generata.

1) A differenza di uno *spin-off*, l'IPO della sussidiaria permette alla *parent company* di reperire risorse di cassa per **riequilibrare la propria leva finanziaria**, riducendo la propria esposizione debitoria ed il relativo rischio finanziario in caso di eccessivo indebitamento, oppure aumentando la leva finanziaria, nel caso in cui questa sia troppo prudente, per poter capitalizzare i vantaggi della deducibilità fiscale degli interessi sul debito.

Anche l'*equity carve-out* può rispondere, oltre che a logiche strategiche, anche a considerazioni di tipo finanziario: così come per lo *spin-off*, la maggiore focalizzazione sui business e la migliore trasparenza nei confronti del mercato consente a quest'ultimo di apprezzare al meglio il valore intrinseco sia della *parent* che della sussidiaria, con conseguente riduzione dello sconto da diversificazione.

Considerato, però, che l'*equity carve-out* presuppone il collocamento delle azioni della sussidiaria sul mercato attraverso negoziazione con gli investitori pubblici interessati, sono differenti le considerazioni di carattere finanziario che devono essere sviluppate intorno alle tre dimensioni d'analisi già viste per lo *spin-off* (ossia, le *performance* del mercato finanziario, i multipli di *Equity Value* della sussidiaria, le stime relative alle future *performance* operative del business target) affinché vi sia efficacia ed efficienza del collocamento.

1) L'indiziata principale ad essere disinvestita in un *equity carve-out* è una *business unit* che presenta caratteristiche speculari rispetto a quelle individuate per uno *spin-off*: infatti, con un *equity carve-out* la casa madre punta a massimizzare i flussi di cassa in entrata generati dalla vendita pubblica delle azioni della sussidiaria,

di conseguenza verrà dismesso un **business con performance eccellenti**, in grado di attrarre i capitali degli investitori pubblici e di minimizzare l'*IPO discount*.

2) L'analisi dei multipli di mercato della sussidiaria dovrebbe presentare una generalizzata sopravvalutazione dell'equity della sussidiaria target rispetto ai peer: ciò significa che oggetto di disinvestimento sarà un business con un **Market to Book ratio sopravvalutato**, in quanto garantirebbe un maggior apprezzamento del valore di mercato del business target, rendendo conveniente lo scambio pubblico delle azioni.

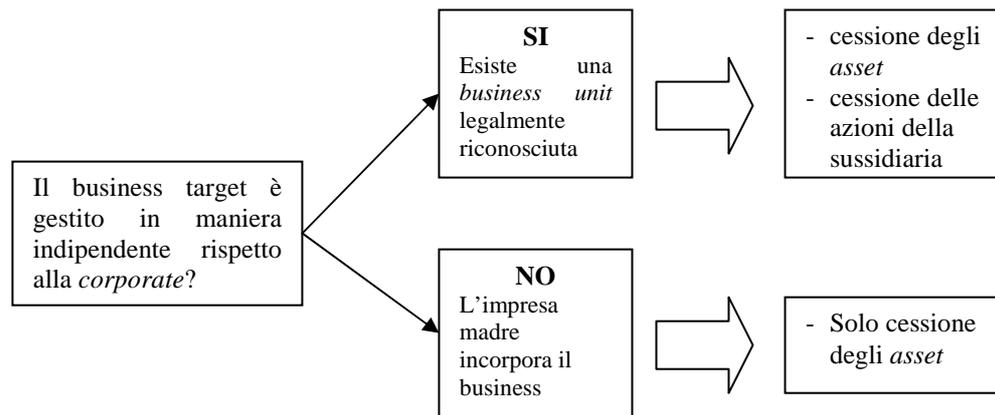
3) Infine, affinché la quotazione della sussidiaria possa essere condotta nella logica di massimizzazione del valore per gli azionisti, è necessario che il collocamento azionario avvenga al maggior valore possibile. Ciò implica che il *pricing* di emissione delle azioni debba collocarsi il più vicino possibile al limite superiore del *range* di prezzo fissato in sede di valutazione e negoziazione, ossia il business target deve presentare **elevati margini di crescita** in modo da attrarre l'interesse degli investitori pubblici.

### **Le operazioni di *sell-off***

Le operazioni di cessione privata di un business (o ramo d'azienda) si differenzia nella forma e nella sostanza delle transazioni aventi ad oggetto semplici *asset* dell'impresa. Benché per le finalità del presente lavoro saranno ampiamente trattate le operazioni di disinvestimento aventi ad oggetto la cessione *intra-company* di *business unit*, sia per completezza della trattazione che per una migliore comprensione del fenomeno analizzato, si reputa opportuno delineare le basilari differenze tra l'istituto della cessione di un business con quello della cessione di *asset*.

Il punto di distinguo fondamentale tra le due fattispecie sta nel vedere come il business target sia organizzato all'interno della struttura di *corporate* (figura 10).

**Figura 2.19 – Organizzazione del business target all'interno della struttura di *corporate***



L'unità di business da cedere può essere non formalizzata, ossia inclusa confusamente nel portafoglio di *corporate*, oppure individuata in un'entità societaria giuridicamente riconosciuta e controllata dalla casa madre. In base a questa distinzione<sup>55</sup>, nel primo caso si può parlare esclusivamente di *cessione degli asset* di un business, nella seconda ipotesi, invece, si può configurare tanto la cessione di singole attività quanto di un intero business attraverso la vendita delle azioni della sussidiaria.

**La cessione di asset aziendali** riguarda semplicemente il trasferimento del titolo di proprietà di attività patrimoniali, non le azioni dell'unità di business target: ciò significa che cambia la proprietà delle attività aziendali, ma non quella della *business unit*, la quale presenta, post cessione, una ridotta dotazione patrimoniale.

**La cessione di un business** riguarda, invece, il trasferimento delle azioni della sussidiaria in cui il business è formalizzato. In seguito alla transazione, l'acquirente diviene proprietario della sussidiaria ed acquista sia il pieno controllo su tutte le attività patrimoniali trasferite, sia la piena responsabilità per gli obblighi connessi all'esposizione debitoria della sussidiaria acquisita.

La diversa configurazione legale delle operazioni decreta il regime di imposizione fiscale applicabile; soffermando l'attenzione sulla sola ipotesi di cessione del business, ossia di trasferimento delle azioni della sussidiaria, i guadagni/perdite da cessione sono imponibili fiscalmente con l'aliquota prevista per i *capital gain* se le azioni della *business unit* target sono state detenute dalla *corporate* per più di un anno, altrimenti verranno tassati in base all'aliquota prevista per i redditi d'impresa.

<sup>55</sup> Steingold, F., *The complete Guide to selling a Business*, pagg. 34-35

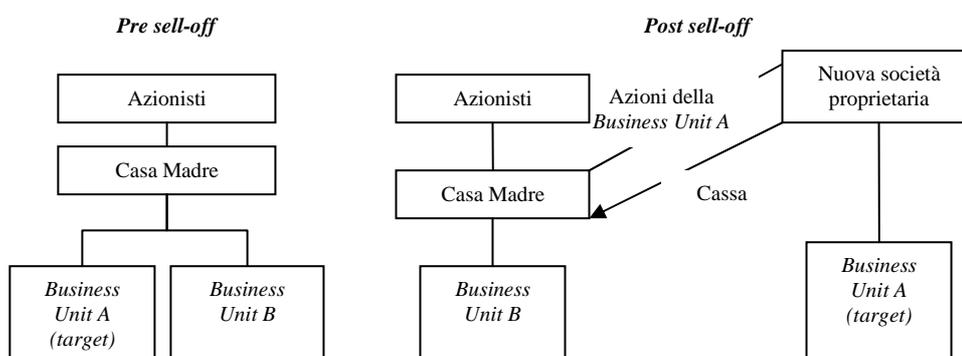
## Le operazioni di cessione di un business: caratteristiche strutturali, fiscali e procedurali

### La struttura

La rappresentazione fornita in figura 11<sup>56</sup> descrive la struttura dell'operazione di cessione di un business.

Nella gran parte dei casi, a fronte del trasferimento della proprietà del business, l'impresa cedente riceve in contropartita risorse finanziarie liquide (*cash*), che vengono investite per perseguire gli altri obiettivi di *corporate*; più sporadicamente, in aggiunta o in sostituzione alla cassa, si possono utilizzare azioni dell'impresa acquirente.

Figura 2.20 – *Sell-off: Entity sale*



### I fattori critici di successo in un'operazione di *sell-off*: un approccio strutturato

La complessità delle operazioni di *sell-off* rende la gestione della transazione un'attività *resource-critical* poiché richiede l'intervento di abilità e competenze professionali specifiche e complementari. Al fine di minimizzare i rischi di fallimento ed aumentare la probabilità che la vendita avvenga al massimo valore possibile, sia la letteratura finanziaria che i *professional* hanno individuato una serie di presidi organizzativi che, pur non garantendo il risultato ottimale, sono in grado di aumentare le possibilità di massimizzazione del valore della transazione<sup>57</sup>.

L'ostracismo, non solo mediatico, che accompagna le operazioni di cessione può generare una **sensazione di fallimento diffuso** all'interno dell'intero processo di

<sup>56</sup> Bruner, Op. Cit.,

<sup>57</sup> *Managing corporate divestiture transaction*, Journal of Accountancy, 2008, www.bsp.com

vendita, demotivando le risorse assegnate alla gestione della transazione; il rischio è una minore tensione verso l'operazione che riduce le probabilità di massimizzazione del valore.

Altra variabile importante è la **tempistica** con la quale si manifestano le principali criticità della transazione: infatti, rispetto ad un'operazione di M&A in cui le principali problematiche riguardano la fase *post deal* di integrazione, per le operazioni di cessione di un business le sfide per il *management* si manifestano *in itinere* del processo di vendita e comunque prima del *closing* della transazione. Perciò, è necessario sin dalle prime fasi della transazione, implementare un chiaro ed efficace piano d'azione che permetta di separare il business dal complesso aziendale nella maniera meno traumatica possibile.

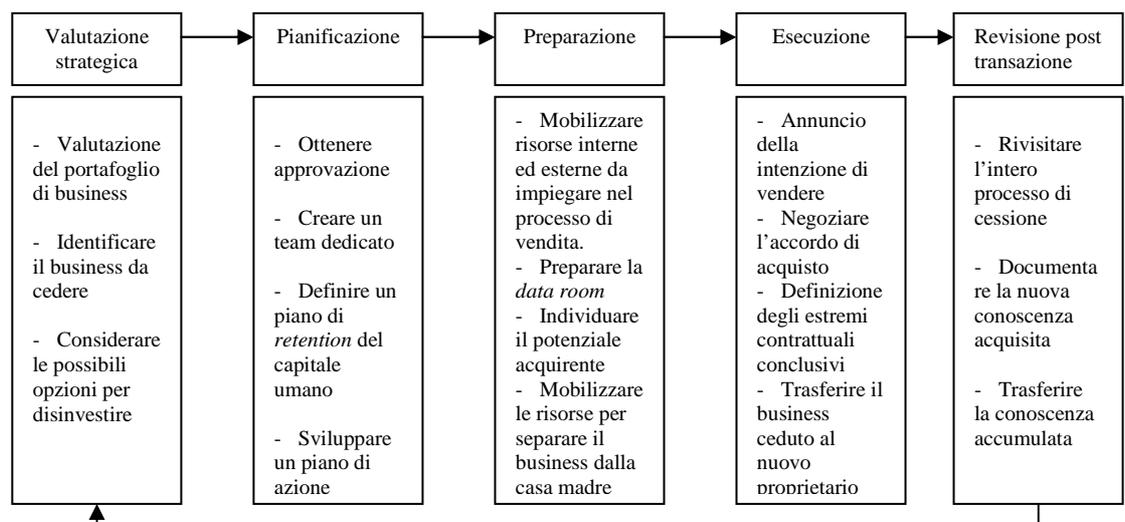
Queste considerazioni hanno guidato le ricerche degli studiosi verso l'individuazione di quali fossero i presidi organizzativi da implementare per condurre un'operazione di successo; i principali risultati riguardano:

- 1) Una **leadership forte** sin dalle fasi iniziali della transazione, in cui il leader è chiamato a coordinare il team di risorse (interne ed esterne) adoperate ed a mantenere una comunicazione costante con il *top management*;
- 2) La **coesione del team** e lo sviluppo di un **senso di appartenenza** sono due elementi di concetto, ma fondamentali per l'ottimale gestione della transazione: condivisione delle informazioni, visione olistica dell'operazione ed approccio trasversale alle diverse funzioni manageriali sono alcuni dei meccanismi organizzativi che permettono al *management* di ragionare secondo una logica di squadra nella risoluzione dei problemi;
- 3) La chiara **scansione di ruoli, fasi e tempi** devono caratterizzare uno strutturato e ben comunicato piano d'esecuzione, elemento fondamentale per gestire un'operazione così complessa per la numerosità dei soggetti coinvolti e dei compiti da assolvere;
- 4) **Comunicazione frequente e regolare, sia all'interno che verso l'esterno dell'impresa:** il flusso di comunicazione interno e trasversale consente di migliorare il coordinamento delle risorse impegnate; la comunicazione con i soggetti esterni, invece, è fondamentale per sponsorizzare e sostenere la bontà dell'operazione presso gli *stakeholder* rilevanti.

Sebbene i fattori critici di successo sopra discussi giustifichino il ricorso ad una serie di interventi organizzativi con l'obiettivo di migliorare la gestione della transazione, non ne garantiscono il successo: perciò è stato elaborato un approccio metodologico strutturato e finalizzato ad aumentare le probabilità massimizzazione del valore estraibile dalla transazione. In questo senso, i manager finanziari hanno individuato quattro principali fonti<sup>58</sup> di vantaggio in un processo di vendita: metodi di negoziazione, *due diligence*, identificazione del potenziale acquirente e valutazione.

Il grafico proposto in figura 12<sup>59</sup> è rappresentativo di un modello descrittivo delle fasi in cui si articola un processo di vendita, evidenziando i nessi causali tra i vari momenti. Si noti come l'ultima fase sia collegata alla prima da un meccanismo di *feedback*, che sottolinea il ruolo critico del processo d'apprendimento nella gestione di un'operazione di cessione privata di un business.

**Figura 2.21 – Il modello di gestione integrata di un'operazione di cessione privata di un business**



La **valutazione strategica** è un momento cruciale poiché in questa fase il *management* è chiamato ad analizzare rischi ed opportunità connessi alla cessione alla luce della complessiva strategia d'impresa e della composizione del suo portafoglio di business.

Nella fase di **pianificazione** vengono individuati i contenuti dell'operazione; una volta conseguite tutte le autorizzazioni necessarie, l'impresa delinea un piano d'azione strutturato in cui i *milestone* quali – quantitativi hanno il compito di guidare

<sup>58</sup> *Corporate divestiture gains as value creator*, Dicembre 2002, [www.fei.org](http://www.fei.org)

<sup>59</sup> Gole W., *A structured approach to corporate divestiture transaction* [www.bsp.com](http://www.bsp.com)

l'intero processo di vendita. Visto che il piano coinvolge molteplici soggetti, è opportuno varare anche una chiara strategia di comunicazione del piano stesso.

Nella fase di **preparazione** vengono implementati tutti i presidi organizzativi ed operativi necessari per garantire che la separazione del business possa avvenire nella maniera meno traumatica possibile. Questa fase si realizza in due *step*:

- l'impostazione del processo di vendita;
- la preparazione del business alla separazione dalla casa madre.

Nella prima fase si individua il team di risorse esterne assegnate all'operazione, si predispongono il materiale di vendita da inviare o presentare ad ogni potenziale acquirente, viene preparata la *data room* per la *due diligence*, si individuano i potenziali acquirenti e si impostano i primi confronti negoziali tra le parti. Nella seconda fase viene individuato il *team* di risorse interne da impiegare nella transazione per preparare il distacco del business secondo un piano di gestione coordinato dei *team* interni ed esterni.

Un aspetto critico della fase di pianificazione è l'individuazione del potenziale acquirente<sup>60</sup>, poiché, al fine di massimizzare il valore della cessione, il cedente ha bisogno di conoscere se la controparte intende acquistare il business per finalità strategiche o finanziarie. Un acquirente strategico valuta l'operazione in funzione delle sinergie potenziali che è in grado di sfruttare con l'inclusione del business target all'interno del suo portafoglio: così, l'analisi di compatibilità culturale tra il business target ed il proprio *background* di regole e procedure è fondamentale per l'acquirente che voglia minimizzare i rischi di un "rigetto" post acquisizione. Dal punto di vista delle scelte di finanziamento dell'operazione, un acquirente strategico utilizza cassa e/o azioni piuttosto che debito per finanziare l'acquisizione. Diverso è il caso di un acquirente finanziario, la cui unica finalità è di far crescere il business per poi godere di un vantaggio da arbitraggio cedendo, dopo un certo periodo, il business per un valore superiore rispetto al costo d'acquisto. La criticità di trovarsi di fronte ad un acquirente speculatore sta nel considerare i metodi di valutazione adoperati, poiché questi valuta il business sulla base dei multipli di *cash flow* e modellerà l'acquisizione in base alle stime di crescita del fatturato del business *target* per

---

<sup>60</sup> Gole W., Op. Cit.

calcolare l'IRR (*Internal Rate of Return*) per l'analisi di redditività dell'investimento in un dato intervallo temporale.

Visto che l'acquirente può perseguire obiettivi non in linea con le aspettative dell'impresa cedente, onde evitare un inutile spreco di tempo e di risorse, un venditore accorto deve censire i potenziali acquirenti in base ai propri obiettivi ed a quelli delle controparti stesse.

La fase di **esecuzione** si apre con l'annuncio ufficiale da parte della società di voler cedere il business; contestualmente, si impostano i primi contenuti contrattuali e si valuta la conformità della cessione del business alle prescrizioni legislative e regolamentari vigenti. Il tutto è finalizzato a sollecitare una proposta d'acquisto da parte degli acquirenti realmente interessati, per permettere al cedente di impostare al meglio il processo di *due diligence*, momento centrale che permette all'acquirente di accedere ad informazioni più dettagliate per valutare al meglio il business target.

Gli obiettivi<sup>61</sup> del processo di *due diligence* sono, essenzialmente, tre:

- verificare che l'acquirente abbia acquisito tutte le informazioni contenute nell'*information memorandum*;
- approfondire l'analisi del business, individuando eventuali fonti di incertezza e di rischio legate all'operazione;
- migliorare e completare la conoscenza del business target per poter meglio sostenere la domanda di finanziamento dell'operazione presso potenziali investitori.

In seguito alla *due diligence*, se l'acquirente reputa che l'acquisto del business sia ancora un buon affare, si entra nella fase di *closing* in cui le parti definiscono nel dettaglio il contratto di cessione ed il business target viene scorporato dal complesso dell'impresa cedente per essere trasferito alla struttura dell'acquirente.

L'ultima fase, di **analisi post cessione**, presenta dei profili d'interesse relativi, *in primis*, alla *disclosure* da parte dell'impresa cedente dei risultati strategici e finanziari conseguiti con la cessione, che permette agli *outsider* di conoscere quale sia il reale **gap tra risultati raggiunti e risultati annunciati** nella fase di valutazione strategica; inoltre, è fondamentale la comunicazione dell'impresa sulle direttrici di impiego delle

---

<sup>61</sup> Forestieri G., Op. Cit.,

risorse finanziarie reperite. Il secondo aspetto riguarda l'**apprendimento organizzativo** attraverso l'analisi retrospettiva dell'intero processo di vendita e la documentazione di tutti gli eventi (positivi e negativi) registrati. Il *learning-by-doing* permette di accumulare e metabolizzare la conoscenza prodotta durante la transazione in modo da migliorare l'approccio e la gestione di simili future operazioni.

### **I vantaggi e gli svantaggi delle varie tecniche di negoziazione**

Si è detto come, per la massimizzazione del valore della transazione, una variabile chiave è rappresentata dalla tecnica di negoziazione adoperata, che tenga conto degli obiettivi delle parti in gioco e delle caratteristiche del business target. Perciò le *investment bank* hanno un ruolo decisivo nell'impostare e concludere la trattativa tentando di massimizzare il valore della transazione per la parte rappresentata.

Esistono tre tecniche<sup>62</sup> per la conduzione di una negoziazione privata; ognuna presenta vantaggi e svantaggi specifici tali da conferire una buona flessibilità strategica nella scelta dell'approccio alla negoziazione più adatto agli obiettivi delle singole parti:

- *negotiated sale* (vendita negoziata);
- *Controlled competitive sale* (vendita competitiva controllata);
- *auction* (ossia, vendita al miglior offerente).

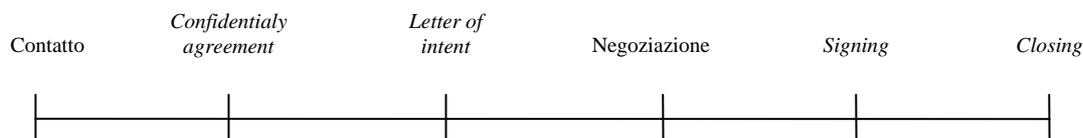
**La vendita negoziata** è la tecnica di negoziazione che viene impiegata quando la decisione di cedere un business è frutto di un'opportunità contingente piuttosto che quando sia lo stesso potenziale acquirente ad approcciare il venditore, segnalando la sua volontà di acquistare il business; oppure, quando è il venditore a voler cedere il business ma vuole mantenere un forte controllo sul processo di vendita per evitare una *disclosure* troppo ampia di informazioni sensibili.

Il procedimento tipico della vendita negoziata si scandisce lungo sei momenti principali (figura 13).

---

<sup>62</sup> Hunt P., Op. Cit.

**Figura 2.22 – Le fasi di una vendita negoziata**



Nella fase di **contatto** si realizza il primo approccio tra le parti, su iniziativa o dell'acquirente (facendo pervenire alla controparte un'offerta non sollecitata o una dichiarazione di interesse ad acquistare il business) o del venditore (comunicando al potenziale compratore la volontà di cedere il business, ed allegando un documento – *teaser* – in cui vengono riportate le informazioni di dettaglio del business che intende disinvestire).

Appurato il mutuo interesse, l'acquirente è invitato a firmare il **No Disclosure (o Confidentially) Agreement**, con il quale si impegna a non rivelare a terzi le informazioni sensibili, relative al business, di cui viene a conoscenza durante il processo di vendita. In seguito, il venditore redige l'*Information Memorandum* nel quale fornisce al potenziale acquirente le informazioni economico-finanziarie ed operative riguardanti il business target; l'invio del documento è preliminare alla fase di *due diligence*.

Presa visione di tutte le informazioni necessarie per la migliore valutazione del business, l'acquirente formula un'offerta non vincolante con la quale segnala al venditore l'effettivo interesse alla transazione ed i margini per il raggiungimento di un accordo; in alcuni casi, l'offerta assume contorni più formali e strutturati in una lettera d'intenti (**letter of intent**) in cui l'acquirente, oltre ad indicare il prezzo (non vincolante) ritenuto congruo, comunica anche le modalità di pagamento dell'operazione.

Nella fase di **negoziazione** le parti tentano di pervenire ad un accordo di compravendita definitivo; raggiunta l'intesa, le parti predispongono tutta la documentazione legale richiesta; in alcuni casi si tendono a tenere distinte le fasi di *signing* e di *closing* poiché la conclusione dell'operazione può essere condizionata a determinati eventi o autorizzazioni.

Il fatto che l'impresa decida di trattare con un unico ed esclusivo interlocutore presenta diversi vantaggi e svantaggi. Tra i vantaggi:

- 1) la velocità di esecuzione<sup>63</sup>, visto che la negoziazione viene gestita *one-to-one* dal venditore e senza offerte competitive;
- 2) la limitazione della negoziazione ad un unico acquirente riduce il rischio di *disclosure* indesiderata, in virtù del fatto che mantenere rapporti con un solo interessato limita il numero di soggetti ai quali vengono fornite informazioni sensibili.

Gli svantaggi della vendita negoziata riguardano, invece:

- 1) la perdita di potere contrattuale dell'impresa cedente a favore dell'acquirente poiché il successo della transazione è legato al raggiungimento di un accordo con un unico soggetto. Questo rischio è particolarmente significativo quando è il venditore a contattare l'acquirente ed a sollecitarlo all'acquisto;
- 2) la minor leva negoziale riduce le probabilità che il venditore possa massimizzare il valore della transazione, a causa della sua subordinazione alle scelte del potenziale acquirente.

**La vendita competitiva controllata** è impiegata quando il business possa rappresentare un target potenziale per più imprese, ma il cedente intende comunque mantenere un forte controllo sul processo di vendita. Dal punto di vista strutturale, questa tecnica prevede la presenza di offerte concorrenti, senza però sfociare in una *auction* (una sorta di bando d'asta per il business). Con la vendita competitiva controllata, è il cedente che contatta un numero limitato di potenziali acquirenti sollecitandoli a presentare un'offerta per il business che intende cedere. E' comunque il venditore che decide se trattare con le varie parti contemporaneamente o in momenti separati. La vendita competitiva negoziata consente all'impresa cedente di mantenere salde le redini del controllo dell'operazione, mentre i soggetti interessati competono per l'acquisto del business a suon di offerte.

I pro ed i contro della tecnica negoziale in questione sono diversi; tra i vantaggi, la vendita competitiva negoziata garantisce al venditore non solo il pieno controllo sul processo di vendita, ma anche una maggiore flessibilità di poter cambiare il

---

<sup>63</sup> Frankel M., *Merger and Acquisition basics: the key steps of acquisitions, divestitures...*, pag. 142

processo di negoziazione in base alle specifiche circostanze. Rispetto alla negoziazione con un singolo acquirente, l'impresa cedente ha una maggiore leva negoziale in virtù della non dipendenza da un solo acquirente, permettendole di poter massimizzare il valore della transazione. Gli svantaggi riguardano principalmente l'aumento del rischio di *disclosure* indesiderata. Inoltre, considerato che il cedente negozia con più parti interessate, l'eventuale fallimento della negoziazione rischia di ridurre il valore del business da disinvestire.

**L'auktion** - La caratteristica principale di un processo di *auktion* è la scansione puntuale dei tempi e degli adempimenti necessari per eseguire la transazione. A differenza della vendita competitiva controllata, l'*auktion* presenta una diversa impostazione nella gestione delle offerte concorrenti. Il procedimento di un *auktion* (figura 14)<sup>64</sup> dura dai tre ai sei mesi e si snoda lungo cinque fasi:

**Figura 2.23 – Le fasi di un *auktion***

<b>Preparazione</b>	<b><i>First round</i></b>	<b><i>Second round</i></b>	<b>Negoziazione</b>	<b><i>Closing</i></b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Definire gli obiettivi di vendita e l'approccio negoziale da seguire</li> <li>- Stabilire con l'<i>advisor</i> modalità di contatto e <i>range</i> di prezzo accettabile</li> <li>- Individuare i potenziali acquirenti</li> <li>- Preparare il materiale di vendita ed il <i>confidentiality agreement</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Contattare i potenziali acquirenti</li> <li>- Esecuzione del <i>confidentially agreement</i></li> <li>- Distribuire <i>Information memorandum</i> e <i>Procedure letter</i></li> <li>- Preparare le presentazioni del management e la data room</li> <li>- Ricezione delle offerte iniziali e selezione degli acquirenti con cui procede</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Presentazione del management</li> <li>- Consentire le <i>site visit</i></li> <li>- Fornire l'accesso alla data room (<i>due diligence</i>)</li> <li>- Distribuire le <i>Procedure letter</i> per la seconda offerta e redigere un accordo conclusivo</li> <li>- Ricezione delle offerte finali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valutazione delle offerte finali</li> <li>- Negoziare con l'acquirente (o più di uno) preferito</li> <li>- Selezionare l'offerta vincente</li> <li>- Ricezione delle autorizzazioni del <i>board</i> ed esecuzione dell'accordo definitivo (<i>signing</i>)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ricezione delle autorizzazioni necessarie</li> <li>- <i>Closing</i></li> </ul>
2 - 4 settimane	4 - 6 settimane	6 - 8 settimane	2 - 6 settimane	4 - 8 settimane

Nella fase di **preparazione**, l'impresa cedente stabilisce, in concerto con i suoi *advisor*, le modalità di contatto con i potenziali acquirenti, il *timing* dell'operazione ed il *range* di prezzo considerato accettabile per cedere il business.

Nella seconda fase (***first round bid***), il venditore, *in primis*, individua quali potenziali acquirenti contattare e poi invia l'*Information Memorandum*, un documento necessario per creare un mercato della *business unit* ed il cui contenuto

<sup>64</sup> Forestieri G., Op. Cit.

riporta tutte le informazioni necessarie per una opportuna valutazione del business. In allegato all'*information memorandum* viene inviato anche il *Confidentiality Agreement*, un patto che vieta ai potenziali acquirenti di diffondere e di utilizzare le informazioni di cui vengono a conoscenza durante la trattativa.

In questa fase, l'obiettivo è raccogliere le manifestazioni d'interesse da parte dei potenziali acquirenti contattati; interesse che viene dichiarato tramite la "*procedure letter*" in cui l'acquirente indica la data entro cui farà pervenire l'offerta iniziale (*first bid*) e la natura delle informazioni integrative a lui necessarie per poter meglio valutare il business. Il venditore, sulla base delle informazioni e delle offerte pervenute entro il termine comunicato in ognuna delle *procedure letter* ricevute, inizia un primo *screening* dei potenziali acquirenti, scegliendo coloro con i quali intende continuare la negoziazione.

Di solito, alla fase successiva (*second round bid*) vengono ammessi non più di due o tre acquirenti, così da mantenere un buon grado di competitività dell'offerta senza per questo perdere il controllo della transazione. I potenziali acquirenti ammessi alla terza fase sono invitati a formulare una seconda offerta (*second bid*), questa volta vincolante, elaborata in seguito al miglioramento della valutazione del business sulla base delle maggiori informazioni acquisite durante il processo di *due diligence*.

Il venditore, presa visione del secondo *round* d'offerta, decide di continuare la transazione al massimo con due soggetti, intavolando con questi una **negoziazione** (individuale o competitiva) dei termini dell'accordo.

Al termine della negoziazione, in base alla propria analisi di convenienza ed alla ricezione delle necessarie autorizzazioni, il cedente trasferisce legalmente il business all'acquirente chiudendo formalmente l'operazione.

### **Le motivazioni ed i razionali strategici**

Considerata la sua dimensione privata, l'analisi degli obiettivi perseguibili con un'operazione di cessione di un business viene condotta per la sola dimensione strategica, mentre sono marginali le considerazioni di carattere finanziario<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> Rüdüsili R., Op. Cit.,

**Tabella 2.8 – Razionali strategici di un'operazione di cessione di un business**

<b>Razionali strategici di un'operazione di sell-off</b>	<b>Performance operative</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Eliminare un business con basse performance</li> <li>- Monetizzare il valore di business</li> <li>- Eliminare un business che assorbe troppe risorse</li> <li>- Trasferire il business ad un acquirente in grado di valorizzarlo meglio</li> <li>- Focalizzazione operativa</li> <li>- Rimuovere sinergie negative</li> <li>- Fonte di finanziamento più conveniente</li> </ul>
	<b>Struttura di capitale</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dimissione di un business troppo rischioso</li> <li>- Necessità di risorse finanziarie</li> <li>- Riequilibrare la leva finanziaria</li> </ul>
	<b>Percezione pubblica</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Focalizzazione sul core business</li> </ul>

Le motivazioni strategiche che giustificano il ricorso ad un'operazione di vendita privata sono condizionate da come l'impresa disinvestente intende utilizzare le risorse di cassa generate dalla transazione.

Il **miglioramento delle performance operative** può essere collegato, come visto per le altre opzioni di disinvestimento, alla vendita di un business con scarse *performance* o non correlato con l'intero portafoglio di *corporate*, oppure alla monetizzazione del suo valore intrinseco (con riferimento ad un *equity carve-out*) piuttosto che agli effetti economico/finanziari connessi ad una maggiore focalizzazione dell'impresa cedente sui propri *core business*.

La cessione può anche essere motivata dall'elevato assorbimento di cassa realizzato dal business target rispetto al rendimento che assicura; in tal senso, dismettere un business del genere permette all'impresa di reperire risorse finanziarie da allocare presso business in grado di esprimere un rendimento (anche cumulato) superiore a quello assicurato dal business target.

Inoltre, la rilettura delle teorie dell'impresa e dei principi di *corporate strategy* fornisce un'altra possibile motivazione strategica, riferibile all'interesse dell'acquirente ad acquistare il business: infatti, se l'acquirente è interessato al business perché è in grado di valorizzarlo meglio in virtù delle maggiori sinergie che è in grado di attivare rispetto al venditore, quest'ultimo potrà vendere il business ad un prezzo superiore al suo valore intrinseco, data la maggiore disponibilità a pagare dell'acquirente.

Il **miglioramento della struttura di capitale**, così come per l'*equity carve-out*, è connesso all'utilizzo, da parte del cedente, delle risorse finanziarie generate dalla cessione per riequilibrare la propria leva finanziaria.

Dal punto di vista della struttura finanziaria, la cessione privata di un business può essere una fonte alternativa di finanziamento quando il venditore ha esigenze di cassa ma il forte indebitamento rende per lui maggiormente costoso l'approvvigionamento presso le consuete fonti (prestatori a titolo di debito o di *equity*). Questa spiegazione è valida per le operazioni di *sell-off*, ma non per l'*equity carve-out*, considerato che la cessione privata garantisce maggiore efficacia ed efficienza in termini di costi e tempi rispetto alla quotazione del business: per un'impresa in dissesto finanziario, il costo e la velocità con cui riesce a reperire le risorse decretano, verosimilmente, la sua capacità di risollevarsi da una situazione di crisi.

Il **miglioramento della percezione pubblica** è connesso alla maggiore focalizzazione del venditore sul *core business* ed al miglioramento della trasparenza nei confronti del mercato. Il ricorso alla vendita privata piuttosto che all'IPO delle azioni della unità di business, nell'ottica dei mercati finanziari, è giustificato dalla fase di apprezzamento o deprezzamento dei corsi azionari: la cessione privata del business garantisce la massimizzazione del valore quando i *pure player* quotati della *subsidiary target* scambiano ad un multiplo più basso rispetto al suo valore intrinseco, con la conseguenza che la transizione del business sul mercato pubblico, riflettendo il valore dei multipli dei *comparable*, deprime il suo reale valore.

## Capitolo 3 - La valutazione delle strategie di disinvestimento

La valutazione di operazioni di *corporate divestiture*. presenta profili di complessità dovuti alle caratteristiche strutturali delle transazioni tali che l'utilizzo acritico delle diffuse metodologie sia inefficace nell'analizzare compiutamente le implicazioni finanziarie del fenomeno: l'impatto sulle prospettive di crescita delle imprese coinvolte, la separazione operativa dei business ed il cambiamento della proprietà sono solo alcuni esempi della diversa natura delle variabili da considerare.

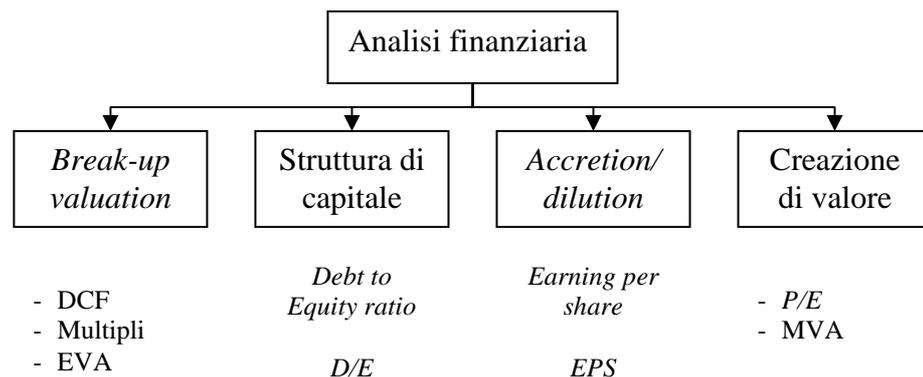
Perciò, il processo di valutazione ed analisi diventa un *tool* imprescindibile per cogliere e governare la complessità del fenomeno.

### L'analisi finanziaria delle strategie di disinvestimento

Esistono molteplici opzioni di disinvestimento, ognuna delle quali in grado di perseguire, anche contemporaneamente, obiettivi multipli: questa flessibilità complica il compito di analisti e valutatori.

Una completa analisi finanziaria delle operazioni di disinvestimento deve concentrarsi su quattro dimensioni principali:

Figura 3.1 – L'analisi finanziaria per le operazioni di disinvestimento



### Break up (o Sum of the Parts) valuation

La logica della *break-up analysis* è di evidenziare il valore assunto da ogni business nel portafoglio di *corporate*; il valore di quest'ultima, calcolato come somma del valore intrinseco dei singoli business, permette di determinare se la casa

madre, al momento della valutazione, sia sopra o sotto valutata dal mercato e, in quest'ultimo caso, se vi sono margini di manovra in cui inserire una strategia di disinvestimento finalizzata a chiudere il *value gap*; in tal senso, le potenzialità della *break up analysis* sono riferibili alla sua capacità di individuazione dei possibili business da disinvestire sulla base del loro valore attuale.

La logica di valutazione suggerita dalla *break-up analysis* segue un procedimento scandito in quattro fasi principali<sup>66</sup>:

**Figura 3.2 - Break-up Valuation**



1) **Valore *stand alone* dei singoli business:** ogni business viene valutato come entità indipendente rispetto al portafoglio di *corporate*, in modo da poter apprezzare il valore intrinseco di ognuno di essi ed il loro peso relativo rispetto al valore complessivo della casa madre.

2) **Valore complessivo della casa madre:** viene ottenuto sommando il valore *stand alone* dei singoli business.

3) **Determinazione e calcolo dei costi e del debito di livello *corporate***<sup>67</sup>: nella valutazione di un'impresa multi-divisionale, vi sono costi e benefici riferibili al livello *corporate* non allocabili direttamente a livello di singola unità di business attraverso il meccanismo dei prezzi di trasferimento interni che simulano il funzionamento del mercato; alcuni esempi sono i costi di contabilità, tesoreria, sistemi informativi e pianificazione fiscale di cui un'unità di business deve farsi carico quando decide di operare come entità societaria indipendente.

<sup>66</sup> Hunt P., Op. Cit., pagg. 362-366

<sup>67</sup> Arzac E.R., *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. 2004, Ed. John Wiley & Sons, pagg. 329-332

Tali costi non riferibili al singolo business vengono scontati ad un tasso rappresentativo del costo del capitale della casa madre, e sottratti all'*Enterprise Value* della *corporate* calcolato con la logica della somma delle parti.

Per una valutazione ancor più precisa sarebbe opportuno comparare i costi non allocabili con i benefici economici riferiti alla gestione centralizzata del business; benefici che vengono calcolati raffrontando, per ogni *business unit*, i costi di approvvigionamento dei servizi generali forniti dall'*headquarter* con i costi di approvvigionamento degli stessi servizi forniti, però, dal mercato. Il valore di tali benefici deve essere, poi, confrontato con il valore dei costi di livello *corporate* per poter concorrere alla formazione del reale valore dell'impresa.

4) **Determinazione dell'*equity value* della casa madre:** il valore di mercato implicito della *corporate* viene calcolato sottraendo l'ammontare dei costi e del debito di livello *corporate* non allocabili a livello di business al suo *Enterprise Value* calcolato con lo schema della *Sum of the Pars Valuation*.

Il confronto tra valore dell'*equity* così determinato e la capitalizzazione di borsa attuale evidenzia la sotto o sovra valutazione della *corporate*; se il valore di mercato di questa è minore rispetto al suo *implied equity value*, allora il mercato non è in grado di apprezzarne il reale valore intrinseco: in questo caso, l'operazione di disinvestimento può aiutare a chiudere tale *gap* e creare valore per gli azionisti.

Se il disinvestimento di uno o più business è in grado di aumentare il valore riferibile degli azionisti, non tutte le forme di disinvestimento presentano lo stesso potenziale di creazione di valore; infatti, la scelta dell'opzione di disinvestimento è determinata da una serie di contingenze:

- la necessità e/o la volontà di sfruttare, in seguito all'operazione, alcune sinergie tra business;
- le implicazioni fiscali delle diverse opzioni di disinvestimento;
- la compatibilità/incompatibilità strategica tra business;
- le esigenze di finanziamento della casa madre;
- il livello di indebitamento della casa madre e della sussidiaria,
- lo stato dei mercati finanziari.

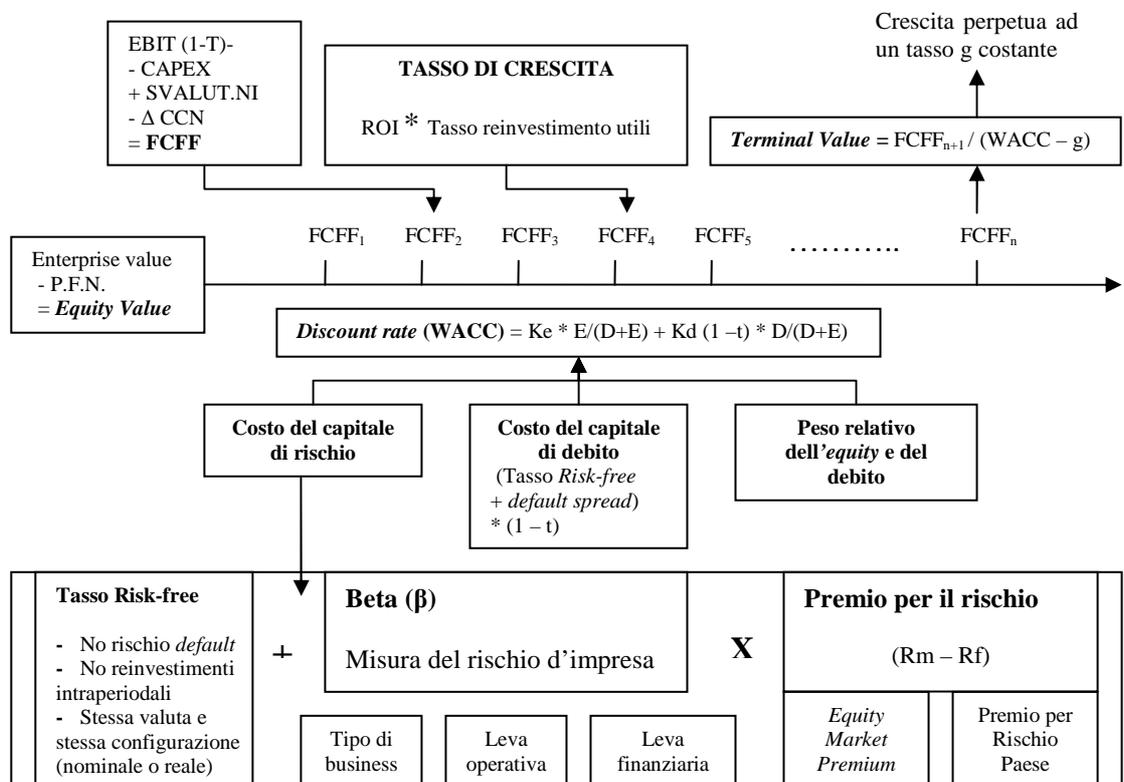
## Le metodologie di valutazione di un business

Nell'impianto del procedimento di valutazione di un'operazione di disinvestimento, il primo passo è relativo alla valutazione dei business; i metodi utilizzabili sono il *Discount Cash Flow* ed i multipli di mercato. Inoltre, per apprezzare il valore assunto dal business nell'ambito di una specifica transazione, può essere utile il metodo dei multipli di transazione comparabili.

### Il metodo del *Discount Cash Flow* (DCF)

Con il DCF, il valore intrinseco di un'impresa (business) è calcolato come valore attuale dei futuri flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare<sup>68</sup>. I *cash flow* vengono stimati per un certo numero di periodi (di norma compreso tra i 5 ed i 10 anni) e, poi, attualizzati al periodo di riferimento della valutazione utilizzando un fattore di sconto rappresentativo del costo del capitale dell'impresa. La schematizzazione proposta in figura 3 aiuta a comprendere le variabili fondamentali del metodo.

Figura 3.3 – Il metodo del *Discount Cash Flow*



<sup>68</sup> Damodaran A., *Finanza Aziendale*, 2° Ed., APOGEO

**Free Cash Flow** - La tipologia di flusso di cassa adoperato influenza sia il tasso di attualizzazione che la configurazione di valore finale (*Equity Value* o *Enterprise Value*). E' prassi corrente utilizzare flussi di cassa *unlevered*, ossia a disposizione di tutti prestatori di fondi (sia a titolo di debito che di capitale di rischio) dell'impresa<sup>69</sup>. Il *cash flow* viene desunto dal seguente calcolo:

EBIT
*(1-T)
= <b>NOPAT</b>
+ SVALUTAZIONI
- Δ IMMOBILIZZAZIONI
- Δ CCNc
= <b>FCF <i>unlevered</i></b>

Analiticamente, le svalutazioni vengono sommate in quanto sono costi non monetari che non comportano una reale uscita di cassa; il Cap.Ex., ossia la variazione del capitale immobilizzato investito viene incluso con segno opposto in quanto una variazione positiva implica un aumento degli investimenti fissi e, dunque, un'uscita di cassa, viceversa per variazioni negative; anche il CCNc viene inserito con segno opposto in quanto un suo incremento implica un maggior assorbimento di cassa per le attività correnti, e viceversa.

Il flusso (*unlevered*) è al lordo della spesa per interessi sul debito (né durante il calcolo, né tantomeno nell'EBIT), ed è quindi la cassa a disposizione di tutti i finanziatori; quindi si utilizza il WACC come tasso di sconto calcolato come media ponderata del costo delle singole fonti di finanziamento. L'utilizzo di flussi di cassa *unlevered* e del WACC fa sì che l'oggetto di misurazione sia l'*enterprise value*) e non l'*equity*, ossia il valore riferibile agli azionisti.

**Tasso di crescita** – Negli anni di valutazione analitica dei flussi di cassa è necessario stimarne il tasso di crescita, il quale è funzione di:

- tasso di reinvestimento degli utili, ossia la quota di utili realizzati ma non distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendo, e lasciati in azienda per finanziare la crescita;

---

<sup>69</sup> Hunt P., Op. Cit., pag. 43

- ROI, ossia la redditività degli investimenti operativi che, moltiplicato per il tasso di ritenzione degli utili, determina il potenziale di redditività medio degli utili reinvestiti.

**Terminal value** - La capacità di stima analitica dei flussi di cassa futuri è limitata nel tempo: significa che è possibile stimare analiticamente i *cash flow* solo per un orizzonte temporale limitato; dopo tale periodo, l'impresa continuerà ad operare e generare cassa: perciò è necessario stimare anche i *cash flow* per gli esercizi successivi all'ultimo anno di stima analitica. Il *terminal value* (TV) misura il valore di tali flussi di cassa, e può essere calcolato secondo due metodi<sup>70</sup>:

- Il **metodo della crescita perpetua** parte dall'assunto che il flusso di cassa relativo all'ultimo anno di stima analitica sarà quello che si verificherà in eterno, e che crescerà ad un tasso rappresentativo dei futuri scenari macroeconomici: l'ipotesi è che negli anni a venire l'impresa non cambierà radicalmente il proprio modello di business, rimanendo invariate le relazioni tra i *financial*.

Il TV viene calcolato come valore attuale di una rendita perpetua con rata periodica che cresce ad un tasso costante  $g$ :

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCFF}_n (1+g)}{(\text{WACC} - g)}$$

Il flusso di cassa si riferisce all'anno  $(n+1)$  successivo a quello di ultima stima analitica del *cash flow* (l'anno  $n$ ); l'applicazione del tasso di sconto  $(\text{WACC}-g)$  per il calcolo del valore della rendita riporta indietro di un anno il TV (all'anno  $n$ ), riferendolo così all'ultimo periodo di valutazione analitica. Il TV deve, poi, essere attualizzato al tempo 0.

Il tasso di crescita  $g$  è funzione degli sviluppi macroeconomici futuri prevedibili, e viene calcolato in base al tasso di crescita di lungo periodo dell'economia e del settore di appartenenza del business target, al tasso di inflazione, alla posizione competitiva dell'impresa.

- **Il metodo dei multipli**: permette di stimare il TV attraverso i seguenti rapporti:

---

<sup>70</sup> Hunt P., Op. Cit., pagg. 47-54

- $TV = EBITDA * \text{Multiplo}$
- $TV = EBIT * \text{Multiplo}$

Al valore dell'impresa che emerge dall'attualizzazione di flussi di cassa e TV deve sottrarsi la Posizione Finanziaria Netta (PFN) per poter avere una misura del valore dell'impresa riconducibile esclusivamente agli interessi degli azionisti.

**Il tasso di sconto** – E' una misura della rischiosità complessiva dell'impresa, riferibile sia alle proprie scelte di finanziamento che al settore di appartenenza<sup>71</sup>.

Sempre per esigenze di coerenza valutativa, se si utilizzano flussi di cassa *unlevered*, ossia di pertinenza tanto degli azionisti, quanto dei *bondholder*, il *discount rate* da impiegare deve essere rappresentativo tanto del costo dell'*equity* quanto del costo del debito. Il WACC viene calcolato come somma dei prodotti tra il costo della singola fonte di finanziamento per il peso relativo della stessa rispetto alla capitalizzazione totale dell'impresa:

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d (1 - t) * D/(D+E)$$

a) **I pesi** sono la percentuale di *equity* e debito sulla capitalizzazione totale dell'impresa. Entrambi i valori vanno considerati o al valore di libro oppure al valore di mercato: la differenza è rilevante principalmente per l'*equity*, in quanto il suo valore di mercato può differire sensibilmente dal suo valore di libro;

b) **Il costo del debito (Kd)** è il costo al quale l'impresa si finanzia con debito, ed è calcolato in base alla relazione:

$$K_d = \text{Tasso Risk-free} + \text{default spread}$$

Il tasso *risk free* corrisponde al rendimento certo (zero rischio) assicurato da un titolo governativo; il *credit default spread* è il plus di rendimento richiesto dal finanziatore alla luce della probabilità di fallimento del prenditore di fondi. Anche in questo caso, il tasso d'interesse utilizzato deve essere coerente con la configurazione (nominale o reale) dei flussi di cassa da scontare e del tasso privo di rischio.

---

<sup>71</sup> Damodaran A., Op. Cit. pagg. 91-157

c) **Il costo del capitale netto** – E' una misura del rendimento minimo richiesto dagli investitori per investimenti in *equity* dell'impresa. Il costo del capitale proprio viene calcolato come:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Già analizzate le caratteristiche del tasso *risk-free*, si dedica attenzione al secondo addendo della formula. Il rendimento aggiuntivo richiesto [ $\beta * (R_m - R_f)$ ] rispetto al tasso *risk-free* è funzione di due parametri: la rischiosità dell'impresa ( $\beta$ ) ed il premio medio per il rischio ( $R_m - R_f$ ) che il mercato assicura all'investitore.

Il modello del CAPM calcola il  $\beta$  in funzione dell'andamento di un dato indice (rappresentativo del portafoglio) di mercato; dunque, viene misurato in termini di variabilità dei rendimenti azionari dell'impresa rispetto ai rendimenti di mercato.

Se tale calcolo è relativamente semplice per imprese quotate, data l'osservabilità del corso azionario della target, per le imprese non quotate (come possono essere le divisioni/sussidiarie oggetto di operazioni di disinvestimento), ciò non è possibile; per tale motivo, per il calcolo del  $\beta$  di società non quotate si ricorre al  $\beta$  prospettico (o fondamentale).

Il  **$\beta$  prospettico (o fondamentale)**<sup>72</sup> viene stimato a partire dall'analisi dei fattori fondamentali che influenzano la rischiosità dell'impresa, ossia:

- il tipo di attività;
- la leva operativa;
- la leva finanziaria.

Il settore d'attività impatta sul  $\beta$  in relazione alla sua ciclicità o anticiclicità rispetto all'andamento economico generale: i settori ciclici sono più rischiosi di quelli anticiclici.

La leva operativa si fonda sulla dicotomia costi fissi – costi variabili ed è un indicatore di rischiosità poiché la struttura dei costi dell'impresa influenza la variabilità del reddito operativo rispetto al fatturato; il grado di leva operativa può essere espresso come:

---

<sup>72</sup> Damodaran A., Op. Cit. pagg. 117-126

$$\text{Grado di leva operativa} = \frac{\Delta \% \text{ EBIT}}{\Delta \% \text{ RICAVI}}$$

L'incidenza della leva operativa sulla rischiosità dell'impresa è determinata dalla variazione dei costi connessi ad una variazione unitaria del fatturato. Si supponga un'impresa che operi con soli costi fissi; in questa ipotesi, la variazione dei ricavi non determina una variazione dei costi fissi, riflettendosi interamente in una variazione dell'EBIT. Se, invece, l'impresa ricorresse ad una struttura di costi più equilibrata, una parte dell'aumento dei ricavi verrebbe erosa da una variazione dei costi variabili associati, e l'altra si rifletterebbe in una variazione del reddito operativo. Dunque, nel caso di una struttura dei costi rigida, la maggiore variabilità dell'EBIT rispetto al fatturato aumenta la rischiosità operativa dell'impresa rispetto al caso di imprese con strutture di costo più equilibrate.

L'analisi del ruolo della leva finanziaria nella determinazione del rischio complessivo parte dalla considerazione che il  $\beta$  d'impresa è la media ponderata del  $\beta$  del capitale netto (ossia, il rischio a carico degli azionisti) e  $\beta$  del debito (rischio a carico degli obbligazionisti/prestatori di fondi).

Un aumento del debito fa aumentare il rischio a carico degli azionisti (*beta*), poiché gli interessi passivi, essendo costi fissi, aumentano la variabilità degli utili per azione. Nell'ipotesi di rischio interamente a carico degli azionisti (ossia, *beta* debito uguale a 0) ed interessi passivi deducibili, è possibile ricavare la relazione tra  $\beta$  *levered* e leva finanziaria (il cosiddetto *equity beta*):

$$\beta_L = \beta_U * [1+(1-t)*D/E], \text{ ove:}$$

- $\beta_L$  è il beta del capitale netto in presenza di debito (*levered*);
- $\beta_U$  è il beta del capitale netto in assenza di debito (*unlevered*);
- $t$  è l'aliquota d'imposta marginale per le società;
- $D/E$  è il rapporto tra debito ed *equity*.

Questa formula relaziona struttura finanziaria e rischio a carico dell'azionista: all'aumentare della leva finanziaria, il  $\beta_L$  è destinato ad aumentare, così che gli azionisti si accollano parte maggiore del rischio. Il  $\beta_U$  è, invece, rappresentativo del solo rischio di business (e non del rischio connesso al *leverage* finanziario) in cui l'impresa opera, e per questo definito anche *asset beta*.

La leva finanziaria opera da moltiplicatore del rischio operativo, quindi l'impresa che opera in business con alta incidenza di costi fissi presenta un profilo di rischio operativo tale da consigliare un utilizzo prudente della leva finanziaria, e viceversa.

La scomposizione del  $\beta$  per variabili di rischiosità (tipo di business, leva operativa e leva finanziaria) fornisce, indirettamente, un metodo alternativo per la sua stima per società non quotate piuttosto che per divisioni/sussidiarie di imprese conglomerati, molto utile per l'analisi valutativa di una strategia di disinvestimento.

La misurazione del  $\beta$  divisionale segue un procedimento strutturato per fasi<sup>73</sup>:

- 1) Definizione di un gruppo di imprese confrontabili con la divisione/sussidiaria target: la scelta dovrebbe ricadere sui *pure player*, ossia società quotate che operano esclusivamente nello stesso business in cui opera la divisione/sussidiaria target;
- 2) Calcolare, per ogni *comparable*, il  $\beta$  *unlevered* attraverso la formula di *leveraging* e *deleveraging*: l'obiettivo è normalizzare il  $\beta$  della singola impresa dagli effetti della propria struttura finanziaria, così da ottenere un  $\beta$  rappresentativo del solo rischio di business;
- 3) Calcolare il valore medio/mediano dei  $\beta$  *unlevered* di ogni impresa comparabile, per avere una misura affidabile della rischiosità media del business;
- 4) Il  $\beta$  *unlevered* medio deve, poi, essere rilevereggiato per la struttura finanziaria (attuale o prospettica) della *business unit* target.

Il  $\beta$  così ottenuto verrà poi utilizzato per la valutazione *stand alone* della *business unit*.

Nel CAPM, il premio per il rischio rappresenta il plus medio di rendimento che gli investitori richiedono per passare da un investimento non rischioso ad uno rischioso; perciò, il premio è funzione sia dell'avversione al rischio dell'operatore economico, sia della rischiosità media dell'impresa nella quale investe.

---

<sup>73</sup> Damodaran A., Op. Cit., pagg. 124-126

## Il metodo dei multipli di mercato di società comparabili

Un metodo più diretto e semplice per valutare un'impresa è il metodo dei multipli di mercato di società comparabili; tali multipli sono rapporti tra misure di *Enterprise value* o di *equity value* al numeratore e variabili economico-finanziarie al denominatore.

Il metodo è complementare e non alternativo all'analisi del DCF, visto che, rispetto a quest'ultima, fornisce informazioni aggiuntive capaci di migliorare l'attendibilità ed accuratezza della valutazione.

I multipli sono particolarmente utili quando oggetto di valutazione è una società non quotata, come una divisione o una sussidiaria da disinvestire; la logica è quella di confrontare i *financial* dell'unità di business target con i multipli del valore di società quotate attraverso un chiaro procedimento per fasi:

**Figura 3.4 – Le fasi della valutazione con il metodo dei multipli di società comparabili**



La selezione del gruppo di *peer* riguarda società quotate che presentano elementi di similitudine con l'impresa target in riferimento ai seguenti aspetti:

- .- business di riferimento
- dimensioni, in termini di fatturato o reddito operativo;
- tasso di crescita;
- posizionamento competitivo;
- presenza geografica;
- redditività operativa;
- struttura finanziaria;

Ovviamente, maggiori sono le similitudini, migliore è l'attendibilità della valutazione.

Dopo si passa al calcolo dei multipli delle imprese comparabili; multipli che possono essere di *Enterprise Value* o di *Equity Value*; i principali sono:

- EV/Fatturato
- EV/EBITDA
- EV/EBIT

per i multipli di *Enterprise Value*, mentre quelli di *Equity Value* più utilizzati sono:

- P/EPS (meglio conosciuto come P/E)
- P/*Book Value*
- P/*Cash Flow*

Per tutti i multipli indicati, il denominatore è coerente con la misura di valore espressa al numeratore: infatti, per i multipli di *Enterprise Value* si utilizzano *financial* (Fatturato, EBITDA ed EBIT) riferibili a flussi di cassa a disposizione di tutti i finanziatori d'impresa (ed ai quali si riferisce l'*Enterprise Value*), mentre i multipli di *Equity Value* presentano al denominatore variabili finanziarie riferibili esclusivamente agli azionisti (così come il valore dell'*equity* è il valore a disposizione dei soli azionisti).

Ai fini della valutazione, per le società comparabili è possibile utilizzare multipli storici o previsionali: il calcolo dei multipli storici di *Enterprise Value* richiede la presenza delle informazioni sui livelli di fatturato, EBITDA ed EBIT degli ultimi quattro trimestri, mentre per il calcolo dell'*Equity Value* si utilizzano sia multipli storici che prospettici, quest'ultimi calcolati in base alle stime di utili riferibili ai quattro o otto trimestri successivi alla data di valutazione.

A questo punto, si calcola il multiplo medio/mediano per l'intero gruppo di *peer*, che poi, moltiplicato per la corrispondente variabile finanziaria della divisione/sussidiaria target, permette di determinare il suo *Enterprise* o *Equity Value*.

Utilizzare più multipli di *Enterprise* e di *Equity Value* permette di pervenire, in sede di valutazione ad un *range* di valori; tale intervallo deve essere confrontato con il *range* calcolato con il metodo del DCF per analizzare la congruità delle due valutazioni.

## Il metodo delle transazioni comparabili

Il metodo dei multipli di transazioni comparabili utilizza la stessa logica valutativa evidenziata per i multipli di imprese comparabili, con l'unica differenza che il *benchmark* di riferimento è dato, piuttosto che da un gruppo di imprese comparabili, da un insieme di transazioni in cui il tipo di operazione e d'impresa coinvolta sono simili a quelli che riguardano l'unità di business da valutare; ciò permette di valutare la *business unit* target all'interno della specifica operazione.

Anche questo metodo conduce alla determinazione di un *range* di valore, tenendo presente che, rispetto alla valutazione effettuata con il DCF o con i multipli di imprese comparabili, i multipli di transazioni comparabili possono condurre a valori più elevati in quanto comprensivi anche del *premium price* pagato all'atto della conclusione della transazione.

I multipli impiegati per la valutazione sono identici a quelli adoperati per i multipli di comparabili, con alcuni aggiustamenti che riguardano gli effetti *deal specific*; i *financial* utilizzati al denominatore vengono calcolati su base storica (normalmente sugli ultimi 12 mesi) mentre, per la stima dell'*Enterprise Value* e/o dell'*Equity Value* al numeratore, si fa riferimento alla seguente relazione:

$$\begin{array}{l} \text{Equity Value} \\ \text{(della transazione)} \end{array} = (\# \text{ azioni della target acquistate}) * (\text{prezzo per azione} \\ \text{offerto}) + (\text{prezzo per azione offerto} - \text{strike price medio} \\ \text{delle opzioni su azioni}) * \# \text{ opzioni}$$

La formula intende valutare l'*equity* della transazione includendo non solo il prezzo di acquisto delle azioni della target, ma anche la liquidità generata dall'esercizio delle esistenti opzioni su azioni nel caso siano *in the money* (quelle con *strike price* inferiore al prezzo per azione offerto): perciò, il valore della transazione è funzione sia del prodotto tra numero di azioni acquistate e prezzo per azione offerto, sia del prodotto tra la differenza tra prezzo per azione offerto e *strike price* medio delle opzioni per il numero di opzioni *in the money*. Tutte le opzioni che sono *in the money* verranno esercitate, generando così liquidità da conteggiare nel calcolo dell'*equity* della transazione. delle opzioni scritte su tali azioni e del prezzo di esercizio delle stesse.

La modalità di pagamento adottata nella transazione influenza il valore della stessa: in particolare, per una transazione regolata in azioni (*stock-for-stock deal*) si

pone il problema di determinare qual è il prezzo per azioni offerto. Di norma si utilizza il prezzo di chiusura dell'azione dell'acquirente del giorno immediatamente antecedente la data di annuncio della transazione, anche se la discrezione ed il buon senso del valutatore possono condurre all'utilizzo di quotazioni differenti.

L'*Enterprise Value* della transazione viene calcolato sommando la Posizione Finanziaria Netta all'*Equity Value*. A questo punto è possibile calcolare i multipli delle transazioni e, seguendo la stessa logica procedimentale dei multipli di imprese confrontabili, calcolare il valore della *business unit* target.

### **Le problematiche di valutazione delle imprese private**

La sussidiaria target, sia essa già costituita o da costituire, presenta tutte le criticità di valutazione di un'impresa privata; criticità che giustificano l'applicazione di uno sconto sul suo valore implicito rispetto ad un'ipotetica impresa pubblica comparabile.

Le differenze tra un'impresa pubblica ed una privata determinano le potenziali cause di tale *discount*<sup>74</sup>.

La **carenza di liquidità** è una caratteristica intrinseca alla dimensione privata delle imprese, considerato che non partecipando ad un mercato azionario attivo non è possibile osservarne quotidianamente il corso azionario. La carenza di liquidità si traduce in uno sconto del suo valore che è funzione sia delle caratteristiche dell'impresa target che del personale giudizio del valutatore.

Le imprese private presentano, normalmente, **dimensioni più contenute** rispetto alle imprese pubbliche in termini di fatturato e tassi di crescita: di conseguenza, l'assenza di una dimensione significativa si traduce in un aggravio del *discount* applicato.

La dimensione privata fa sì che l'impresa non abbia **track record**, ossia non siano disponibili informazioni storiche relative al tasso di crescita del fatturato, reddito netto e profittabilità, il che aumenta la rischiosità dei *cash flow* futuri e, dunque, la dimensione del tasso di sconto da utilizzare.

Le imprese private, rispetto alle pubbliche, si caratterizzano per un **elevato grado di focalizzazione**, che può rappresentare un fattore di rischio aggiuntivo, data la non opportunità di arbitraggio riconosciuta, invece, alle *public company* multi-business.

---

<sup>74</sup> Hunt P., Op. Cit. 125-138

La **non separazione tra proprietà e management**, tipica delle imprese private, aggrava la percezione del rischio d'impresa poiché moltiplica le potenziali fonti di conflitto interne alla compagine proprietaria.

L'obbligo di rendicontazione trimestrale a cui sono soggette le imprese pubbliche incentiva il *management* ad avere attenzione all'utile d'esercizio ed al tasso di crescita dell'impresa; l'assenza di tale incentivo per le *private company* può portare ad una gestione d'impresa non improntata alla creazione di utili, riflettendosi in un'intrinseca **difficoltà di stima del reale livello di utili** conseguiti e, quindi, in una maggiore rischiosità percepita che influenza negativamente il tasso di sconto applicato.

La **difficoltà di accesso ai mercati dei capitali** che caratterizza la dimensione privata delle imprese può condurre ad una struttura di capitale troppo rischiosa o troppo prudente: le scelte di leva finanziaria influenzano il profilo di rischio dell'impresa ed il tasso d'attualizzazione da utilizzare nella valutazione.

### **DCF e natura privata dell'impresa**

Le debolezze di cui soffre l'impresa privata richiedono un intervento correttivo delle principali variabili di valutazione utilizzate nel metodo del DCF<sup>75</sup>.

Per la determinazione del WACC l'attenzione viene dedicata al costo del capitale proprio ( $K_e$ ): data la dimensione privata e la conseguente assenza di un corso azionario di riferimento, il fattore beta ( $\beta$ ) viene calcolato con il metodo del  $\beta$  prospettico o fondamentale. La maggiore rischiosità percepita nelle imprese private giustifica anche un maggior *equity risk premium*, rispetto allo stesso investimento in una società pubblica.

Il calcolo del costo del debito ( $K_d$ ) è influenzato dal massiccio ricorso delle imprese private al finanziamento bancario, il quale presenta due criticità:

- l'impossibilità di dedurre il costo del finanziamento dal contratto;
- la maggiore onerosità del finanziamento bancario.

La stima del costo del finanziamento può essere solo approssimativa e calcolata seguendo due approcci: 1) utilizzare tassi di interesse attuali, ipotizzando che il

---

<sup>75</sup> Hunt P., Op. Cit., pagg. 129-134

finanziamento sia di nuova accensione, oppure 2) calcolare il costo del debito confrontandolo con il costo sostenuto da imprese comparabili con lo stesso *standing* creditizio. Per precisione, la struttura di capitale adoperata per determinare il merito creditizio della target deve essere la stessa utilizzata per il calcolo indiretto del beta.

Il modello della rendita perpetua per il calcolo del *Terminal Value* viene corretto con la normalizzazione dei flussi di cassa e la rivisitazione del tasso di crescita; se, invece, si utilizza il modello dei multipli, è consigliabile l'utilizzo di multipli di ricavo o di reddito operativo, evitando di ricorrere a multipli di utile netto in quanto alterabili da politiche di bilancio distorsive.

### **Multipli di mercato di imprese comparabili e natura privata dell'impresa**

L'utilizzo dei multipli di imprese pubbliche comparabili per la valutazione di imprese private richiede una serie di interventi volti a:

- Normalizzare il valore di fatturato, EBIT, EBITDA, utile netto della target;
- Utilizzare multipli coerenti con la natura privata dell'impresa target;
- Applicare uno sconto sul valore dell'*equity* della target a causa della maggiore rischiosità dell'impresa privata; nel caso in cui la divisione/sussidiaria sia destinata a quotazione, tale sconto assume la forma di *IPO discount*.

### **Il metodo EVA nell'analisi delle strategie di ristrutturazione**

La somma del valore dei singoli business, valutati come entità *stand alone* grazie all'utilizzo dei metodi sopra esposti, fornisce informazioni relative alla sotto o sovra valutazione della casa madre rispetto al valore di mercato attuale: tale schema evidenzia l'esistenza o meno di margini di creazione di valore azionario attraverso strategie di disinvestimento, ma non si propone come guida per comprendere come e quali business disinvestire. Tale limite è conseguenza del fatto che nessuno dei tre metodi fornisce informazioni sulla creazione di valore a livello di business, informazione che, invece, è fondamentale per capire se ogni business gestito a livello *corporate* contribuisce o meno a creare valore.

Il metodo EVA (*Economic Value Added*)<sup>76</sup> è un approccio alla valutazione in grado di evidenziare se e come un business crea o distrugge valore a livello di business: perciò è un *tool* prezioso per la valutazione di operazioni di disinvestimento. Il punto di partenza è semplice: affinché un'impresa crei valore è necessario che gli investimenti da essa effettuati garantiscano un rendimento superiore al costo del capitale investito. Così, l'*Economic Value Added* misura periodicamente il valore creato dall'impresa attraverso la seguente relazione:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC * CI_t, \text{ dove:}$$

- NOPAT = Net Operating Profit After Taxes;
- WACC= Costo medio ponderato del capitale;
- CI = Capitale Investito.

Del WACC si è parlato diffusamente in tema di DCF; qui si analizzano le dimensioni relative a NOPAT e capitale investito: il NOPAT è una misura del reddito operativo dell'impresa al netto delle imposte.

EBITDA - Ammortamenti e Svalutazioni = EBIT * (1-t) = <b>NOPAT</b>
--

Il capitale investito, invece, è una misura degli impieghi di capitale realizzati dall'impresa in ogni esercizio:

Investimenti <sub>(t-1)</sub> + CAPEX <sub>t</sub> + Δ CCN - Svalutazioni = <b>Capitale Investito<sub>t</sub></b>
---

Ai fini del calcolo del capitale investito, si fa riferimento alla sua configurazione di valore all'inizio del periodo considerato.

---

<sup>76</sup> Arzac E. R., Op. Cit., pagg. 83-95

Secondo l'approccio EVA, l'impresa crea valore per i propri azionisti in un dato periodo quando il NOPAT è superiore al costo di utilizzo del capitale.

Il valore dell'impresa/*business unit* calcolato con il metodo EVA è uguale a quello calcolato con il metodo del DCF: ciò non significa che EVA e DCF siano due metodi di valutazione sovrapposti; semplicemente, l'EVA ridisegna il *framework* di valutazione fornendo informazioni aggiuntive per l'analisi della *business unit*.

La logica di calcolo dell'EVA è identica a quella utilizzata nel DCF, ossia, attualizzazione al tempo 0 degli EVA prospettici riferiti ad ogni periodo di stima analitica più il valore attuale del *terminal value* dell'EVA calcolato all'ultimo anno di valutazione analitica; nel dettaglio, l'EVA di periodo viene misurato come

$$\begin{aligned} & \text{EBITDA} \\ & - \text{Ammortamenti e Svalutazioni} \\ & = \text{EBIT} \\ & \frac{* (1-t)}{\hline} \\ & = \text{NOPAT} \\ & - \text{Capital Charge (= WACC*CI)} \\ & = \text{EVA} \end{aligned}$$

L'EVA di ogni singolo periodo deve essere attualizzato al tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (WACC). Il calcolo del *Terminal* (o *Continuation*) *Value* dell'EVA segue lo stesso metodo (rendita perpetua con crescita costante) individuato per il calcolo del *Terminal Value* nell'analisi del DCF.

Per una migliore e più immediata comprensione delle leve di creazione (o distruzione) di valore, è possibile riformulare l'EVA come:

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT}/\text{CI} - \text{WACC}) * \text{CI};$$

Il rapporto NOPAT/CI è un valore approssimabile al ROI, tanto da poter riscrivere la relazione come:

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

Considerato che il WACC è il rendimento minimo richiesto da tutti i finanziatori dell'impresa (azionisti e creditori), lo *spread* (ROI - WACC) è indicativo del plus di valore che l'impresa è stata in grado di generare: così, una *business unit* crea valore

quando, a parità di capitale investito, aumenta lo *spread* tra ROI e WACC, oppure, a parità di *spread*, il NOPAT cresce più velocemente del capitale investito.

Una volta individuati i business che distruggono o non creano valore sotto la gestione diretta della *corporate*, si pone il problema di scegliere tra le possibili opzioni di disinvestimento: il procedimento per l'analisi del potenziale di valore generabile attraverso una strategia di disinvestimento segue il seguente approccio:

- 1) Stabilire quali sono le possibili alternative di disinvestimento;
- 2) Stimare, per ogni possibile opzione, il valore del business target in termini di EVA;
- 3) Confrontare il valore assunto dal business in ogni scenario di disinvestimento con il suo valore *stand alone*;
- 4) Scelta dell'opzione di disinvestimento che presenta il miglior potenziale di creazione di valore.

La stima del valore (in termini di EVA) del business in tutti i possibili scenari ed il confronto con il suo valore base evidenzia quali sono le leve di valore attivate dalla singola opzione di disinvestimento, e qual è la migliore alternativa in termini di potenziale di valore.

### **Analisi della struttura di capitale**

L'analisi della struttura di capitale è una dimensione fondamentale per comprendere sia le motivazioni economiche e strategiche che il potenziale di creazione di valore derivante da un'operazione di disinvestimento<sup>77</sup>.

La struttura di capitale dell'unità di business è determinata:

- dalle caratteristiche del settore di appartenenza;
- dallo stato del ciclo di vita del business all'interno del portafoglio di *corporate*.

Ogni settore industriale presenta caratteristiche operative in grado di dettare "regole generali" in termini di strutture di capitale ottimali per le imprese presenti. Il

---

<sup>77</sup> Hunt. P, Op. Cit. pagg. 366-367

settore di appartenenza rappresenta, quindi, il primo *benchmark* col quale confrontarsi per capire se l'impresa (sia essa la casa madre o una specifica divisione/*business unit*) presenta una struttura di capitale in linea con le caratteristiche operative dell'industria.

All'interno del settore, poi, ogni impresa stabilisce qual è la specifica struttura di finanziamento alla quale fa ricorso, in virtù della sua posizione competitiva e dello stato del ciclo di vita del business; così, il raffronto tra *ratio* finanziari di imprese comparabili fornisce strumenti per analizzare se il business target è finanziato in maniera ottimale o meno.

Quest'analisi comparativa a due livelli permette di evidenziare l'eventuale incompatibilità tra l'attuale struttura di capitale stabilita a livello centrale e le effettive esigenze di finanziamento dei business.

L'opzione di disinvestimento può correggere tale eventuale incompatibilità tra struttura di capitale e caratteristiche del business target; inoltre, in base agli obiettivi di struttura finanziaria ottimale, è possibile considerare quale sia la forma di disinvestimento più efficace.

La struttura finanziaria target della *business unit* disinvestita determina, in via indiretta, il potenziale di creazione di valore della strategia: ciò è evidente nell'applicazione delle principali metodologie di valutazione, in cui il riequilibrio della leva finanziaria garantisce l'efficientamento finanziario della casa madre e/o dell'unità di business.

### **Analisi di *Accretion/dilution***

L'analisi di *Accretion/Dilution* osserva come l'operazione di disinvestimento modifica l'*Earning per Share* (EPS) delle imprese coinvolte, in particolare della casa madre<sup>78</sup>.

L'EPS viene calcolato come rapporto tra gli utili dell'impresa ed il numero di azioni in circolazione; nell'ambito delle operazioni di M&A, un *deal* è definito *accretive* qualora aumenti l'EPS *pro forma* dell'acquirente, mentre è *dilutive* nel caso opposto, di riduzione dell'EPS *pro forma*. Dunque, se il segno della variazione dell'EPS determina per acquisizioni e fusioni la congruità del prezzo pagato dall'acquirente e, dunque, l'apprezzamento del mercato per l'operazione nel caso in

---

<sup>78</sup> Hunt. P, Op. Cit., pagg. 367-368

cui essa sia “*accretive*”, per le operazioni di disinvestimento, l’analisi di *accretion/dilution* dell’EPS risponde ad una logica diversa; infatti, per tali transazioni, è importante osservare, piuttosto che il segno, la dimensione assoluta della variazione dell’EPS. Questo perché il deconsolidamento del business target dal bilancio della casa madre conseguente ad un’operazione di disinvestimento riduce gli utili complessivi: ad esempio, il disinvestimento di un business con elevati tassi di crescita porterà, molto probabilmente, ad una consistente diluizione degli utili a fronte di un aumento del valore cumulato complessivo (valore della casa madre al netto del business disinvestito più valore di mercato attuale del business disinvestito) a disposizione degli azionisti (grazie alla maggiore trasparenza e migliore capacità di apprezzamento dei fondamentali del business). Perciò, per le operazioni di disinvestimento, la significatività dell’analisi di *accretion/dilution* è collegata all’analisi di creazione di valore di cui si discuterà nel paragrafo successivo.

Operativamente, lo studio dell’*accretion/dilution* dell’operazione parte dal Conto Economico prospettico della casa madre in due scenari: il primo, riguarda la proiezione degli utili della *corporate* nell’ipotesi di assenza di disinvestimento, il secondo effettua un *forecast* degli utili *pro forma* della *parent* in seguito al disinvestimento. Una volta calcolati gli EPS per i due scenari, il loro confronto consente di cogliere la dimensione della diluizione di utili di cui la casa madre post operazione.

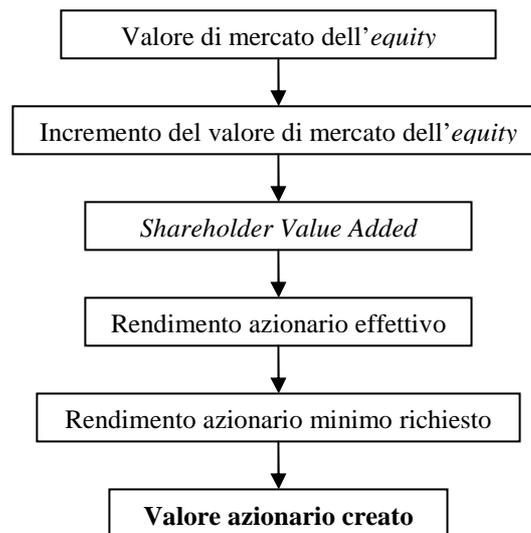
### **Creazione di valore per gli azionisti**

Qualsiasi operazione di disinvestimento, nell’ambito di strategie di ristrutturazione non contestualizzate in una situazione di crisi d’impresa, dovrebbe avere come obiettivo ultimo la creazione di valore azionario. Spesso la creazione di valore viene fatta coincidere con un incremento anormale del valore di mercato delle azioni delle imprese coinvolte rispetto all’andamento di un dato indice di mercato; benché l’incremento del valore azionario sia una variabile chiave per creare valore, vi è una sostanziale differenza tra le due misure: (fig. 5)<sup>79</sup>.

---

<sup>79</sup> Fernandez P, *Valuation methods and shareholder value creation*, 2002, Ed. Academic Press, pagg. 4-19

**Figura 3.5 – La creazione di valore azionario**



La struttura logica e consequenziale dettata in Figura 5 permette di centrare la reale formulazione di creazione di valore e di comprendere vantaggi e svantaggi dei vari metodi di misurazione.

Il valore di mercato dell'*equity* (ossia, la capitalizzazione di borsa) di un'impresa quotata è pari al prodotto del prezzo dell'azione per il numero di azioni sul mercato, ossia:

$$\text{Equity Market Value} = P_{\text{azione}} * \# \text{ azioni},$$

mentre la variazione di tale valore in un dato esercizio è pari alla differenza tra la capitalizzazione di borsa di fine anno e quella di inizio anno:

$$\Delta \text{Equity Market Value} = EMV_t - EMV_{(t-1)}$$

Tale variazione non è rappresentativa di una maggiore ricchezza a disposizione degli azionisti; il valore aggiunto azionario (*shareholder value added*) è la misura di incremento della ricchezza riferibile agli azionisti in un dato periodo, e differisce dalla variazione della capitalizzazione di borsa dell'impresa nelle seguenti ipotesi:

- aumento di capitale non gratuito e conseguente sottoscrizione di azioni di nuova emissione da parte degli azionisti;
- esercizio dell'opzione di conversione di obbligazioni convertibili in azioni.

Allo stesso modo, il decremento del valore di mercato *dell'equity* non corrisponde ad una riduzione del valore aggiunto azionario quando l'impresa:

- paga dividendi, oppure;
- acquista azioni proprie sul mercato.

Alla luce di tali considerazioni, il valore azionario aggiunto nel generico periodo t viene calcolato come:

$\Delta Equity\ Market\ Value_t$ + Dividendi <sub>t</sub> + Altri pagamenti (es: riacquisto azioni) - Aumenti di capitale non gratuito - Esercizio di opzioni e warrant - Conversioni di obbligazioni convertibili = <b>Shareholder Value Added</b>
---

Il valore azionario aggiunto viene impiegato per il calcolo del rendimento azionario in un dato esercizio, che è pari al rapporto tra il valore azionario aggiunto di un determinato periodo e la capitalizzazione di borsa all'inizio del periodo stesso:

$$\text{Rendimento effettivo}_t = \text{Shareholder Value Added}_t / EMV_{(t-1)}$$

Condizione necessaria affinché si crei realmente valore per gli azionisti è l'eccesso del rendimento effettivo rispetto al rendimento minimo richiesto dagli azionisti, quest'ultimo pari al costo del capitale proprio (Ke):

$$\text{Valore creato} = \text{Rendimento effettivo}_t - Ke, \text{ oppure}$$

$$\text{Valore creato} = \text{Shareholder Value Added}_t - (Ke * EMV_{(t-1)})$$

Considerata la natura pubblica della casa madre e della divisione/sussidiaria post disinvestimento, per l'analisi di creazione di valore non si può prescindere dallo studio del corso azionario ante e post operazione; perciò, prima di entrare nello specifico dell'analisi, è opportuno definire lo stato d'efficienza dei mercati finanziari per poter comprendere qual è la sua capacità di apprezzamento e come reagisce agli eventi tipici dell'operazione. Con riferimento alle operazioni di disinvestimento, il mercato sembra operare in uno stato di efficienza in forma semi – forte; significa che

il prezzo dell'azione segue lo stato di avanzamento della transazione, con oscillazioni significative del corso azionario in concomitanza con la *disclosure* pubblica di informazioni e/o eventi significativi.

Dunque, è necessario individuare le principali fasi di un'operazione di disinvestimento: la fase ante annuncio, il periodo compreso tra l'annuncio ed il *closing*, il periodo post *closing*. Osservare il corso azionario dell'impresa in un intorno significativo di tali date consente di capire il grado di apprezzamento dell'operazione da parte del mercato.

### **Il *Price to Earning ratio***

Nell'ottica del mercato dei capitali di rischio, l'analisi della creazione di valore ruota intorno alla variazione del valore di borsa delle imprese coinvolte.

La *performance* relativa del corso azionario dell'impresa rispetto ad un dato indice è uno strumento d'analisi grezza utile per evidenziare se il prezzo del titolo riflette le specifiche strategie d'impresa o è trainato semplicemente dall'andamento del mercato. Questa analisi può essere significativa se condotta per il periodo compreso tra l'annuncio ed il *closing* dell'operazione, e quello successivo alla conclusione della stessa<sup>80</sup>.

Mentre l'analisi dello *stock price* fornisce semplicemente informazioni sulla qualità della reazione del mercato, più significativo per lo studio della creazione di valore è il *P/E ratio*, ossia il rapporto tra prezzo dell'azione ed *earning per share* dell'impresa:

Considerato che le operazioni di disinvestimento sprigionano valore nel medio termine, per l'analisi di creazione del valore è opportuno utilizzare un multiplo di tipo prospettico che adoperi, al denominatore, un EPS calcolato in base alla stima degli utili per i successivi 12 mesi<sup>81</sup>.

Il valore del *P/E* è funzione sia del tasso di crescita degli utili che della leva finanziaria<sup>82</sup> dell'impresa analizzata; in tal senso, le operazioni di ristrutturazione sono in grado di migliorare il rapporto intervenendo su:

---

<sup>80</sup> Hunt, P., Op. Cit., pagg. 118-119

<sup>81</sup> Arzac E.R., Op. Cit., pag. 67

<sup>82</sup> Hunt P., Ibidem, pag. 367

- 1) ottimizzazione della leva finanziaria (con conseguente recupero d'efficienza della gestione finanziaria);
- 2) disinvestimento di un business con ritmi di crescita più contenuti rispetto al (ai) *core business* della casa madre.

Il miglioramento del P/E *ratio* coincide con un incremento del potenziale di creazione di valore dell'operazione.

### **Il Market Value Added (MVA)**

Il metodo EVA introduce ad un altro metodo di misurazione del valore azionario effettivamente creato da un'operazione di disinvestimento: il *Market Value Added* (MVA).

Il MVA<sup>83</sup> è pari alla differenza tra il valore di mercato dell'*Enterprise Value* dell'impresa (calcolato come somma del valore di mercato dell'*equity* e del valore di mercato del debito) ed il capitale investito, approssimabile al valore di libro del capitale proprio e del debito:

$$\text{MVA} = \text{Valore di mercato dell'impresa} - \text{Capitale Investito}$$

Il MVA è una misura delle *performance* complessive dell'impresa riferibile sia ad un dato esercizio che ad un arco temporale più ampio, in cui la creazione di valore coincide con la variazione del MVA all'interno del periodo considerato.

Per collegare logicamente MVA ed EVA, si parta dalla definizione di *Economic Value Added*:

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

Un *return spread* (ROI – WACC) positivo implica che l'impresa genera rendimenti superiori al costo medio ponderato del capitale, il che si traduce in un MVA più elevato. Perciò, il MVA può essere espresso come il valore attuale dei futuri EVA che l'impresa sarà in grado di generare:

---

<sup>83</sup> JH de Wet; JH Hall, *The relationship between EVA, MVA and leverage*, [www.bsp.com](http://www.bsp.com)

$$MVA = \sum_{i=1,t} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Considerato che il capitale investito è approssimabile al valore di libro dell'*equity* e del debito, e che il valore di libro del debito coincide di solito con il suo valore di mercato, è possibile esprimere il MVA in termini di *equity*, ossia:

$$MVA = \text{Valore di mercato dell'Equity} - \text{Valore di libro dell'equity}$$

Tale relazione può essere riformulata come:

$$\text{Valore di mercato dell'Equity} = \text{Valore di libro dell'equity} + \text{Valore attuale dei futuri EVA}$$

Questa riformulazione permette di legare l'EVA al MVA ed alla creazione di valore azionario; se un EVA positivo è funzione di uno *spread* (ROI - WACC) positivo, ovvero, se il rendimento del capitale investito è superiore al costo di utilizzo dello stesso (e pari al rendimento minimo richiesto dall'investitore), allora le azioni dell'impresa sul mercato scambieranno ad un prezzo maggiore rispetto al loro valore nominale: ossia, uno *spread* positivo crea valore in termini di *equity value*.

### **La valutazione delle diverse opzioni di disinvestimento**

L'analisi finanziaria di un'operazione di disinvestimento viene realizzata attraverso l'applicazione critica degli strumenti sopra descritti, e che tengano conto delle caratteristiche della specifica forma di disinvestimento prescelta<sup>84</sup>.

### **Valutazione e creazione di valore di un'operazione di *spin - off***

Un'esaustiva analisi finanziaria di un'operazione di *spin-off* richiede:

- 1) la valutazione del business target, sia come entità *stand alone*, sia in ottica *going concern*;

---

<sup>84</sup> Hunt. P, Op. Cit., pagg. 248-250, 425-466

- 2) la stima del valore della casa madre prima e dopo l'operazione, e l'analisi dell'impatto dell'operazione sulle prospettive di crescita della stessa;
- 3) l'analisi di creazione di valore dell'operazione.

Lo schema della *Sum of the Part valuation* permette di calcolare il valore della casa madre come somma del valore *stand alone* dei singoli business e di coglierne l'eventuale sovra o sotto valutazione rispetto al suo valore di mercato corrente. Valutata la possibilità di ricorrere ad un'operazione di disinvestimento per ridurre in parte il *value gap* della casa madre, si passa alla stima del valore che il business target può assumere con l'operazione di *spin-off*: tale valutazione può essere effettuata con il metodo del DCF e dei multipli di mercato di imprese comparabili, e deve tener conto dello sconto da applicare in virtù della natura privata della sussidiaria; particolare attenzione deve essere dedicata ai multipli di imprese pubbliche comparabili quando la *business unit* oggetto di scissione sia destinata a quotazione.

La differenza tra valore *stand alone* e valore *going concern* del business target è data dal diverso contesto di valutazione: per il calcolo del valore della *corporate* come somma delle parti, il business è valutato a partire dalle *performance* economico-finanziarie da essa conseguite all'interno della struttura della casa madre, mentre il valore *going concern* è legato alla stima delle *performance* future del business in qualità di entità societaria indipendente e separata rispetto alla casa madre.

In base a tale differenza, è possibile individuare l'utilità dell'una e dell'altra configurazione di valore: nell'ambito dell'analisi di *break-up*, la valutazione del business permette di evidenziare il suo peso relativo rispetto al valore complessivo della *parent* per la determinazione del rapporto di cambio e del numero di azioni da emettere. Il valore *going concern* del business nel contesto della specifica transazione è funzionale a determinarne il valore implicito e, di conseguenza, il valore azionario implicito del business disinvestito e destinato ad essere quotato (senza negoziazione con investitori pubblici).

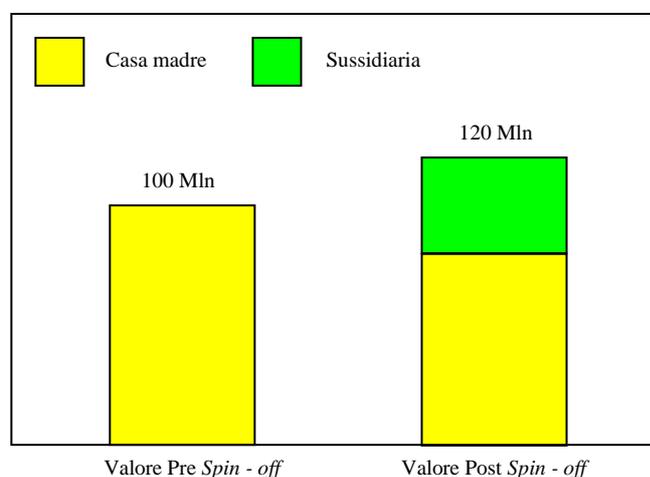
L'analisi dell'impatto dell'operazione sul valore e sulle prospettive di crescita della casa madre viene condotta attraverso lo studio dell'*accretion/dilution* dell'EPS della *parent company*: benché sia concreta la probabilità di diluizione degli utili per azione della casa madre a causa del deconsolidamento del business target, il segno

negativo della variazione dell'EPS non implica che lo *spin-off* sia un cattivo affare; inoltre, l'analisi dell'EPS *pro forma* è di tipo prospettico, poiché calcolato sulla base della revisione della stima degli utili della casa madre. La normalizzazione degli utili della *parent* dipende, ovviamente, dalle caratteristiche del business disinvestito: di norma, i target per questo tipo di operazioni sono business con tassi di crescita contenuti ed una struttura di capitale rischiosa, il che consente alla casa madre di realizzare utili (più bassi in valore assoluto, ma) con tassi di crescita più elevati e di definire una struttura di capitale più consona alle esigenze del/dei suo/i *core business*, con conseguente miglioramento del P/E *pro forma*.

Infine, la nuova società, indipendente e pubblica creata con lo *spin-off* può essere valutata sulla base dello specifico tasso di crescita e della struttura di capitale prescelta.

In linea teorica, il valore di mercato cumulato *pro forma* della casa madre e della sussidiaria target dovrebbe essere superiore al valore della casa madre ante operazione: se si verifica tale condizione, significa che lo *spin-off* avrà creato valore per gli azionisti (fig. 6).

**Figura 3.6 – La condizione di creazione di valore di uno *spin-off***



Il potenziale di creazione di valore di uno *spin-off* dipende dal suo impatto su struttura di capitale, Conto Economico, proprietà e struttura organizzativa delle società coinvolte: ogni effetto associato ad una di queste variabili si trasferisce in una variazione del corso azionario della casa madre e/o del business disinvestito; inoltre, diversi studi empirici hanno evidenziato come esista, per tali operazioni, un “effetto annuncio” che riguarda il rialzo medio del prezzo azionario della casa madre non appena viene annunciata la volontà di dar corso ad uno *spin-off*.

In una prospettiva finanziaria, alla distribuzione delle azioni consegue il deconsolidamento del business dalla *corporate*, con la conseguenza che:

- le *performance* operative della casa madre e della sussidiaria vengono analizzate in maniera indipendente, e dunque possono essere apprezzate dal mercato sulla base dei rispettivi fondamentali di valore;
- la separazione del patrimonio della casa madre tra le due società permette di apprezzarne il rischio finanziario specifico, data l'osservabilità delle rispettive strutture finanziarie; inoltre, con l'operazione sia la *parent* che la sussidiaria possono finanziarsi al proprio costo del capitale, aumentando l'efficienza della gestione finanziaria di entrambe. Infine, in alcuni casi, lo *spin-off* può prevedere flussi di dividendo dal business target alla casa madre: in questi casi, le risorse ricevute dalla casa madre possono essere utilizzate per riequilibrare la struttura di capitale e rafforzare il livello di *leverage*.

Gli effetti di uno *spin-off* modificano la composizione sia della Situazione Patrimoniale che del Conto Economico della casa madre:

- dal punto di vista della struttura patrimoniale, uno *spin-off* impatta sullo Stato Patrimoniale della casa madre, *in primis*, con il deconsolidamento di attività e passività direttamente riferibili alla divisione/sussidiaria disinvestita e, *in secondi*, con gli eventuali dividendi pagati dalla divisione/sussidiaria target alla *parent* e da questa utilizzati per ridurre la propria esposizione debitoria oppure per varare un piano di distribuzione di dividendi straordinari ai propri azionisti attraverso un'operazione di *share buy back*. Tutto ciò si traduce in una modificazione della struttura di capitale della *parent company* ed una modificazione del suo EPS;
- Le conseguenze della modificazione della struttura di capitale sul Conto Economico della casa madre sono riferibili ad un'alterazione del suo EPS e del tasso di crescita degli utili. In particolare, l'alterazione degli EPS modifica i multipli per la valutazione dell'impresa, positivamente se il business disinvestito presenta un tasso di crescita più contenuto rispetto a quello della casa madre, viceversa nel caso opposto.

Di norma, il target di uno *spin-off* è un business con contenuti tassi di crescita: ciò significa che lo *spin-off* può essere una scelta *value crating* per gli azionisti solo all'atto della cessione delle azioni della sussidiaria target.

### **Valutazione e creazione di valore in un'operazione di *Equity Carve-Out***

La valutazione di un *equity carve-out* non differisce, sostanzialmente, da quella di uno *spin-off*<sup>85</sup>. La *break-up analysis* consente di evidenziare la sotto o sovra valutazione della *corporate*, mentre la valutazione *going concern* del *business target*, così come per uno *spin-off*, deve tener conto della sua natura privata e della centralità del metodo dei multipli di mercato di transazioni o di imprese comparabili, *pure player* e quotate. Il risultato dell'applicazione del metodo è la definizione di un *range* di valori a cui applicare uno sconto (*IPO discount*) per rendere attrattiva sul mercato l'offerta di azioni della sussidiaria.

Il *pricing* dell'azione è il risultato di una negoziazione tra casa madre, banche sottoscrittrici, ed investitori, e tiene conto dell'iniziale *range* di prezzo fissato per il *business target*, delle condizioni del mercato e dell'interesse all'offerta dimostrato dagli investitori.

Per un'operazione di *equity carve-out*, l'analisi di *accretion/dilution* dell'EPS *pro forma* della casa madre è complicata dal fatto che, post IPO, la stessa *parent* può mantenere una quota di partecipazione più o meno significativa nel *business target*, la cui misura determina il metodo di consolidamento della partecipazione in bilancio: nel caso in cui, post IPO, la casa madre detenga una quota di partecipazione superiore all'80%, la sussidiaria può essere consolidata nel bilancio della *parent*, con la conseguenza che agli utili della casa madre si aggiungano anche gli utili della sussidiaria, e quindi l'EPS *pro forma* della *parent* non rispecchia i suoi utili reali, rendendosi necessaria la rettifica degli utili consolidati dagli utili di pertinenza di terzi.

A differenza dello *spin-off*, il potenziale di valore di un *equity carve-out* è legato alla capacità del mercato di apprezzare, separatamente, il valore della casa madre e del *business target*; in linea teorica, l'operazione dovrebbe creare valore in quanto:

---

<sup>85</sup> Hunt. P., Op. Cit. Pagg. 457-458, 462-464

- 1) data la maggiore trasparenza della casa madre, il mercato è in grado di valutarla meglio grazie all'utilizzo di multipli che riflettono più fedelmente il suo tasso di crescita;
- 2) la casa madre può beneficiare anche del miglioramento del valore dei multipli della sussidiaria, con incremento del valore della partecipazione iscritta in bilancio;
- 3) la maggiore trasparenza e gli elevati tassi di crescita del business target dovrebbero garantire un miglior apprezzamento del suo valore intrinseco.

L'analisi di creazione di valore di un conferimento d'azienda dipende, in prima istanza, da come la casa madre o la sussidiaria (se si tratta, rispettivamente di OPV, OPS oppure OPVS) intendono utilizzare la cassa generata dalla cessione delle azioni del business disinvestito sul mercato: possono essere impiegate per ri-allineare la struttura finanziaria della divisione/sussidiaria disinvestita o della casa madre, piuttosto che essere investite nel rafforzamento del tasso di crescita e della posizione competitiva della *parent* nel suo *core business*. Inoltre, la trasparenza della comunicazione al mercato di come si intendono utilizzare tali risorse determina l'ampiezza dell'“effetto annuncio”. Inoltre, è opportuno tenere in considerazione come l'efficienza fiscale dell'operazione che rientra nell'ambito di applicazione del regime *pex* contribuisca alla creazione di valore.

Infine, l'analisi del P/E pro forma della casa madre dipende dal metodo di consolidamento della partecipazione nella sussidiaria in bilancio: infatti, la possibilità di consolidamento, fiscale e contabile, della partecipazione ha un effetto distorsivo sul valore di mercato della casa madre poiché, se il business target presenta tassi di crescita degli utili più sostenuti (o più contenuti) rispetto a quelli della casa madre, i primi andrebbero valutati ad un multiplo più alto (o più basso) rispetto a quelli utilizzati per gli utili della casa madre; significa che, ai fini di una corretta analisi, sarebbe necessario aggiustare il multiplo della *parent company* per l'effetto che multipli più elevati della sussidiaria hanno sul suo valore di mercato.

## **Valutazione e creazione di valore in un'operazione di cessione privata di un business**

Il procedimento di valutazione di un'operazione di cessione privata<sup>86</sup> di un business si discosta da quello evidenziato sia per la valutazione di uno *spin-off* che di un *equity carve-out* in ragione del fatto che le azioni della divisione/sussidiaria target vengono trasferite dal venditore all'acquirente senza l'intermediazione del mercato.

La valutazione *stand alone* del business target viene condotta con i metodi del DCF e dei multipli di transazioni comparabili, quest'ultimo in grado di evidenziare le differenze di valore tra operazioni di cessione aventi ad oggetto, di volta in volta, un'impresa pubblica, una divisione/sussidiaria di società pubbliche, oppure un business gestito privatamente. In ogni caso, la natura dell'impresa target deve essere tenuta in considerazione all'atto della valutazione: perciò, il valore di cessione di imprese pubbliche, grandi imprese private e grandi divisioni di imprese pubbliche viene determinato sulla base dei multipli calcolati per il gruppo di transazioni prese a riferimento, mentre il valore di cessione di una piccola divisione/sussidiaria di un'impresa pubblica, che presenta i limiti ed i rischi classici delle imprese private, viene scontato ad un tasso rappresentativo del rischio della scarsa liquidità delle sue azioni.

Le raccomandazioni fornite per una corretta applicazione del metodo dei multipli delle transazioni comparabili valgono anche per il metodo del DCF: in questo caso, per la valutazione di divisioni/sussidiarie di piccole dimensioni, oltre allo sconto per l'illiquidità delle azioni, particolare attenzione è rivolta al calcolo del WACC che deve riflettere non solo la reale struttura di capitale della target, ma anche il reale costo del capitale di rischio.

Inoltre, per la stima del valore di cessione del business, può essere utile anche ricorrere al metodo dei premi per transazioni comparabili, per comprendere qual è, per operazioni simili avvenute sul mercato, il *premium price* medio pagato: in tal senso, se oggetto della transazione è un'impresa pubblica, al suo valore *stand alone* si applica semplicemente il premio medio calcolato per il gruppo di transazioni comparabili, senza nessun tipo di aggiustamento; se, invece, la target è una

---

<sup>86</sup> Hunt. P, Op. Cit., Pagg. 243-244, 248-250

divisione/sussidiaria di piccole dimensioni, il premio da applicare viene scontato ad un tasso rappresentativo della maggiore rischiosità tipica delle imprese private.

L'analisi degli effetti della cessione sull'EPS *pro forma* del venditore ha senso solo per operazioni di vendita di divisioni/sussidiarie. L'*accretion/dilution* dell'EPS *pro forma* della società cedente è determinato dagli utili che il venditore sarà in grado di realizzare in seguito all'operazione, i quali dipenderanno anche dalla forma di pagamento pattuita per la regolazione della transazione (per cassa, con azioni dell'acquirente o una combinazione dei due). E' comunque molto probabile che si registrerà una diluizione degli utili per azione del venditore, senza che ciò implichi che la cessione del business rappresenti un cattivo affare: infatti, la vendita potrebbe avere conseguenze positive qualora la rimanente impresa presenti tassi di crescita più elevati, margini migliori o una struttura di capitale più equilibrata rispetto alla situazione ante cessione.

Dal punto di vista dell'analisi di creazione di valore, l'unico riferimento di mercato è il rapporto P/E dell'impresa cedente: dunque, la sua variazione determina il potenziale di creazione di valore della transazione. Già si è discusso di come l'EPS dipenda dagli utili che la "rimanente" struttura d'impresa è in grado di produrre, ossia dalle caratteristiche operative del *core business* e dalle opportunità di impiego delle risorse generate dalla cessione. Le oscillazioni del corso azionario del titolo del venditore, invece, sono funzione, da un lato, della qualità della comunicazione delle motivazioni strategiche dell'operazione, dall'altro, da come l'impresa intende investire le risorse procurate dalla cessione.

## **Capitolo 4 - Case Study: Fiat vara il progetto di scissione parziale proporzionale di Fiat Industrial S.p.A. ai sensi degli artt. 2506 e seguenti del codice civile**

In data 21 Aprile 2010 il Consiglio di Amministrazione Fiat ha annunciato l'intenzione di procedere ad un'operazione di scissione parziale proporzionale (o *spin-off*) con l'obiettivo di separare i business afferenti al settore dei *Capital Good* relativi alle attività di produzione e vendita di macchine per l'agricoltura e le costruzioni, dei veicoli industriali e della parte industrial & marine di FPT Powertrain Technologies, dal comparto auto; l'operazione sarà effettiva a partire dall'1 Gennaio 2011 e la sua efficacia subordinata all'ammissione alla quotazione di tutte le categorie di azioni emesse dalla società Beneficiaria sul Mercato Telematico Azionario.

L'operazione si colloca in un'epoca di radicale cambiamento per il gruppo Fiat e le sue strategie di crescita internazionale; con la scissione, Fiat dotarsi di una maggiore flessibilità strategica per poter cogliere le opportunità create dai fenomeni di concentrazione all'interno del settore auto, ed intende farlo focalizzando e delimitando i propri sforzi manageriali nel business dell'automobile.

### **L'operazione di scissione parziale proporzionale**

#### **Aspetti giuridici**

L'operazione integra gli estremi di una Scissione Parziale Proporzionale (o *spin-off*) con cui Fiat S.p.A. (definita anche Società Scissa) trasferisce parte del proprio patrimonio, rappresentativo del ramo d'azienda relativo ai business del settore dei *Capital Good*, a Fiat Industrial (ossia, la Società Beneficiaria, già esistente e costituita in data 15 Luglio 2010 con capitale sociale sottoscritto e versato pari a €120.000 ripartito in 80.000 azioni ordinarie il cui valore nominale è di €1,50) il cui capitale sociale è posseduto da Fiat.

Il patrimonio oggetto di trasferimento è composto, per l'attivo, principalmente da partecipazioni in imprese controllate direttamente da Fiat S.p.A. ed operanti nei business afferenti al settore dei *Capital Good* e, per il passivo, da una quota dell'indebitamento netto industriale della Società scissa composta da crediti e debiti di natura finanziaria.

La scissione è conforme a quanto prescritto dagli artt. 2506 e ss. del Codice Civile; a fronte dell'assegnazione della quota di patrimonio di Fiat, gli azionisti di quest'ultima avranno diritto a ricevere, senza corrispettivo e nel rapporto di 1 a 1, azioni della Società Beneficiaria nello stesso numero e della stessa categoria delle azioni Fiat detenute.

Essendo la scissione pienamente proporzionale, ed in quanto tale non comportando una variazione nel valore della partecipazione in capo al singolo socio della Società Scissa, sussiste la condizione di esenzione dalla redazione della relazione degli esperti di cui all'art. 2501-sexies c.c., a cui rimanda, in tema di scissioni, l'art. 2506-ter, comma 3, c.c.

La scissione verrà realizzata attraverso la riduzione del patrimonio netto della Società Scissa per un ammontare pari al valore del patrimonio trasferito, e che sarà imputata a diminuzione del capitale sociale e delle riserve iscritte nel bilancio della Scissa; la riduzione del capitale sociale della Società Scissa verrà attuata attraverso una riduzione del valore nominale unitario delle azioni di tutte le categorie in proporzione alla quota di patrimonio netto trasferito; inoltre, per non arrecare alcun pregiudizio agli azionisti, con modifica statutaria verranno adeguati i privilegi patrimoniali spettanti a tutte le categorie di azionisti al nuovo valore nominale unitario dell'azione, di modo che, cumulativamente, i privilegi riconosciuti alle azioni della Società Scissa e della Società Beneficiaria equivalgono ai privilegi attualmente riconosciuti dallo Statuto agli azionisti della Società Scissa.

Fiat Industrial (Società Beneficiaria) richiederà alle autorità ed agli organi competenti la quotazione delle proprie azioni ordinarie, di risparmio e privilegiate sull'MTA; l'ammissione alla quotazione, unitamente al giudizio di equivalenza della Consob in relazione al documento informativo previsto dall'art. 57 del Regolamento Consob 11971/1999, rappresenta una *conditio sine qua non* per la stipula dell'atto di scissione e la piena efficacia della stessa.

### **Effetti organizzativi della scissione**

L'effetto ultimo della scissione sarà la creazione di due distinti gruppi industriali: Fiat Auto con una chiara missione di business nel settore auto; Fiat Industrial sarà invece la *holding* del gruppo industriale per il settore dei Capital Goods. Ogni gruppo sarà dotato della massima libertà di perseguire le migliori opportunità strategiche nei

rispettivi settori, anche in termini di alleanze, potenziando le proprie opportunità di crescita, l'autonomia e l'efficienza gestionale.

Fiat Auto (Società Scissa) sarà la *holding* industriale di un gruppo con una chiara missione di business concentrata nel settore dell'automobile e che potrebbe godere in futuro del positivo impatto derivante dai risultati di Chrysler Group LLC; le aree di business in cui opererà Fiat Auto sono quelle afferenti a:

- *Fiat Group Automobiles* (Automobili) per la produzione e commercializzazione di vetture (con i marchi *Fiat*, *Abarth*, *Alfa Romeo* e *Lancia*) e di veicoli commerciali leggeri (con marchio *Fiat Professional*). Fanno parte del gruppo anche *Maserati* e *Ferrari*, produttori di autovetture sportive di lusso, che si distinguono per esclusività, tecnologia e prestazioni:
- Componentistica: *FPT Powertrain Technologies – Passenger & Commercial Vehicle* (componenti e sistemi di produzione), impegnato nella ricerca, sviluppo e produzione di motori e cambi per automobili e veicoli commerciali; *Magneti Marelli* progetta e produce sistemi e componenti ad alto contenuto d'innovazione tecnologica per autoveicoli relative agli impianti d'illuminazione, sistemi elettronici, controllo motore, sospensioni ed ammortizzatori, sistemi di scarico; *Teksid* fornisce basamenti per motori, testate di cilindri ed altre componenti per motori, trasmissioni, cambi e sospensioni; *Comau* produce sistemi di automazione industriale per il settore auto comprendenti ingegnerizzazione di prodotto e di processo, logistica e gestione, fabbricazione, installazione e avvio produttivo, manutenzione.
- Altre attività: includono le società che operano nel comparto dell'editoria ("*La Stampa*") e comunicazione ("*Publikompass*", società di raccolta pubblicitaria multimediale), il Centro Ricerche Fiat ed *Elasis* che svolgono attività di ricerca ed innovazione, *Fiat Services S.p.A.* che eroga servizi esclusivamente per il gruppo torinese.

Fiat Industrial (la Società Beneficiaria) sarà destinataria, con efficacia dall'1 Gennaio 2011, delle partecipazioni in Fiat Netherlands Holding N.V., nella futura Iveco S.p.A. ed in Fiat Industrial Finance S.p.A. detenute da Fiat; pertanto, essa sarà la *holding* industriale del gruppo, la cui attività sarà concentrata nei seguenti business:

- CNH (settore Macchine per l'agricoltura e per le costruzioni) è leader mondiale nella produzione di macchinari per l'agricoltura ed è un produttore di rilievo nel settore dei macchinari per le costruzioni. CNH opera attraverso sei distinti marchi, di cui quattro a livello globale (*New Holland Agriculture, Case IH Agriculture, New Holland Construction, Case Construction*) e due a livello regionale (*Steyr* per le macchine agricole *Kobelco* per le costruzioni).
- Iveco (settore Veicoli Industriali) progetta, produce e vende veicoli industriali con marchio *Iveco*, autobus con marchio *Irisbus*, e veicoli antincendio e per impieghi speciali con i marchi *Magirus* e *Astra*, offrendo prodotti in grado di rispondere a tutte le esigenze di trasporto professionale;
- FPT Industrial (comparto "*Industrial & marine*") progetta, produce e commercializza motopropulsori per applicazioni veicolari industriali, nonché motori per applicazioni marine e "*Power Generation*". L'eccellenza tecnologica perseguita attraverso la continua *R&D* di nuove tecnologie, la riduzione delle emissioni inquinanti e dei consumi per il massimo rispetto della tutela ambientale e lo sviluppo delle vendite ai clienti *non-captive* sono i principali obiettivi di FPT Industrial.

La scissione è preceduta da una serie di interventi organizzativi finalizzati a modificare gli assetti societari delle attività industriali facenti capo ad Iveco S.p.A.: tali interventi sono intimamente connessi alla realizzazione della scissione ed ha l'obiettivo di dotare la Società Beneficiaria di tutte le componenti relative al settore dei veicoli industriali e della parte "*Industrial & Marine*" del settore *Powertrain*, separandole prima e concentrandole poi in due distinte entità societarie. Gli interventi organizzativi riguardano:

- L'acquisto da parte di Nuove Iniziative Finanziarie Cinque S.p.A., società preconstituita ed intermente partecipata da Fiat della parte di Iveco S.p.A. relativa ai veicoli industriali e le partecipazioni riferibili ad alcune *joint venture* internazionali;
- Nuova Immobiliare Nove S.p.A., invece, ha acquistato, sempre da Iveco S.p.A. il complesso aziendale relativo alle attività italiane e la parte "*Industrial & Marine*" di FPT *Powertrain Technologies*;



## Aspetti strategici

Grazie al nuovo assetto organizzativo, i due gruppi industriali avranno una maggiore focalizzazione sui rispettivi *core business* ed obiettivi chiaramente identificati e percepibili dal mercato, oltre ad una maggiore autonomia nel perseguire le rispettive opportunità di crescita strategica ed operativa, anche attraverso alleanze strategiche.

Infatti, stando alle relazioni degli amministratori delle due società, l'operazione muove da considerazioni di logica industriale: il business dell'auto, in virtù della *partnership* con Chrysler ed alla collaborazione internazionale per lo sviluppo del *brand* a livello mondiale, ha raggiunto in Fiat una massa critica di produzione sufficiente per muoversi in autonomia nel mercato e competere con i maggiori *player* globali; mercato che si mostra fortemente competitivo, ove prezzo, qualità, possibilità di scelta e di personalizzazione, stile, sicurezza, bassi consumi e funzionalità sono i fattori critici di successo; le scelte del consumatore dipendono dalla propensione al consumo e dalla disponibilità del credito e la leadership dei diversi *player* varia da nazione a nazione; inoltre, le spese per la *R&D* rappresentano una quota importante degli investimenti annui per via della costante innovazione richiesta dai consumatori in relazione a nuovi prodotti o servizi, alle attività di controllo delle emissioni e sicurezza del guidatore e dei passeggeri.

Il business dei *Capital Good* presenta caratteristiche sostanzialmente differenti rispetto a quello delle automobili in termini di contesto competitivo, requisiti di prodotto e fabbisogno di investimenti in *R&D*, e si rivolge, inoltre, a differenti profili di potenziali investitori. Con la scissione Fiat Industrial assumerà la configurazione organizzativa tipica dei principali *competitor*, ponendosi come *player* globale nel settore dei *Capital Goods* potendo contare su una presenza industriale e distributiva diffusa a livello mondiale. I fattori critici di successo nel settore dei *Capital Good* sono un buon marchio, una capillare presenza distributiva, servizi finanziari al cliente, una buona gamma di prodotto, e risente non solo delle esigenze di sofisticazione dei prodotti, ma anche delle condizioni generali dell'economia, della domanda di cibo e delle condizioni climatiche. Il settore si caratterizza per minori esigenze di investimento in *R&D* in virtù della attenzione dei clienti allo stile dei modelli proposti.

## **Prospettive e programmi strategici delle società partecipanti alla scissione**

Nella sezione “Motivazioni e finalità della Scissione” del prospetto informativo inviato alla Consob e redatto nel rispetto dell’art. 70, comma 4 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 Maggio 1999, vengono indicate le direttrici lungo le quali muoveranno le dinamiche di crescita e di sviluppo delle due aree di business in seguito all’operazione.

Fiat Auto sarà la holding industriale di un gruppo con una chiara focalizzazione strategica nel settore automobilistico e che dovrebbe godere della crescita della *partnership* con Chrysler Group LLC. Il piano industriale 2010-2014 di Fiat evidenzia quali saranno le prospettive strategiche del gruppo:

- Il piano per Fiat Group Automobiles (“FGA”) si fonda sul ritorno della domanda europea di auto ai livelli ante crisi, sull’espansione del mercato brasiliano e, in generale, dell’America Latina e sulla piena integrazione tra FGA e Chrysler in termini di portafoglio prodotti e sviluppo di nuovi modelli. Le sinergie attese per i prossimi anni dovrebbero riguardare il miglioramento del mix di vendite, l’integrazione del *product portfolio* con Chrysler e l’efficientamento produttivo connesso ad un aumento dei volumi di produzione.
- Nel segmento delle auto di lusso, Ferrari punta sul lancio di nuovi modelli a 12 cilindri e sulla crescita del business della customizzazione dei prodotti e dei ricambi, mentre Maserati intende puntare sull’espansione della gamma prodotti, l’ingresso nel segmento di fascia più alta, l’aumento della quota di mercato nei segmenti già presidiati, nonché sul continuo miglioramento delle efficienze produttive e dell’ottimizzazione della struttura dei costi.
- I programmi di sviluppo del settore FPT Powertrain Technologies puntano sulla leadership tecnologica (soprattutto in ambito di riduzione dell’emissione di CO2) e sull’ampliamento della gamma di prodotti, il continuo e rigoroso controllo dei costi e la costante ottimizzazione del processo produttivo.
- La crescita della Magneti Marelli verrà trainata dallo sviluppo della clientela *non-captive*, dalle opportunità di ingresso nell’area NAFTA, dall’incremento della base-clienti in Nord America e dal rafforzamento delle attività nei paesi emergenti (Cina, India, Russia e America Latina). La redditività potrà

beneficiare, inoltre, della standardizzazione dei moduli e dei sottosistemi, della saturazione della capacità degli impianti e dell'ottimizzazione del processo produttivo.

Il Piano prevede, per tutte le imprese del Gruppo Fiat, benefici derivanti dalla prosecuzione dei programmi di “*World Class Manufacturing*” e dalle sinergie nell'area acquisti risultanti dalla messa in comune, anche con i Settori del Gruppo Fiat Industrial e con Chrysler Group LLC, di una significativa base di fornitori comuni.

Il piano industriale si fonda anche sull'espansione internazionale del gruppo attraverso la creazione di *joint venture* finalizzate a consolidarne la presenza nei mercati emergenti.

Per quanto riguarda Fiat Industrial S.p.A. (la Società Beneficiaria), la scissione creerà una *holding* industriale in grado di porsi come *global player* all'interno del settore dei *Capital Good* e competere con successo con i grandi gruppi multinazionali che dominano l'industria.

Il piano strategico 2010-2014 prevede, per i business riferibili all'area di gestione di Fiat Industrial, un percorso di crescita articolato come segue:

- La strategia di CNH verte sul rafforzamento del portafoglio di prodotti con il lancio di nuovi modelli per tutti i segmenti serviti, sulla crescita nei mercati in espansione e la semplificazione della struttura organizzativa per quanto riguarda il business delle macchine per le costruzioni; inoltre, la forte competitività del settore impone un continuo perseguimento dell'efficienza nell'area della produzione e degli acquisti e l'ottimizzazione della struttura dei costi;
- La crescita di Iveco passa attraverso il recupero dei volumi di vendita nel mercato europeo, il miglioramento del posizionamento competitivo nei mercati dell'America Latina, il rafforzamento della quota di mercato nel business dei Veicoli Speciali, lo sfruttamento di opportunità date dalla presenza in Cina, nonché l'efficientamento degli stabilimenti produttivi.
- FPT Industrial punta la propria strategia di crescita sulla *leadership* tecnologica e sull'estensione della gamma di prodotti per aumentare la sua

presenza nei settori *non-captive*, oltre al perseguimento del piano di recupero di efficienza e di ottimizzazione produttiva.

Uno dei principi cardini del piano strategico per Fiat Industrial è dato dalle potenzialità di crescita internazionale del gruppo nei paesi emergenti, grazie agli accordi stipulati da CNH ed Iveco con alcuni partner locali. L'obiettivo è di garantirsi l'accesso privilegiato a mercati prospettive di crescita allettanti attraverso la localizzazione in questi paesi delle attività produttive.

### **Elementi patrimoniali oggetto di scissione**

Il contenuto patrimoniale dell'operazione deve essere indagato facendo riferimento, per la Società Scissa, al bilancio intermedio semestrale con data 30 Giugno 2010, mentre, per la Società Beneficiaria al bilancio di Fiat Industrial S.p.A. chiuso in data 20 Luglio 2010, entrambi approvati dai rispettivi consigli d'amministrazione in data 21 Luglio 2010 e depositati presso le rispettive sedi sociali come richiesto dalle norme del Codice Civile.

Il trasferimento patrimoniale avviene in perfetta continuità dei valori contabili. Ai fini della presente analisi, non rileva l'analisi *pro forma* della scissione in quanto impostata per comprendere semplicemente gli effetti bilancistici dell'operazione e realizzata con riferimento al bilancio relativo all'esercizio 2009.

La seguente tabella fornisce il dettaglio della quota di patrimonio netto assegnata alla Società Beneficiaria.

**Tabella 4.1 – Patrimonio assegnato a Fiat Industrial S.p.A.**

<b>Ragione sociale</b>	<b>Sede legale</b>	<b>Capitale sociale sottoscritto/versato (Euro)</b>	<b>% poss.</b>	<b>Azioni/quote possedute</b>	<b>Valore di iscrizione in Fiat al 30 giugno 2010 (Euro)</b>
Fiat Netherlands Holding N.V.	Amsterdam	2.610.397.295	100	94.923.538	4.577.346.053
Nuove Iniziative Finanziarie Cinque S.p.A. (futura Iveco S.p.A)	Torino	200.000.000	100	200.000.000	200.000.000
Nuova Immobiliare Nove S.p.A. (futura FPT Industrial S.p.A.)	Torino	100.000.000	100	100.000.000	100.000.000
Fiat Industrial Finance S.p.A.	Torino	100.000.000	100	100.000.000	100.000.000
<b>Totale partecipazioni (A)</b>					<b>4.977.346.053</b>

Valore di iscrizione in Fiat al 30 giugno 2010 (Euro)	
Ulteriori elementi patrimoniali: Indebitamento finanziario netto	
Crediti finanziari verso Fiat Finance S.p.A.	213.000.000
Debiti finanziari verso Fiat Finance S.p.A.	(1.440.000.000)
<b>Totale Indebitamento finanziario netto (B)</b>	<b>(1.227.000.000)</b>
<b>Totale Valore netto scindendo (A)+(B)</b>	<b>3.750.346.053</b>

Il valore netto scindendo al 30 Giugno 2010 è di € 3.750.346.053, pari alla differenza tra la somma del valore di libro delle partecipazioni oggetto di trasferimento per un valore €4.977.346.053, ed il valore della quota di indebitamento netto trasferita e riguardante, per l'attivo, crediti per un valore di €213.000.000 e, per il passivo, debiti pari a €1.440.000.000.

La tabella seguente fornisce il dettaglio degli effetti dell'assegnazione della quota di patrimonio netto nel bilancio sia della Società Scissa che della Società Beneficiaria.

**Tabella 4.2 – Ripartizione del patrimonio di Fiat Group**

	<b>Fiat S.p.A. ante scissione</b>	<b>Fiat Industrial S.p.A. post scissione</b>	<b>Fiat S.p.A. post scissione</b>
Capitale sociale	6.377.262.975	*1.913.178.892,5	4.464.084.082,5
Riserva legale	716.458.326	214.937.498	501.520.828
Riserva Sovrapprezzo	1.540.884.892	462.265.468	1.078.619.424
Riserva acquisto azioni Proprie	543.446.846		543.446.846
Riserva Az. Proprie Portafoglio	656.553.154		656.553.154
Azioni proprie in portafoglio	(656.553.154)		(656.553.154)
Utili (perdite) a nuovo	2.884.133.602	1.159.964.194,5	1.724.169.407,5
Riserva stock option	103.789.900		103.789.900
Altre riserve	86.887.735		86.887.735
Risultato netto al 30 giugno 2010	47.319.921		47.319.921
<b>Totale</b>	<b>12.300.184.197</b>	<b>3.750.346.053</b>	<b>8.549.838.144</b>

\* Il Capitale Sociale di Fiat Industrial non tiene conto del capitale (€ 120.000) già sottoscritto e versato per la costituzione della società.

La riduzione del capitale sociale in capo alla Scissa non avviene con annullamento delle azioni della stessa, bensì con riduzione del valore nominale delle azioni di tutte le categorie (ordinarie, privilegiate e di risparmio); in questo modo, in seguito alla scissione, ogni azionista Fiat deterrà, in luogo di una azione di Fiat (con valore nominale di €5,00) due titoli azionari rappresentativi, uno, di Fiat Auto S.p.A. con valore nominale di €3,50, e l'altro di Fiat Industrial S.p.A. con valore nominale

pari a €1,50; ciò permetterà agli azionisti e a tutti i potenziali investitori di scegliere se investire in entrambe le aziende piuttosto che solo in una di esse.

Per effetto della scissione, il patrimonio netto della Società Beneficiaria verrà aumentato di €3.750.346.053; l'aumento del capitale sociale riguarderà la sola quota di capitale sociale trasferita da Fiat S.p.A. a Fiat Industrial il cui ammontare sarà pari a €1.913.178.892,50 e sarà così suddiviso:

- Emissione di # 1.092.247.485 azioni ordinarie;
- Emissione di # 103.292.310 azioni privilegiate;
- Emissione di # 79.912.800 azioni di risparmio,

Tutte le azioni avranno valore nominale di € 1,50 e saranno emesse in numero pari al numero delle azioni Fiat in circolazione della stessa categoria ed assegnate nel rapporto 1 ad 1 agli azionisti Fiat.

**Tabella 4.3 – Categorie di azioni emesse dalla Beneficiaria**

Capitale Sociale			€ 1.913.298.892,50
Riserve			€ 1.837.167.160,50
<b>Valore netto scindendo</b>			<b>€ 3.750.346.053</b>
Categoria	Valore nominale	Numero	Valore complessivo
Ordinarie	€ 1,5	1.092.247.485	€ 1.638.371.227,5
Privilegiate	€ 1,5	103.292.310	€ 154.938.465
Di risparmio	€ 1,5	79.912.800	€ 119.869.200
<b>Valore dell'aumento di capitale</b>			<b>€ 1.913.178.892,5</b>
<b>Valore del capitale già sottoscritto e versato</b>			<b>€ 120.000</b>

### **Valutazione ed analisi finanziaria dell'operazione di scissione parziale proporzionale**

Definito il quadro strategico all'interno del quale è motivata l'operazione, e le prospettive dei due nuovi gruppi industriali, a questo punto si rende necessario tentare di comprendere se e come l'operazione liberi valore a medio termine.

Per effettuare quest'analisi, è opportuno seguire uno schema logico di valutazione che consenta di evidenziare gli aspetti finanziari salienti dell'operazione:

- 1) L'analisi del *discount* di cui soffre attualmente Fiat Group, stimato in base ai risultati attesi per fine 2010 per comprendere se effettivamente esistono spazi di intervento per la creazione di valore;
- 2) La valutazione dell'intero comparto Auto di Fiat (ossia, Fiat Auto più il consolidamento di Chrysler), per comprendere quale dovrebbe essere il valore azionario implicito dell'intero business dell'auto;
- 3) Infine, la stima del valore di Fiat Industrial, per comprendere qual è il valore implicito del business dei *Capital Good* in un'ottica *going concern*.

Le informazioni derivanti dal processo di valutazione sopra descritto consentiranno di comprendere immediatamente quali sono le fonti di creazione di valore; inoltre, considerate le caratteristiche della scissione, si tenterà comprendere quali saranno i futuri scenari dell'impresa, nei termini della modificazione della compagine azionaria e delle prospettive di acquisizione di Fiat Industrial.

### **La *break up analysis* di Fiat Group**

La *break up* (o *Sum of the Parts*) *analysis* permette di stimare il valore dell'intero gruppo Fiat come somma del valore implicito di business che lo caratterizzano, permettendo di evidenziare il *conglomerate discount* di cui soffre l'impresa confrontando il valore azionario implicito con l'attuale valore di mercato dell'azione Fiat.

Questa valutazione viene condotta utilizzando le stime dei risultati attesi a fine 2010, i quali sono stati recentemente aggiornati al rialzo in virtù di risultati semestrali (al 30.06.2010) ben al di sopra delle attese del mercato. Per comprendere le ragioni di tale rivisitazione, si procede col presentare le *highlight* del report di metà anno, evidenziando, per *business unit*, ricavi ed EBIT registrati al 30.06.2010 e la variazione *year-to-year* percentuale (base: 30.09.2009):

**Tabella 4.4 – 2Q 2010 Fiat Group**

<i>(in milioni di euro)</i>	<i>Ricavi 2Q 2010</i>	<i>EBIT 2Q 2010</i>
<b>Fiat Group Automobiles</b>	7350	185
<i>Variazione %</i>	6,4	
<b>Maserati</b>	174	8
<i>Variazione %</i>	56,8	
<b>Ferrari</b>	489	77
<i>Variazione %</i>	8,7	
Elisioni	(86)	
<b>Totale Automobili</b>	7.927	270
<i>Variazione %</i>	6,7	
<b>CNH (Macchine agricole e per costruzioni)</b>	3.317	263
<i>Variazione %</i>	16,0	
<b>Iveco (Veicoli industriali)</b>	2.097	50
<i>Variazione %</i>	18,3	
<b>FPT Powertrain Technologies</b>	1.855	53
<i>Variazione %</i>	48,0	
<b>Magneti Marelli (Componenti)</b>	1.400	26
<i>Variazione %</i>	21,5	
<b>Teksid (prodotti metallurgici)</b>	201	6
<i>Variazione %</i>	42,6	
<b>Comau (mezzi e sistemi di produzione)</b>	256	1
<i>Variazione %</i>	51,5	
Elisioni	(201)	
<b>Totale Componenti e sistemi di produzione</b>	3.511	86
<i>Variazione %</i>	35,2	
Altre Attività	280	(18)
<i>Variazione %</i>	-1,4	
Elisioni	(2296)	
<b>TOTALE</b>	<b>14.836</b>	<b>651</b>
<i>Variazione %</i>	12,5	

I risultati di *mid-term* evidenziano un netto miglioramento delle performance economiche del gruppo rispetto al secondo trimestre 2009; le buone notizie riguardano anche il miglioramento della posizione finanziaria netta industriale, con un debito a 3.706 milioni di euro, in riduzione del 21% rispetto al 30.06.2009.

**Tabella 4.5 – Principali voci patrimoniali Fiat Group 2Q 2010**

<i>(in milioni di euro)</i>	<i>Al 30.06.2010</i>	<i>Al 31.03.2010</i>	<i>Al 31.12.2009</i>
Totale attivo	73.475	68.027	67.235
Totale patrimonio netto	12.073	11.457	11.115

<i>(in milioni di euro)</i>	<i>Al 30.06.2010</i>	<i>Al 31.03.2010</i>	<i>Al 31.12.2009</i>
<b>Indebitamento netto</b>	<b>(17.408)</b>	<b>(16.846)</b>	<b>(15.898)</b>
<i>Attività industriali</i>	<i>(3.706)</i>	<i>(4.707)</i>	<i>(4.418)</i>
<i>Servizi Finanziari</i>	<i>(13.702)</i>	<i>(12.139)</i>	<i>(11.480)</i>

Nella prospettiva della scissione, quest'ultima informazione è rilevante poiché incide direttamente sul valore della quota di debito trasferito a Fiat Industrial che, stando ai *rumors*, dovrebbe essere equamente diviso tra i due gruppi.

Alla luce delle performance semestrali, il Gruppo Fiat ha confermato, per l'esercizio 2010, gli obiettivi fissati ad inizio anno, ossia:

- Ricavi di gruppo superiori a 50 miliardi di euro;
- Utile della gestione ordinaria compreso tra 1,1 e 1,2 miliardi di euro;
- Risultato netto vicino al *break-even*;
- Indebitamento netto industriale superiore a 5 miliardi di euro.

Stando alle considerazioni del *board* degli amministratori, tali obiettivi saranno, con presumibile certezza, rivisti al rialzo in occasione della presentazione dei risultati del gruppo relativi al terzo trimestre del 2010.

Sulla base di tali risultati, le stime aggiornate relative ai risultati attesi per fine 2010, e per *business unit*, sono quelli indicati nella seguente tabella.

**Tabella 4.6 – 2010e - Risultati per *business unit* Fiat Group**

<b>Ricavi - EBIT 2010e (in milioni di euro)</b>		
	Ricavi attesi (per business unit) 2010e	EBIT atteso (per business unit) 2010e
<b>Settore Auto</b>		
Fiat Group Automobili	€ 26.605	€ 407
Ferrari	€ 1.810	€ 245
Maserati	€ 625	€ 29
Elisioni (auto)	-€ 279	-
<b>Totale</b>	<b>€ 28.761</b>	<b>€ 681</b>
<b>Settore Macchine per l'agricoltura e le costruzioni</b>		
<b>CNH</b>	<b>€ 11.609</b>	<b>€ 751</b>
<b>Settore Veicoli industriali</b>		
<b>Iveco</b>	<b>€ 8.111</b>	<b>€ 207</b>
<b>Settore Componenti e Sistemi di produzione</b>		
FPT (Industrial & Marine)	€ 2.265	€ 77
FPT (Pass.& Comm. Vehicle)	€ 3.962	€ 97
FPT (Altro)	-€ 25	n/a
Magneti Marelli	€ 5.073	€ 90
Teksid	€ 691	€ 16
Comau	€ 857	€ 2
Elisioni (componenti)	-€ 654 -	
<b>Totale</b>	<b>€ 12.169</b>	<b>€ 282</b>
<b>Altre attività ed elisioni</b>		
Altre attività	€ 1.088	-€ 54
Altre elisioni	-€ 5.071	
<b>Totale (2010e)</b>	<b>€ 56.667</b>	<b>€ 1.867</b>

Questi dati vengono utilizzati per il calcolo del valore implicito di Fiat Group secondo lo schema della *Sum of the Parts*: nel dettaglio, l'*Enterprise Value* di ogni *business unit* viene calcolato utilizzando i multipli impliciti di *EV/Sales* impiegati in un *workbook* di valutazione del gruppo Fiat redatto dalla Sezione *Research* di

Morgan Stanley, mentre per l'*Equity Value* si utilizza, come debito netto industriale, quello obiettivo per fine 2010 e, come riserve relative ai benefici ai dipendenti e le prestazioni pensionistiche, il loro valore di iscrizione nel bilancio d'esercizio 2009.

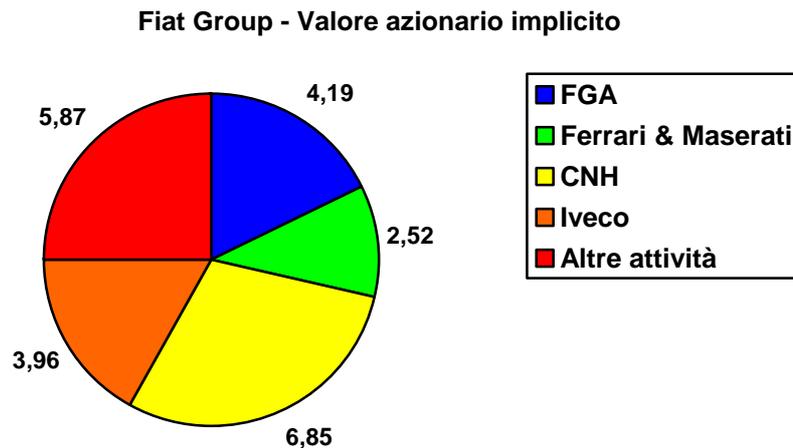
Per tutte le altre informazioni non reperibili ma necessarie alla valutazione si utilizzano, con la dovuta cautela, i dati forniti dallo stesso *workbook* di Morgan Stanley.

**Tabella 4.7 – Sum of the Parts Valuation Fiat Group – 2010e**

<b>Fiat Sum Of Parts - 2010e (Dati aggiornati)</b>							Nota: per i dati non reperibili si fa riferimento al Workbook Morgan Stanley Research, 22/04/2010	
<b>Fiat Group</b>								
	Sales	Implied EV/Sales*	EV			Valore per azione		
Fiat Group Automobiles	€ 26.605	20%	€ 5.321			€ 4,37		
Ferrari	€ 1.810	125%	€ 2.263			€ 1,86		
Maserati	€ 625	150%	€ 938			€ 0,77		
CNH	€ 11.609	75%	€ 8.707			€ 7,15		
Iveco	€ 8.111	62%	€ 5.029			€ 4,13		
FPT powertrain Technologies	€ 6.202	40%	€ 2.481			€ 2,04		
Magneti Marelli	€ 5.073	25%	€ 1.268			€ 1,04		
Teksid	€ 691	30%	€ 207			€ 0,17		
Comau	€ 857	25%	€ 214			€ 0,18		
Altre attività ed elisioni **	-€ 4.916	NM	-€ 49			-€ 0,04	** Calcolato in base a: 1) EBIT 2010e; 2) D&A pari a -0,9% Ricavi; 3) EV/EBITDA pari a 5	
<b>Total core</b>	<b>€ 56.667</b>		<b>€ 26.378</b>			<b>€ 21,67</b>		
<b>Chrysler</b>								
Chrysler Equity Value						€ 1,17		
Chrysler Sinergie						€ 7,37		
<b>Totale Chrysler</b>						<b>€ 8,54</b>		
<b>Azionariato e partecipazioni diverse</b>								
	Prezzo Azione	# azioni	% Fiat	# azioni Fiat	Valore	Valore per azione		
CNH minorities (\$) ***	\$ 22,65	237,2	89,70%	212,8	-€ 451	-€ 0,37	*** tasso di cambio al 30/06/2010; Valore azione al 30/06/2010	
Teksid Minotities			84,8%		-€ 32	-€ 0,03		
Tofas Oto		500	37,9%	189,5	€ 522	€ 0,43		
Hdp****	1,360	731,2	10,9%	79,48	€ 108	€ 0,09	**** Società italiana editoria, abbigliamento e fashion design	
GlobalValue (JV con IBM)					€ 140	€ 0,12		
Fiat Auto Financial Services					€ 1.000	€ 0,82		
<b>Totale Azionariato e partecipazioni diverse</b>						<b>€ 1,06</b>		
<b>Indebitamento industriale netto e passività per benefici ai dipendenti</b>								
Posizione Finanziaria Netta					-€ 4.545,00	-€ 3,73	Attesa a fine 2010	
Benefici dipendenti/pensionari					-€ 2.651,00	-€ 2,18	Bilancio d'esercizio 2009	
<b>Totale indebitamento netto/benefici dipendenti</b>						<b>-€ 5,91</b>		
<b>Sum Of Parts Value</b>							<b>€ 25,36</b>	
Securitized trade receivables					-1.600	-€ 1,31	4Q 2009	
<b>Sum Of Parts Value Aggiustato</b>							<b>€ 24,04</b>	
Valore azionario (30/06/2010)						€ 8,52		
<b>Discount (premium) stock price</b>							<b>64,58%</b>	
# azioni Fiat in circolazione		1217						
<b>Fiat Value per business</b>								
FGA	€ 4,37		18%					
Ferrari e Maserati	€ 2,63		11%					
Cnh	€ 7,15		30%					
Iveco	€ 4,13		17%					
Altri Business	€ 5,76		24%					
<b>Totale</b>	<b>€ 24,04</b>		<b>100%</b>					

In base alla *Sum of Parts Valuation*, il valore azionario implicito del gruppo Fiat dovrebbe essere suddiviso come segue:

Figura 4.3 – Equity Value per Business Unit Fiat Group



La valutazione mostra come, in base ai risultati stimati per l'esercizio 2010 ed il valore dell'azione Fiat soffra di un *discount* da diversificazione molto elevato, pari al 64,58%, ed indicativo, ad avviso di chi scrive:

- 1) della scarsa trasparenza del Gruppo rispetto al mercato: ciò è, presumibilmente, legato alla forte attenzione che il mercato rivolge alle *performance* del comparto auto (che, in base alla valutazione, contribuisce per circa il 29% al valore dell'intera impresa), piuttosto che ai risultati del settore dei *Capital Good* oggetto di scissione (che contribuisce per più del 46% al valore di Fiat Group). Sulla base di tale considerazione, è presumibile che, all'interno del gruppo, i business riferibili al settore dei *Capital Good* siano sottovalutati rispetto alle complessive attività del gruppo; in tale scenario, lo *spin-off* può essere una soluzione per ripristinare una maggiore trasparenza delle attività del gruppo e sprigionare valore nascosto a favore degli azionisti;
- 2) dell'attuale fase di depressione dei mercati azionari che, sottovalutando il reale valore delle imprese, contribuisce all'allargamento del *gap* tra valore di mercato e valore intrinseco di Fiat. La condizione stessa del mercato giustifica il ricorso alla scissione piuttosto che alla quotazione del ramo d'azienda come forma di disinvestimento: infatti, benché il business di *Capital Good* presenti un elevato valore intrinseco, la fase di generale depressione del mercato potrebbe rendere meno conveniente il ricorso all'IPO, poiché è elevato il rischio di cessione delle azioni ad un prezzo

sensibilmente inferiore rispetto al loro reale valore intrinseco; con la scissione parziale e l'assegnazione delle azioni di Fiat Industrial agli azionisti di Fiat Group, invece, è possibile ricondurre i vantaggi patrimoniali derivanti da una ripresa delle quotazioni dei mercati azionari e della conseguente maggiore valorizzazione del business target direttamente agli azionisti, senza correre il rischio di diluire tale potenziale a favore di eventuali *outsider*.

La *break-up analysis* di Fiat Group sembra giustificare, altresì, lo *stock rating* “*Overweight*”, ossia la sottovalutazione del valore attuale di mercato attuale dell'impresa rispetto al suo valore intrinseco e la presenza di ampi spazi di intervento per la riduzione del differenziale tra valore attuale e valore intrinseco del gruppo

### **La valutazione delle società partecipanti alla scissione**

L'analisi valutativa della scissione deve tener conto del *timing* con il quale l'operazione crea valore: infatti, sia la letteratura finanziaria che gli studi empirici suggeriscono che la creazione valore di un'operazione di scissione parziale proporzionale (*spin-off*) deve essere analizzata ed osservata in un arco temporale di almeno due anni.

### **La valutazione di Fiat Auto S.p.A post scissione**

In seguito all'operazione di scissione, il gruppo Fiat Auto S.p.A. opererà principalmente nel settore auto con una diretta gestione dei business relativi a *Fiat Group Automobiles* per quanto riguarda il segmento delle *Passenger Cars e Light Commercial Vehicle*, Ferrari & Maserati per il segmento delle auto di lusso e Chrysler per quanto riguarda la *partnership* strategica.

Sulla base della definizione dell'area di competenza di Fiat Auto, JP Morgan ha stimato, per il quinquennio 2010-2014, le *performance* reddituali ed operative riferibili all'intero gruppo industriale:

Tabella 4.8 – Fiat Auto post *spin-off*

Fiat S.p.A. post scissione (Auto) - in milioni di €					
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>Ricavi</b>	<b>€ 34.682</b>	<b>€ 36.584</b>	<b>€ 39.082</b>	<b>€ 40.600</b>	<b>€ 41.536</b>
FGA	€ 26.605	€ 27.662	€ 29.370	€ 30.540	€ 31.374
Maserati	€ 625	€ 750	€ 900	€ 900	€ 900
Ferrari	€ 1.810	€ 1.900	€ 1.995	€ 1.995	€ 1.995
Elisioni (Automobili)	-€ 279	-€ 292	-€ 310	-€ 322	-€ 330
FPT P&CV	€ 3.962	€ 4.149	€ 4.451	€ 4.659	€ 4.800
FPT altro	-€ 25	€ 0	€ 0	€ 0	€ 0
Magneti Marelli	€ 5.073	€ 5.397	€ 5.947	€ 6.235	€ 6.235
Teksid	€ 691	€ 732	€ 803	€ 837	€ 833
Comau	€ 857	€ 857	€ 883	€ 909	€ 936
Elisioni (Componentistica)	-€ 654	-€ 692	-€ 760	-€ 795	€ 796
Altri business	€ 1.088	€ 1.110	€ 1.132	€ 1.155	€ 1.178
Elisioni	-€ 5.071	-€ 4.989	-€ 5.329	-€ 5.513	-€ 5.589
<b>Trading profit</b>	<b>€ 832</b>	<b>€ 1.097</b>	<b>€ 1.587</b>	<b>€ 1.867</b>	<b>€ 2.289</b>
FGA	€ 407	€ 578	€ 894	€ 1.130	€ 1.526
Maserati	€ 29	€ 47	€ 69	€ 69	€ 69
Ferrari	€ 245	€ 277	€ 310	€ 310	€ 310
FPT P&CV	€ 97	€ 121	€ 159	€ 191	€ 217
Magneti Marelli	€ 90	€ 108	€ 178	€ 187	€ 187
Teksid	€ 16	€ 37	€ 48	€ 50	€ 50
Comau	€ 2	€ 4	€ 4	€ 5	€ 5
Altri business	-€ 54	-€ 75	-€ 75	-€ 75	-€ 75
Poste non ricorrenti	-€ 23	0	€ 0	€ 0	€ 0
<b>Reddito Operativo</b>	<b>€ 759</b>	<b>€ 1.081</b>	<b>€ 1.550</b>	<b>€ 1.824</b>	<b>€ 2.241</b>
Proventi (oneri) Finanziari	€ 0	-€ 788	-€ 797	-€ 790	-€ 722
Proventi (oneri) diversi	€ 135	€ 135	€ 135	€ 249	€ 665
Utile Ante tasse	n/a	€ 412	€ 868	€ 1.264	€ 2.186
Imposte	n/a	-€ 87	-€ 230	-€ 319	-€ 478
<b>Utile netto</b>	<b>n/a</b>	<b>€ 325</b>	<b>€ 638</b>	<b>€ 946</b>	<b>€ 1.708</b>
<b>Indebitamento netto</b>	<b>€ 2.275</b>	<b>€ 3.850</b>	<b>€ 4.351</b>	<b>€ 3.638</b>	<b>€ 2.282</b>

Le stime elaborate da JP Morgan, per i primi due esercizi (2010 e 2011), sono in linea con le aspettative dichiarate dal gruppo Fiat alla data di presentazione del piano industriale per il quinquennio 2010-2014, mentre sono più prudenti per gli ultimi tre anni. Si noti, altresì, come l'indebitamento netto di Fiat Auto a fine 2010 sia pari al 50% del debito netto complessivo di gruppo stimato per lo stesso periodo.

Per la valutazione dell'intero business dell'auto è però necessario considerare l'effetto del consolidamento della *partnership* con Chrysler: perciò, la stima del valore implicito di Fiat Auto post scissione deve essere effettuata sulla base delle stime dei risultati combinati delle due imprese.

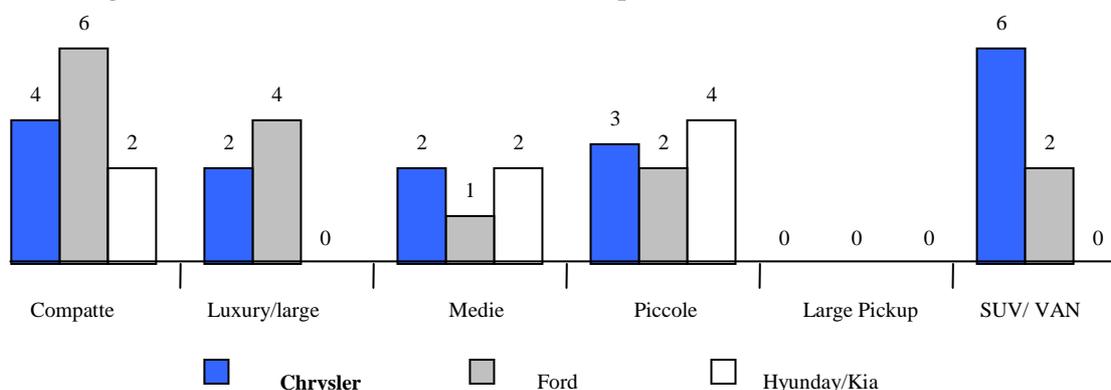
Nel dettaglio, la valorizzazione dell'alleanza Fiat - Chrysler dipende:

- 1) dalle strategie di business di Chrysler per il quinquennio 2010-2014;

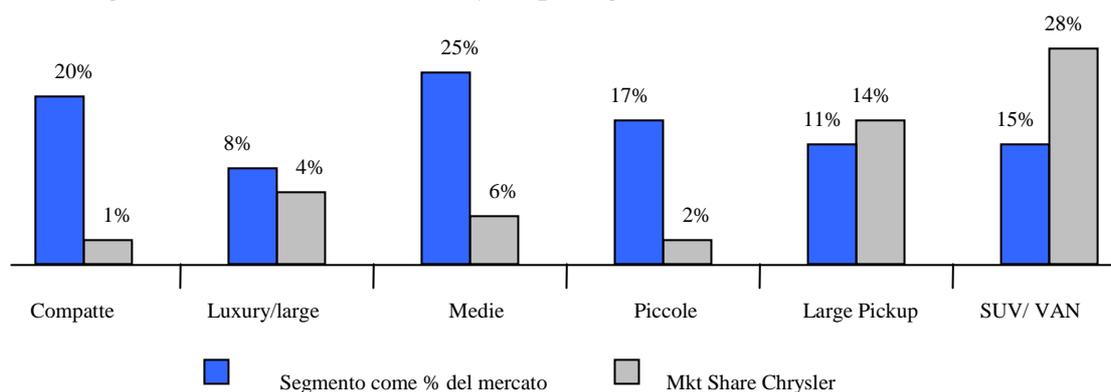
- 2) dai meccanismi di incremento della partecipazione di Fiat in Chrysler, subordinati al raggiungimento di predeterminati obiettivi produttivi e finanziari;
- 3) dalle aspettative di fatturato ed EBIT stimate da JP Morgan per Chrysler per i 5 anni di riferimento del piano strategico;

Chrysler punta le proprie strategie di crescita sull'ingresso in nuovi segmenti di mercato con il lancio di nuovi modelli; nonostante la forte concorrenza in tali segmenti, la consolidata presenza della Chrysler in segmenti ad alto potenziale di crescita prospettica potrebbe comunque condurre ad una ripresa complessiva della sua *market share*.

**Figura 4.4 - Numero di nuovi modelli in uscita periodo 2010-2014**



**Figura 4.5 - Quota di mercato Chrysler per segmento (anno 2010)**



Per quanto riguarda la partecipazione della Fiat in Chrysler, attualmente la casa torinese è il secondo azionista con una quota pari 20%. Gli accordi di *partnership* tra le case automobilistiche prevedono meccanismi di incremento della partecipazione, strutturati come di seguito:

- 1) possibilità di aumentare del 15% la partecipazione in Chrysler attraverso l'esercizio dell'opzione di acquisto in tre fasi per un ammontare massimo del 5% ognuna; tale opzione è esercitabile al verificarsi delle seguenti condizioni:
  - sviluppo negli USA di veicoli a basse emissioni inquinanti attraverso utilizzo di tecnologie o piattaforme Fiat;
  - sviluppo negli USA di una famiglia di motori ad alta efficienza;
  - raggiungimento di obiettivi di crescita della quota di mercato di Chrysler al di fuori dell'area NAFTA.
- 2) Fiat detiene un'altra opzione per l'acquisto di un ulteriore 16% del capitale di Chrysler esercitabile tra Gennaio 2013 e Giugno 2016, esercizio condizionato alla riduzione del debito nei confronti del governo USA al di sotto dei 4 miliardi di dollari;
- 3) Qualora non si verifichi nessuna delle condizioni di cui sopra, Fiat ha comunque la possibilità di acquistare la stessa quota di partecipazione pagandone il corrispettivo;
- 4) In tutti i casi, Fiat non può detenere una quota partecipativa maggioritaria fin quando non è stato ripagato l'intero debito di concessione governativa.

Nell'impostazione della valutazione di Fiat Auto si ipotizza che al 31.12.2012 (data di riferimento della valutazione) Fiat detenga una partecipazione in Chrysler del 35%, in virtù dell'esercizio delle opzioni di cui al precedente punto 1).

Infine, le stime elaborate da JP Morgan e relative al fatturato ed al reddito operativo di Chrysler nel quinquennio 2010-2015 sono più prudenti rispetto alle aspettative della casa torinese in virtù di alcune considerazioni sulla lentezza del *turnaround* di Chrysler rispetto ai tempi stimati dalla Fiat.

Le stime dei risultati futuri di Chrysler per durante il quinquennio 2010-2014 sono le seguenti:

**Tabella 4.9 – Chrysler Auto**

\$ miliardi	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>Ricavi netti</b>	<b>40,9</b>	<b>45,8</b>	<b>49</b>	<b>50,5</b>	<b>53,8</b>
Costi operativi	-40	-43,8	-46,5	-47,7	-50,3
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>
Margine operativo	2,1%	4,4%	5,2%	5,6%	6,5%
D&A	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-3
<b>EBITDA</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>6,5</b>
Altri costi	-1,4	-1,6	-1,4	-1,3	-1,5
<b>Utile (perdita) netto</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2</b>
\$ miliardi	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
<b>Utile (perdita) netto</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>2</b>
D&A	2,7	2,8	2,8	2,9	3
Δ CCNc	1,1	0,6	0,1	0,1	0,2
Altro	1,7	-0,1	-0,1	-0,1	0
<b>Cash Flow attività operative</b>	<b>5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>
<b>Cash Flow attività d'investimento</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3</b>
<b>Indebitamento industriale netto</b>	<b>4,4</b>	<b>3,7</b>	<b>2,9</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,2</b>

In base a tali dati, è possibile stimare l'*equity value* implicito di Chrysler.

### **Valutazione Chrysler**

*in miliardi di dollari, ad eccezione dei multipli e dei dati per azione*

	<b>2012e</b>	<b>Commenti</b>
Enterprise Value Chrysler	17,15	EV/EBITDA = 3,2x; EV/EBITDA di Ford = 3,7x
Indebitamento netto industriale	-2,89	Atteso al 2012
Fondi pensione/benefici dipendenti	-7,23	
<b>Equity Value implicito</b>	<b>7,02</b>	
% partecipazione Fiat	35%	Esercizio opzione incremento partecipazione 15%
# azioni detenute da Fiat	2,5	
Tasso di cambio €/ \$	1,3	
Valore per azione Fiat (in €)	1,5	
Implied EV/Sales	35%	Ford EV/Sales = 43%
EV/EBITDA assunto	3,2x	Ford EV/EBITDA = 3,7x
Implied P/E ratio	6,1	Equity Value/Earning = 7,02/1,1508= 6,1
Implied Indebitamento netto/EBITDA	0,5	Net Debt= 2,89; EBITDA= 5,3

L'*Equity Value* di Chrysler è stimato essere intorno a \$7,02 miliardi, di cui \$2,46 riferibili a Fiat in virtù della partecipazione (35%) detenuta e che, espresso in euro (tasso di cambio fissato a 1,3 €/ \$), definisce un interesse di pertinenza di Fiat per un valore di €1,89 miliardi.

Adesso, per valutare l'intero business dell'auto facente capo a Fiat Auto S.p.A. in seguito alla scissione, è necessario far riferimento alle grandezze economico/finanziarie cumulate, stimate per la combinazione delle due aziende per il quinquennio 2010-2014 (fonte: JP Morgan *workbook*):

**Tabella 4.10 – Fiat Auto + Chrysler post spin-off**

<i>in milioni di euro</i>	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	
Ricavi	€ 64.674	€ 70.673	€ 75.541	€ 78.450	€ 82.331	
EBITDA	€ 5.712	€ 7.266	€ 8.530	€ 9.512	€ 10.668	
	<i>Margine</i>	8,8%	10,3%	11,3%	12,1%	13,0%
EBIT	€ 1.467	€ 2.601	€ 3.476	€ 3.985	€ 4.932	
	<i>Margine</i>	2,3%	3,7%	4,6%	5,1%	6,0%
Utile netto	n/a	€ 662	€ 1.516	€ 2.068	€ 3.222	
	<i>Margine</i>	n/a	0,9%	2,0%	2,6%	3,9%

*Tasso di cambio €/\$ = 1,30*

Sulla base di tali dati, è possibile calcolare il valore azionario implicito di Fiat Auto post scissione al 2012:

**Valutazione Fiat Auto S.p.A. post scissione**

<i>in milioni di euro</i>	Ricavi 2012e	EV/SALES	Value	Commenti/ipotesi
<b>Fiat S.p.A. (Auto)</b>	<b>€ 37.848</b>	<b>15%</b>	<b>€ 5.677</b>	Δ tra Ricavi complessivi e ricavi Chrysler (cambio a 1,3 €/€)
(+/-) Cassa (Debito) netto			-€ 4.351	2012e
Capitale sociale FinCo			€ 1.750	2012e
Fondi pensioni			-€ 457	59% del valore di libro - Bilancio 2009
Benefici/Indennità dipendenti			-€ 746	59% del valore di libro - Bilancio 2009
Interessi di minoranza			-€ 468	15% Ferrari, 15% Teksid
Partecipazione Chrysler			€ 1.891	35% Equity Value di Chrysler, cambio a 1,3 €/€
Altre partecipazioni			€ 410	
Tofas			€ 614	Valore di mercato corrente
RCS			€ 89	Valore di mercato corrente
<b>Implied Equity Value</b>			<b>€ 4.409</b>	
# azioni in circolazione			1217	al 30 Giugno 2010
<b>Implied Price target</b>			<b>€ 3,62</b>	

In particolare, i ricavi di Fiat Auto utilizzati per la valutazione sono stati dedotti dal fatturato pro forma stimato per la combinazione di Fiat Auto con Chrysler, sottraendo i ricavi di pertinenza di Chrysler e convertendo la differenza in euro utilizzando un tasso di cambio di 1,3 €/€.

Il valore della partecipazione in Chrysler è calcolato convertendo in euro l'*Equity Value* di Chrysler (cambio a 1,3 €/€) ed applicando la quota di partecipazione del 35%, ipotizzando che al 2012 vengano raggiunti tutti gli obiettivi economico/finanziari in base ai quali scattano i meccanismi di incremento della quota partecipativa.

In base a tali parametri, il valore implicito di un'azione Fiat Auto post *spin-off* di Fiat Industrial dovrebbe essere pari a € 3,62 e rappresentativo di un valore dell'*equity* di € 4,4 miliardi.

## La valutazione di Fiat Industrial S.p.A.

La valutazione dell'*Equity Value* di Fiat Industrial (la Società beneficiaria) viene effettuata sulla base dei risultati attesi di CNH, Iveco e FPT (business *non captive*) a fine 2012.

Per quanto riguarda i ricavi, si stima che per gli esercizi 2010, 2011 e 2012 il tasso di crescita annuo degli stessi risenta:

- per quanto compete CNH, di una crescita contenuta del mercato dei macchinari per l'agricoltura e di una contrazione del mercato dei macchinari per il settore delle costruzioni;
- per quanto riguarda Iveco, il tasso di crescita è legato alle prospettive di ripresa del mercato Europeo dei veicoli industriali;
- infine, la crescita del giro d'affari per FPT Industrial è legata al perseguimento delle opportunità di crescita nei business *non-captive*.

### ***Fiat Industrial - Tassi di crescita dei ricavi***

<b>€ Mln</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>
Fiat Industrial	3%	-28%	15%	10%	10%
CNH	7%	-21%	15%	6%	6%
Iveco	-3%	-34%	13%	15%	14%
FPT non-captive	12%	-49%	53%	16%	21%

Per quel che riguarda l'EBIT, nel periodo 2010-2012 è possibile osservare un miglioramento della redditività operativa grazie al programma di "*World Class Manufacturing*" ed al generalizzato recupero dell'efficienza dei costi grazie ai programmi di *global sourcing* e di sfruttamento intensivo delle economie di scala ancora non utilizzate. In particolare:

- per CNH, il recupero di redditività operativa è legato alla realizzazione dei programmi di ottimizzazione delle piattaforme industriali, di *in-sourcing* della produzione componentistica ad elevato valore aggiunto per prodotto finito e di più intensiva utilizzazione della capacità produttiva disponibile;
- la crescita dell'EBIT per Iveco è, invece, trainata da un lato da un miglioramento dell'efficienza produttiva, dall'altro dall'aumento dei ricavi nei mercati (geografici) emergenti;

- il miglioramento dei risultati operativi di FPT Industrial passa attraverso il generalizzato recupero di efficienza produttiva e l'aumento del fatturato nei business *non-captive*.

**Fiat Industrial - EBIT 2010e-2012e**

€ mln	2010e	2011e	2012e
Fiat Industrial	€ 1.035	€ 1.526	€ 1.990
<i>Margine</i>	5	6,5	8
CNH	€ 751	€ 906	€ 1.063
<i>Margine</i>	6,5	7,4	8,1
Iveco	€ 207	€ 499	€ 746
<i>Margine</i>	2,6	5,4	7
FPT non captive	€ 77	€ 121	€ 181
<i>Margine</i>	3,4	4,7	6,1

Sulla base di tali stime si valutata l'*Equity Value* di Fiat Industrial; in particolare, il procedimento di valutazione si articola in due momenti:

- il calcolo dell'*equity value* di Fiat Group ha l'obiettivo di stimare il *Trading Value* dell'intero gruppo in base ai valori correnti di mercato ed ai multipli di imprese comparabili; in questo modo, è possibile comprendere se l'attuale capitalizzazione di mercato del gruppo Fiat è in linea o meno con il suo valore di scambio:
- il valore intrinseco di Fiat Industrial al 31 Dicembre 2011, calcolato attraverso la sua analisi fondamentale ed in base ai multipli di mercato di imprese comparabili operanti nel settore dei *Capital Good*.

Questa analisi a due livelli permette di confrontare qual è il valore delle attività riferite a Fiat Industrial in due distinti scenari: il primo valuta le attività industriali in base al valore di mercato di CNH ed ai multipli applicabili ad Iveco e FPT Industrial in ragione della loro inclusione nel gruppo; la seconda fase, invece, intende evidenziare qual è il valore intrinseco di Fiat Industrial nel contesto di mercato del settore dei *capital good*; quindi, la valutazione viene condotta utilizzando, per le tre imprese che compongono il gruppo Fiat Industrial, multipli di mercato relativi al settore dei veicoli industriali.

Il cambiamento di prospettiva (dal calcolo del *Trading Value* di CNH, Iveco e FPT all'interno di Fiat Group al calcolo del loro valore implicito in un contesto

settoriale specifico come quello dei *Capital Good*) permette di evidenziare quali possano essere le fonti di creazione di valore attivabili con l'operazione.

Il *Trading Value* dell'azione di Fiat Group viene calcolato facendo riferimento, per CNH, alla sua attuale capitalizzazione di borsa (*stock price*, al 2 Settembre 2010, pari a \$31,38, con tasso di cambio fissato a 1,3 €\$) e, per Iveco e FPT, ai multipli di EV/EBIT correnti per le imprese comparabili. Nel dettaglio, il multiplo di EV/EBIT per la valutazione di Iveco è pari a 5x e scontato rispetto al multiplo medio del gruppo di *peer* (pari a circa 6,1x).

**Tabella 4.11 – Multipli di imprese comparabili**

	ADJ P/E 2012e	EV/EBITDA 2012e
MAN	9,4	6,1
Scania	10,6	6,9
Volvo	7,6	5,9
<b>Media</b>		<b>6,3</b>
<b>Mediana</b>		<b>6,1</b>

Tale sconto del valore di Iveco è giustificato da: 1) l'elevata leva finanziaria con cui opera; 2) la forte esposizione verso il mercato del Sud Europa; 3) la presenza in segmenti (*medium and light truck*) a più bassa marginalità rispetto al segmento degli *heavy truck* in cui sono, invece, presenti i suoi *peer*.

Sulla base di tali considerazioni, si passa a calcolare il *Trading Value* di Fiat, mettendo in evidenza qual è la valorizzazione delle attività riferibili al comparto dei *Capital Good* alle condizioni organizzative e finanziarie attuali.

**Trading Value Fiat Group - 2012**

Mln €	EBIT 2012e	Multiplo	Valore	Commenti
CNH Market Cap.	€ 800	-	€ 6.212	Prezzo azione = \$31,38
Iveco	€ 735	5	€ 3.675	
FPT	€ 181	5,4	€ 977	
<b>Totale Enterprise Value</b>	<b>€ 1.716</b>	<b>6,3</b>	<b>€ 10.864</b>	
CNH Interessi di minoranza			-€ 677	Quota di pertinenza dei terzi= 10,9%
Aggiustamenti		-€	3.098	
<b>Equity Value Fiat Industrial</b>			<b>€ 7.089</b>	
Equity Value Fiat Auto			€ 3.485	Sconto del 21% delle imprese del settore auto
<b>Equity Value Fiat Group</b>			<b>€ 10.574</b>	
Valore implicito per azione			€ 8,69	# azioni al 30.06.2010

Stante il risultato della valutazione, il *Trading Value* del Gruppo Fiat (calcolato come somma del valore dei singoli business) è pari a €8,69; confrontando tale valore con il prezzo dell'azione Fiat a €9,00 al 02/09/2010 è evidente come il business dei *Capital Good* all'interno del gruppo Fiat sia, ad oggi, equamente apprezzato dal mercato.

Se si interrompesse l'analisi a questo punto, si potrebbe concludere che lo *spin-off* di Fiat Industrial non avrebbe alcuna logica finanziaria data la sua equa valutazione alle attuali condizioni del mercato; in realtà, tale equo apprezzamento è da riferire alla contestualizzazione del business dei *Capital Good* all'interno di una *corporate* diversificata come Fiat Group, mentre la separazione legale e formale dei due settori (auto e veicoli industriali) permette, in virtù della maggiore chiarezza strategica e trasparenza dei risultati afferenti alle due aree d'attività, di valutare gli *asset* riferibili a Fiat Industrial all'interno dello specifico settore industriale d'appartenenza.

La valutazione dell'*Equity Value* di Fiat Industrial evidenzia quale dovrebbe essere la capitalizzazione di mercato del nuovo gruppo in base ai parametri di valutazione specifici del settore industriale d'appartenenza; tali parametri riguardano i multipli di mercato *industry specific* applicabili alle tre *business unit* che compongono il gruppo Fiat Industrial, ossia CNH, Iveco e FPT Industrial.

- 1) Il valore dell'*equity* di CNH viene stimato attraverso il *P/E ratio*; in particolare, il rapporto prospettico utilizzato è pari a 6x ed è calcolato in base al multiplo medio calcolato per il gruppo di imprese inserite nell'indice S&P per il settore *Machinery* negli USA. Il valore assunto dal multiplo per tale gruppo di *peer* varia in un *range* i cui estremi sono 5x-10x in caso di picchi negativi di utili e 20x-25x nel caso di picchi positivi di utili.  
Il P/E di 16x applicato all'EPS di CNH atteso per fine 2011 (pari a €1,66) determina un valore implicito per azione pari a €2656, una capitalizzazione di borsa complessiva pari a circa €6,4 miliardi circa ed un EV/EBIT pari a circa 10x; inoltre, l'attualizzazione dei risultati al 2010 permette di individuare un target price per CNH di \$31.
- 2) Il calcolo del multiplo di valore di Iveco è più complesso, dati i profili di diversità che caratterizzano i differenti segmenti del mercato dei *truck*. Il multiplo applicato all'EBIT di Iveco è un rapporto EV/EBIT pari a 7,3x, calcolato con l'applicazione di uno sconto del 30% sul valore del

corrispondente multiplo medio calcolato per il settore europeo dei *Capital Good* e del 20% rispetto a quello del settore dei veicoli industriali; tale sconto si giustifica alla luce delle debolezze mostrate da Iveco in termini di leva finanziaria e posizionamento competitivo.

Entrando nel dettaglio del calcolo del multiplo di *Enterprise Value* applicato il risultato è una combinazione dei multipli stimati per il settore auto e per il settore dei veicoli industriali, data, appunto, la diversità dei segmenti del mercato dei camion; per quanto riguarda il settore dei veicoli industriali, rispetto alle imprese comparabili Iveco presenta una debole presenza nei segmenti degli *Heavy & Medium Truck*, dei Bus e dei Veicoli speciali, ed una maggiore forza competitiva nel settore dei *Light Truck*, segmento in cui Iveco opera fornendo prodotti di minor valore rispetto ai *competitor*: queste considerazioni conducono a considerare, per la stima del multiplo da applicare per la valutazione di Iveco, il 75% del multiplo medio stimato per il settore europeo dei veicoli industriali, scontato ulteriormente del 15%. Il restante 25% del multiplo viene colmato utilizzando i multipli di medi *EV/Sales* o di *EV/EBITDA* calcolati per il comparto auto, in virtù della confrontabilità tra il settore auto stesso e quello dei veicoli industriali leggeri in cui Iveco realizza il 25% del suo giro d'affari.

- 3) Il valore di FPT Industrial viene infine calcolato applicando il multiplo di *EV/EBIT* medio per il gruppo di *peer* e pari a 6,0x.

Sulla base di tali considerazioni, si passa alla stima dell'*Equity Value* di Fiat Industrial post scissione:

**Analisi fondamentale Fiat Industrial - Equity Value, Dicembre 2011**

<i>Mln</i> €	EBIT 2012e	Multiplo	Valore	Comments
CNH	€ 800	-	€ 6.357	
Iveco	€ 735	7,3	€ 5.366	Iveco EV/EBIT scontato del 21%
FPT	€ 181	6	€ 1.086	
<b>Totale Enterprise Value</b>	<b>€ 1.716</b>	<b>7,5</b>	<b>€ 12.809</b>	
CNH Interessi di minoranza			-€ 693	Quota di pertinenza dei terzi= 10,9%
Aggiustamenti			-€ 3.098	
<b>Equity Value Fiat Industrial</b>			<b>€ 9.018</b>	
Valore implicito per azione			<b>€ 7,41</b>	# azioni al 30.06.2010

L'analisi fondamentale di Fiat Industrial mostra come il valore per azione implicito al 31.12.2011 sia pari a €7,41, corrispondente ad una capitalizzazione attesa di 9 miliardi di euro.

### **Fonti di creazione di valore e prospettive del business dei *Capital Good***

La *Sum of the Part Valuation* mostra come, in base dei risultati attesi al 31 Dicembre 2010, il gruppo Fiat attualmente soffra di un significativo *diversification discount*: ciò segnala la presenza di ampi margini di intervento per la riduzione di tale *value gap*, e l'operazione di scissione parziale proporzionale può rappresentare una soluzione plausibile in virtù di tre osservazioni:

- 1) il confronto con le imprese comparabili mostra un buon posizionamento del gruppo Fiat Industrial in termini di fatturato e di leva operativa, migliorabile anche alla luce del potenziale connesso all'avanzamento dei piani di ristrutturazione operativa in atto;
- 2) l'allineamento delle strategie di Fiat Industrial con le future minacce ed opportunità poste dal contesto competitivo di riferimento;
- 3) la valorizzazione del gruppo all'interno del settore dei *Capital Good* piuttosto che nel settore *automotive*; tale ragione è ancor più valida se si osserva qual è il peso che Fiat Industrial ha sul valore cumulato dei due gruppi industriali (Fiat Auto + Fiat Industrial):

Le probabilità che l'operazione possa creare valore per gli azionisti sono elevate anche in virtù del peso che il business dei *Capital Good* ha sull'intero gruppo in termini di *Enterprise* ed *Equity Value*:

#### ***Fiat Industrial Versus Fiat Group Value - in milioni di euro***

	<b>Enterprise Value</b>	<b>% del totale</b>	<b>Equity Value</b>	<b>% del totale</b>
Fiat Industrial	€ 12.809	69%	€ 9.018	67%
Fiat Auto	€ 5.677	31%	€ 4.409	33%
Fiat Group	€ 18.486		€ 13.427	

Il raffronto tra l'*equity value* di Fiat Industrial all'interno di Fiat Group (ante scissione) e quello assunto dal gruppo in seguito allo *spin-off* permette di comprendere i razionali finanziari che giustificano l'operazione.

Il punto di partenza è proprio il confronto tra il valore dell'azione di Fiat Industrial nei due scenari.

<b>Fiat Industrial Value</b>				
Dati in milioni di euro, eccetto dati per azione				
Variabili	Oggi (Trading Value)		Domani (Analisi Fondamentale)	
	Multipli EV/EBIT	Valore	Multipli EV/EBIT	Valore
Enterprise Value	<b>6,3x</b>	€ 10.864	<b>7,3x</b>	€ 12.809
Equity Value		€ 7.089		€ 9.018
# azioni		1217		1217
<b>Value per share</b>		<b>€ 5,82</b>		<b>€ 7,41</b>

Il confronto evidenzia come, con lo *spin-off*, i multipli di *Enterprise Value* applicabili per la valutazione di Fiat Industrial come entità indipendente e separata rispetto al gruppo Fiat siano maggiori rispetto a quelli impiegati per la stima del valore intrinseco del business dei *Capital Good* all'interno del gruppo.

Approfondendo l'analisi per *business unit*, si nota come l'operazione di scissione permette un incremento significativo nella valutazione delle imprese afferenti al nuovo gruppo Fiat Industrial: infatti, la separazione e la maggiore trasparenza, conseguenti allo *spin-off*, permettono di valutare il business dei *Capital Good* con multipli di valore specifici del settore che sono significativamente più elevati rispetto a quelli impiegati per valutare lo stesso business all'interno della struttura di *corporate*.

<b>Fiat Industrial Value</b>					
Dati in milioni di euro, eccetto dati per azione					
Business Unit	Oggi (Trading Value)		Domani (Analisi Fondamentale)		Δ Valore (%)
	Multipli	Enterprise Value	Multipli	Enterprise Value	
CNH (equity)	-	€ 6.212	16x (P/E)	€ 6.357	2,33%
Iveco	5x	€ 3.675	7,3x	€ 5.366	46,01%
FPT Industrial	5,4x	€ 977	6x	€ 1.086	11,16%

La bontà dell'investimento in Fiat Industrial è confermata anche da alcuni recenti *rumors* finanziari secondo i quali la società tedesca Daimler avrebbe messo gli occhi sulla neonata impresa con un'offerta preliminare di circa 9 miliardi di euro che, secondo indiscrezioni, non sarebbe stata ritenuta congrua dal gruppo Fiat, secondo il quale un'offerta di 10,5 miliardi di euro rispecchierebbe il reale potenziale di valore di Fiat Industrial; ad ogni modo, qualsiasi possibilità di cessione è rimandata successivamente alla quotazione in borsa delle azioni Fiat Industrial, sbarco previsto per Lunedì 3 Gennaio 2011.

Con la scissione, dunque, è possibile che la somma dei valori dei due gruppi separati sia maggiore del valore assunto dai due business in un unico gruppo industriale; infatti:

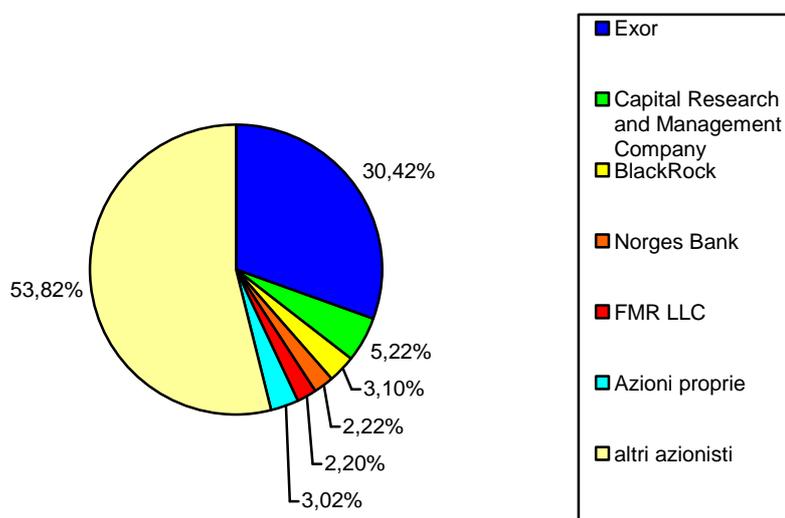
Fiat Group (ante <i>spin-off</i> )		Fiat Auto + Fiat Industrial (post <i>spin-off</i> )		Δ Valore (%)
	Equity Value		Equity Value	
Fiat Auto	€ 3.485	Fiat Auto	€ 4.409	26,51%
Fiat Industrial	€ 7.089	Fiat Industrial	€ 9.018	27,20%
<b>Value per share</b>	<b>€ 8,69</b>	<b>Value per share</b>	<b>€ 11,03</b>	<b>26,98%</b>

Quest'ultima tabella evidenzia, con chiarezza, il maggior valore che l'operazione di scissione drena a favore degli azionisti attuali di Fiat Group, con un incremento previsto del valore delle azioni in mano agli *shareholder* del 26,98%.

Di norma, l'effettiva ricchezza riferibile agli azionisti in seguito ad un'operazione di scissione si genera all'atto della cessione delle azioni di una delle due società coinvolte; per questo motivo, può essere interessante indagare quali sono le presumibili prospettive di modificazione della compagine azionaria di Fiat in seguito allo *spin-off*.

Ad oggi, la compagine azionaria di Fiat Group (che sarà la stessa in capo sia a Fiat Auto che a Fiat Industrial post scissione) è così composta:

Fiat Group - Compagine azionaria



Il maggior azionista di Fiat è la Exor, società finanziaria della famiglia Agnelli che detiene il 30,42% del capitale dell'impresa, una quota significativa rispetto al restante gruppo di azionisti, ma che potrebbe diluirsi in seguito al consolidamento ed

al *re-listing* di Chrysler a Wall Street programmato per il 2011: significa che il principale azionista è fortemente esposto al rischio di *takeover* ostili, data la frammentazione della compagine azionaria e la scarsa disponibilità di risorse di cassa. In questa ottica è possibile spiegare la scissione ed, in particolare, la principale novità statutaria inserita nello statuto tanto di Fiat Auto che di Fiat Industrial: la previsione di una clausola anti-scalata con la quale, data la vulnerabilità di Fiat a tale minaccia, il CdA di Fiat potrà compiere, senza passaggi in assemblea, i passi necessari per contrastare possibili attacchi, considerata.

Inoltre, leggendo l'operazione dal punto di vista della strategia di internazionalizzazione perseguita da Fiat sotto la guida dell'ad Sergio Marchionne, sembrerebbe che la scissione possa essere funzionale a creare una *public company* multinazionale, la cui proprietà possa essere diluita presso una moltitudine di azionisti di cui nessuno in posizione dominante, così che il *top management* possa gestire il gruppo senza alcuna forma di dipendenza da un singolo mercato (Italia o USA).

In particolare, la sventolata flessibilità strategica proclamata dall'ad Sergio Marchionne e dal presidente John Elkann in sede di apertura dell'assemblea degli azionisti dovrebbe consentire al business dell'auto di poter rincorrere, in giro per il mondo, strategie di alleanze finalizzate a migliorare le sinergie industriali del comparto; tale dichiarazione stimola due considerazioni:

- la necessità di investimenti nel business dell'auto;
- la natura delle alleanze perseguibili per lo stesso business.

La strategia di internazionalizzazione fondata su accordi di tipo strategico richiede una massiccia dose di investimenti negli esercizi a venire (per questo si giustifica un *cash flow* negativo fino al 2012 ed una ripartizione del debito netto che sarà sostanzialmente paritetica tra i due gruppi, in contrasto con quanto segnalato nel prospetto informativo inviato alla Consob in cui, in base ai dati 2009, il debito netto industriale veniva assegnato per l'83% a Fiat Industrial e per il 17% a Fiat Auto), investimenti che la famiglia Agnelli sembra non essere intenzionata a sostenere.

Inoltre, la scissione precede l'attuazione di una strategia nel business dell'auto in cui le alleanze saranno il veicolo per lo sviluppo ed il consolidamento internazionale di Fiat: tali alleanze, di norma, sono di tipo *equity* nel senso che prevedono lo

scambio di partecipazioni azionarie tra le imprese partner. In questo scenario, dividere le sorti del business dell'auto da quello dei *Capital Good* facilita il raggiungimento di accordi di partnership; dal punto di vista della compagine azionaria, il consolidamento di tali alleanze ha l'effetto di diluire la partecipazione del singolo azionista in Fiat Auto, diminuendone così il suo potere d'influenza e svincolando il perseguimento di strategie di crescita da logiche nazionaliste.

Considerati gli effetti che le strategie di crescita del business dell'auto hanno sugli azionisti, la divisione dei due business permette ad ogni singolo *shareholder* di poter decidere dove investire: in particolare, ciò vale per il principale azionista di Fiat che, in questo modo, può spostare i suoi investimenti dal settore dell'auto (il più incerto e quello con prospettive di crescita più lente) a quello dei *Capital Good*, più stabile ed attrattivo nel medio termine.

Ad ogni modo, l'attenzione dell'azionista di maggioranza al business dell'auto, almeno nel breve termine, non affievolisce in seguito all'operazione: lo conferma la nomina di John Elkann a presidente di Fiat Auto, mentre la presidenza di Fiat Industrial è stata affidata all'amministratore delegato del gruppo, Sergio Marchionne.

## Conclusioni

Il *Case Study* relativo allo *spin-off* di Fiat Industrial affrontato nell'ultimo capitolo del lavoro sembra confermare che, a determinate condizioni, un'operazione di disinvestimento sia effettivamente in grado di migliorare il benessere degli azionisti, smentendo il connubio crescita-valore come unica formula monodirezionale di creazione di valore.

A parere di chi scrive, il potenziale di creazione di valore di un'operazione di disinvestimento in una fase di difficile congiuntura economica è collegato, principalmente, alla poliedricità del fenomeno; poliedricità che garantisce alle imprese di poter ricorrere alla migliore forma di disinvestimento possibile, dati:

- gli obiettivi strategici dell'impresa madre;
- le condizioni attuali e prospettive dei mercati finanziari,

e senza per questo pregiudicare il benessere degli azionisti.

Riferendosi, *in primis*, a considerazioni di carattere strategico per tracciare le principali differenze tra le varie opzioni di disinvestimento disponibili, si noti come la scissione, pur non prevedendo alcun flusso di cassa, permette la separazione di business con caratteristiche ed ambienti competitivi differenti attraverso assegnazione delle azioni della sussidiaria target agli azionisti della casa madre; tale distribuzione permette di ricondurre il valore sprigionato negli anni successivi dal business target, agli azionisti e senza diluizione a favore di eventuali *outsider*; il conferimento e/o la cessione di un ramo d'azienda, invece, sono opzioni di disinvestimento che, pur sempre separando business con bassi tassi di correlazione strategica, generano risorse di cassa che possono essere investite dalla casa madre per finanziarie le strategie di crescita dei propri *core business* piuttosto che per equilibrare la propria struttura finanziaria, ed entrambe possono essere attività *value creating*; in particolare, rispetto alla cessione privata, il conferimento e la quotazione non totalitaria delle azioni della società conferitaria consentono alla casa madre di uscire in maniera significativa da un business senza per questo dover rinunciare allo sfruttamento di eventuali sinergie ancora esistenti tra i business.

Osservando le diverse opzioni di disinvestimento dalla prospettiva delle condizioni del mercato, è evidente come la scissione possa essere adoperata in

presenza di mercati finanziari non particolarmente brillanti, poiché permette agli azionisti di realizzare il valore insito nell'operazione solo al momento della cessione delle azioni della sussidiaria, presumibilmente quando ad una ripresa dei mercati coinciderà una ripresa del valore delle azioni stesse. Si ricorre, invece, al conferimento e cessione pubblica delle azioni della conferitaria quando l'impresa madre presenta un impellente fabbisogno di cassa; in generale, il ricorso a tali opzioni di disinvestimento avviene in presenza di mercati finanziari in rialzo: benché ciò sia più evidente nel caso di IPO della conferitaria, anche per la cessione privata vale questa condizione, in virtù del maggior valore dei multipli di imprese comparabili utilizzati per la valutazione del business target. Probabilmente, le principali differenze tra la cessione privata e la vendita pubblica della sussidiaria riguardano, *in primis*, la maggiore velocità di realizzazione della transazione privata ed, in seconda istanza, la possibilità che la vendita privata possa non rispondere ad un chiaro piano strategico di ristrutturazione ma cogliere semplicemente un'opportunità contingente.

Osservando il *framework* teorico entro il quale è stato condotto lo studio, è evidente come la versatilità (sia tra le diverse opzioni di disinvestimento, sia internamente alla singola forma di disinvestimento, data la possibilità di modulare in parte le variabili della transazione) che caratterizza il fenomeno dei disinvestimenti si traduca nella possibilità di perseguire contemporaneamente più obiettivi strategici, ampliando così le possibilità di creare valore. Riferendosi anche allo *spin-off* Fiat, sembrerebbe che un'adeguata analisi competitiva dei business in portafoglio e la sussistenza di una valida motivazione strategica alla base della decisione di disinvestire siano due elementi imprescindibili affinché l'operazione possa creare valore; inoltre, la trasparenza delle comunicazioni informative (*disclosure*) relative ai razionali strategici ed alle prospettive future dell'impresa post transazione determina la capacità di apprezzamento dell'operazione da parte del mercato.

Lo studio del caso Fiat fornisce un'ulteriore informazione; si noti la tempistica con la quale viene realizzato lo *spin-off*: prima il programma di efficientamento operativo attraverso un piano mirato al taglio dei costi ed all'utilizzo intensivo degli stabilimenti produttivi (*World Class Manufacturing*), poi l'alleanza con Chrysler, infine la scissione di Fiat Industrial e la separazione del business dei *Capital Good* da quello dell'auto; l'intera strategia Fiat sembra ricalcare fedelmente la sequenzialità evidenziata dal modello del pentagono elaborato dalla società di consulenza

strategica McKinsey per la descrizione sistematica delle strategie di ristrutturazione aziendale; si può sostenere, con presumibile certezza, che la decisione di disinvestire uno o più business ridimensionando l'estensione del portafoglio di business dell'impresa sia la diretta conseguenza di una chiara logica temporale e strategica che colloca tali operazioni all'interno di un piano sistematico finalizzato a massimizzare il valore complessivo.

In ultimo, si vuol sottolineare la complessità delle opzioni di disinvestimento dal punto di vista valutativo e dell'analisi finanziaria: la natura privata delle sussidiarie target di operazioni di disinvestimento impone al valutatore di condurre un'approfondita analisi delle caratteristiche economico/finanziarie della *business unit*, la quale può manifestare debolezze tali da giustificare l'applicazione di uno sconto sul suo valore intrinseco; stesso discorso vale nel caso in cui le debolezze dei fondamentali di valore della sussidiaria emergano dal confronto con i *financial ratio* delle imprese comparabili.

Dal punto di vista dell'analisi finanziaria, è centrale comprendere come, in costanza di disinvestimento, viene ripartita l'esposizione debitoria tra casa madre e sussidiaria/e target, poiché la struttura finanziaria *pro forma* è un elemento determinante il potenziale di valore generabile dalla transazione.

Inoltre, date le sostanziali differenze strutturali tra le varie opzioni di disinvestimento, è necessario considerare la relatività degli indicatori di creazione di valore utilizzati per la valutazione dell'operazione: ad esempio, se in presenza di IPO della conferitaria e/o di cessione privata del business i *forecast* degli indicatori di creazione di valore risentono di come l'impresa madre decida di voler investire le risorse di cassa derivanti dalla transazione, per la scissione le prospettive di creazione di valore sono collegate alle prospettive di ripresa dei mercati finanziari ed alle strategie di crescita implementabili dalle imprese nei rispettivi settori industriali d'appartenenza.

## Bibliografia

- American Bar Association, Committee on Negotiated Acquisition, *The M&A Process*, American Bar Association, 2005
- Antifora R. et al., *Operazioni straordinarie – Il manuale completo*, SE, 2007
- Arzac E, R.: *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. John Wiley & Sons. 2004
- Balducci D, *Cessione e conferimento d'azienda*, Edizioni FAG Srl, 2007
- Bragg, S.M., *Accounting Reference Desktop*, John Wiley & Sons. 2002
- Bruner R.F., *Applied Mergers and Acquisitions*, Wiley Finance, 2004
- Buffelli G., Sirtoli M., *Le operazioni straordinarie delle società*, Giuffrè Editore, 2004
- Caroli M., *Economia e gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill 2008
- Ceradini C., *Fusione e scissione delle società*, Maggioli Editore, 2008
- Coase, R., *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, October, 3, 1960.
- Collins D.J. – Montgomery C.A., *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, 2007
- Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Il Sole 24 Ore, 2008
- Cremona G. et altri, *Manuale delle operazioni straordinarie*, Wolters Kluwer Italia, 2009
- Damodaran A., *Finanza Aziendale*, 2° Ed., APOGEO
- Damodaran A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons. 2002
- De Pamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Academic Press, 2008
- Dennis Jean-Jacques J., *The five keys to value investing*, McGraw-Hill Professional, 2002
- Fernandez P, *Valuation methods and shareholder value creation*, 2002, Ed. Academic Press
- Forestieri G., *Corporate e investment banking*, Egea, 2005
- Frankel M., *Merger and Acquisition basics*, John Wiley & Sons. 2005
- Grant., R.M., *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, 3<sup>rd</sup> Edition, Oxford – Blackwell, 2005
- Hunt, Peter A., *Structuring Merger & Acquisition*, 2nd Ed., Aspen, 2004
- Improta D, *Manuale giuridico dell'imprenditore*, Halley Editrice, 2007
- Khan & Jain, *Financial Management*, Tata McGraw-Hill, 2007
- Kemper A. – Khuen F., *Corporate restructuring dynamics: a case study analysis*
- Kimberly E., William Harden J., *Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs*, Journal of Business Finance & Accounting
- Michaelson J.C., *Restructuring for growth*, McGraw-Hill Professional, 2003
- Michaely R., Shaw W., *The Choice of Going Public; Spin-offs vs. Carve-outs*
- Nicolai A.T./Thomas T.W.: *De-diversification activities of German Corporations from 1988 to 2002: perspectives from agency and management fashion theory*
- *Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York*, The Journal of Finance, Vol. 25, No. 2
- Pojezny N., *Value creation in European equity carve-out*, DUV, 2006
- Porter, M., *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, 1985, Free Press
- Ranjan D., *Corporate restructuring: enhancing the shareholder value*, Tata McGraw-Hill, 2004

- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Simon and Schuster, 2000
- Roger A. et altri, *Driving shareholder value: value-building techniques for creating shareholder wealth*, McGraw-Hill Professional, 2001
- Rosenbaum J., Pearl J., *Investment Banking*, John Wiley & Sons. 2009
- Shiva Ramu S., *Restructuring and break-ups* SAGE, 1999
- Steingold, F.S., *The complete guide to buying a business*, 2<sup>nd</sup> edition, Nolo, 2007
- Sudarsanam P.S., *Creating value from mergers and acquisitions*, 2006
- Tubke A., *Success factor in corporate spin-off*, Springer, 2004

### Webgrafia

- [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)
- [www.bsp.com](http://www.bsp.com)
- [www.consob.it](http://www.consob.it)
- [www.dowjones.com](http://www.dowjones.com)
- [www.fei.org](http://www.fei.org)
- [www.fiatgroup.com](http://www.fiatgroup.com)
- [www.findarticles.com](http://www.findarticles.com)
- [www.global.factiva.com](http://www.global.factiva.com)
- [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)
- [www.jstor.org](http://www.jstor.org)
- [www.manageronline.it](http://www.manageronline.it)
- <http://www.marketlineinfo.com/library/Default.aspx>
- [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)
- <http://osiris.bvdep.com>
- [www.pangye.com](http://www.pangye.com)
- [www.slideshare.net](http://www.slideshare.net)
- <http://en.wikipedia.org/wiki/>