

Executive summary

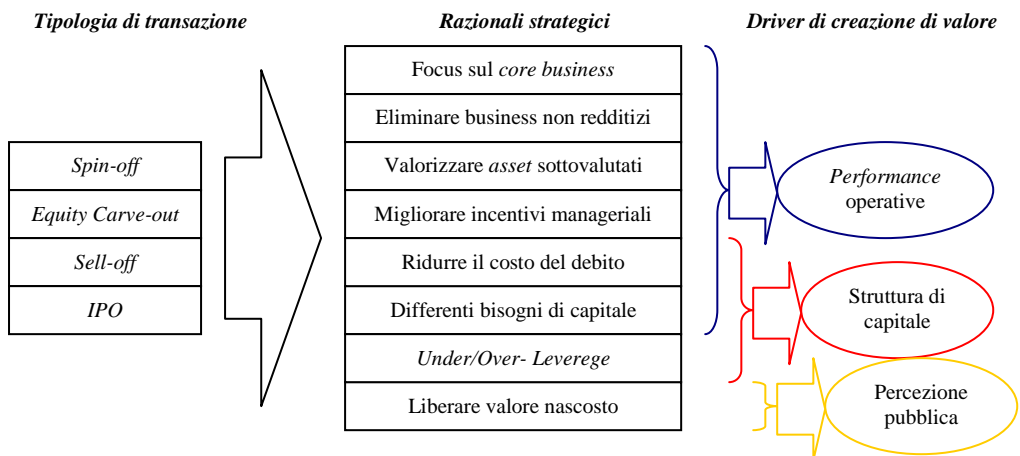
La nuova fase di focalizzazione imposta dalla crisi economica internazionale richiede una revisione delle complessive strategie d'impresa, che devono identificare non solo i business nei quali l'impresa deve concentrarsi, ma rispondere contemporaneamente alle pressioni proprietarie, quest'ultimi lesi nella loro dimensione economica dal crollo dei mercati finanziari.

Le strategie di disinvestimento sono lo strumento con il quale le imprese possono dar corso al processo di ridimensionamento dello spettro delle proprie attività, decretando l'uscita da quei business che, per ragioni di ordine economico o strategico, non hanno più convenienza a mantenere all'interno del proprio portafoglio di *corporate*; inoltre, se la decisione uscire da uno o più business non è determinata da uno stato di crisi dell'impresa, ma è volontaria e coerente ad un più ampio piano strategico di ristrutturazione, le operazioni di disinvestimento presentano un importante potenziale in termini di creazione di valore per gli azionisti.

Il presente lavoro cerca analizzare il fenomeno delle operazioni di disinvestimento (*corporate divestiture*) nella prospettiva delle principali leve attraverso cui sono in grado di aumentare il benessere riferibile agli azionisti; lo studio si concentra principalmente su:

- analisi delle diverse opzioni di disinvestimento;
- rassegna degli obiettivi strategici perseguibili;
- meccanismi di attivazione delle principali leve di creazione di valore per gli azionisti.

Tali punti d'interesse concorrono a definire il quadro logico di riferimento:



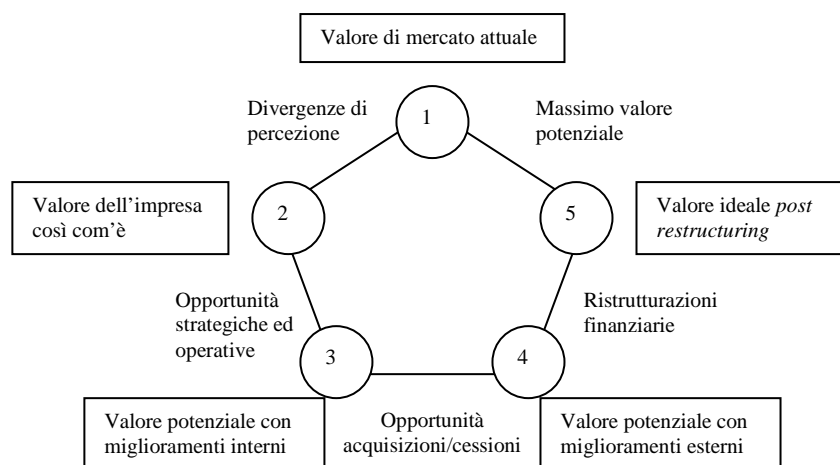
- **Capitolo 1 – Definizione, motivazioni strategiche generali e quadro teorico di riferimento delle operazioni di disinvestimento.**

La prima sezione fornisce una definizione onnicomprensiva del fenomeno, tenendo presente la poliedricità e le forme di disinvestimento alle quali è possibile ricorrere.

In generale, un'operazione di disinvestimento determina l'uscita parziale o totale dell'impresa da uno o più business. Per individuare l'oggetto di un'operazione del genere, è possibile far riferimento a due classificazioni:

- una dimensione geografica, che individua il business target in una sussidiaria nazionale che gestisce il complesso di attività afferenti ad un determinato paese/area geografica;
- una dimensione di *business unit*, in cui oggetto della transazione è l'insieme delle attività riferibili ad una determinata SBU aziendale;
- alla combinazione delle due, ossia disinvestimento delle attività relative ad un determinato business e riferibili ad uno specifico contesto geografico.

Le strategie di disinvestimento non sono fenomeni isolati, ma contestualizzati all'interno di un complesso e più ampio sistema di decisioni *value oriented*; in tal senso, il modello del pentagono elaborato dalla McKinsey è un riferimento imprescindibile:



Il modello individua le fasi di una strategia di ristrutturazione aziendale finalizzata alla massimizzare il valore della stessa; la logica di ragionamento assunta dal *management* è quella del *corporate rider*, al fine di comprendere la sottovalutazione attuale dell'impresa rispetto al suo valore potenziale e la sua vulnerabilità ad eventuali OPA aggressive. Le operazioni di disinvestimento si collocano tra la fase 3 e la fase 4, indicandole come interventi di tipo esterno volte a ridimensionare il portafoglio di business dell'impresa e

che rispettivamente, seguono un piano di ristrutturazione finalizzato al miglioramento dell'efficienza operativa interna, e precedono interventi di natura finanziaria finalizzati a ridefinire le condizioni di equilibrio finanziario dell'impresa.

L'orientamento alla creazione di valore ipotizzato dal modello implica che una strategia di disinvestimento sia in grado di migliorare il benessere degli azionisti. Secondo la prospettiva della *Shareholder Theory*, l'eccessiva diversificazione delle imprese determina un livello dei costi (relativi all'inefficienza dei mercati interni e dell'informazione) superiore ai benefici: perciò, le imprese troppo diversificate devono ridurre l'eccessiva diversificazione per pervenire ad un'ottimale composizione del portafoglio di business in modo da massimizzare le performance dell'impresa (in corrispondenza del punto di *break even* tra costi e benefici marginali).

Dal punto di vista teorico, le fonti d'inefficienza generate dall'eccessiva diversificazione e che le strategie di disinvestimento intendono correggere sono legate a:

- le dinamiche di modificazione nei costi di transazione;
 - i problemi d'agenzia sia a livello di *top management* che a livello di *management* divisionale;
 - all'efficienza dei mercati finanziari di apprezzare il reale valore intrinseco di un'impresa diversificata.
- **Capitolo 2 – Forme di disinvestimento, razionali strategici e *driver* di creazione di valore azionario: un confronto Italia USA**

Il secondo capitolo affronta, *in primis*, l'analisi delle diverse opzioni di disinvestimento previste nell'ordinamento italiano e disciplinate all'interno del Codice Civile (libro V del titolo V), ossia, scissioni, scorpori/conferimenti e cessioni di rami d'azienda, con attenzione alle rispettive caratteristiche

- strutturali;
- procedimentali;
- fiscali;

inoltre, viene dato particolare risalto agli adempimenti richiesti alle imprese quotate in pendenza di operazioni straordinarie.

La scissione (artt. 2506 – 2506-*quarter* c.c.) – Strutturalmente, l'operazione consente ad un'impresa (Società Scissa) di scorporare uno o più business a favore di una o più società (Beneficiarie) attraverso trasferimento patrimoniale; le azioni di queste ultime

vengono, poi, assegnate agli azionisti della Scissa. Le dimensioni che conferiscono flessibilità all'operazione sono:

- la quota di patrimonio trasferito, che distingue tra scissione parziale e scissione totale;
- la preesistenza o meno delle Beneficiarie, distinguendo, rispettivamente, scissioni per incorporazione e scissioni in senso stretto;
- il criterio di assegnazione delle azioni delle Beneficiarie agli azionisti della Scissa, distinguendo tra scissioni proporzionali e scissioni non proporzionali.

Sulla base della specifica configurazione adottata dall'operazione, emerge la centralità del concambio, ossia il rapporto indicante il numero di azioni di ogni singola Beneficiaria da assegnare agli azionisti per ogni singola azione della società Scissa; tale informazione è rilevante, in presenza di scissioni per incorporazione e/o non proporzionali, ossia quando si rende necessaria la stima dei valori di mercato dei patrimoni coinvolti nell'operazione.

Dal punto di vista procedimentale, i documenti che caratterizzano l'operazione sono:

- Progetto di scissione, riportante tutte le informazioni relative all'operazione, dall'individuazione delle imprese partecipanti alle modifiche statutarie, fino alla descrizione delle caratteristiche della transazione;
- Situazioni patrimoniali di scissione, ossia i bilanci della Scissa e delle Beneficiarie (se preesistenti) in base ai quali verrà effettuata l'operazione;
- Relazione degli amministratori, con la quale il *management* delle società coinvolte fornisce un'informativa di natura economica e giuridica dell'operazione;
- Relazione degli esperti, finalizzata ad analizzare la congruità del rapporto di concambio calcolato dagli amministratori, e per questo non richiesta in presenza di scissioni parziali o a favore di Beneficiarie *NewCo*, per le quali non è necessaria la valutazione economica dei patrimoni coinvolti;

Questi documenti, insieme ai bilanci delle imprese coinvolte relativi agli ultimi tre esercizi, vanno depositati presso la sede sociale di ognuna delle società partecipanti almeno 30 giorni prima della data fissata per la convocazione dell'assemblea straordinaria dei soci per la delibera di scissione; la delibera (assunta con l'approvazione del progetto di scissione) di scissione va iscritta nel registro delle imprese. Dalla data del deposito della delibera alla redazione dell'atto di scissione devono intercorrere almeno due mesi (60 giorni), necessari per garantire ai creditori la tutela contro eventuali pregiudizi che potrebbero patire in costanza di scissione. Trascorsi due mesi, è possibile redigere l'atto di

scissione nella forma di atto pubblico a cura del notaio rogante il quale, entro 30 giorni dalla redazione, deve depositarlo presso l'ufficio del registro delle imprese competente.

Gli obblighi aggiuntivi per le società quotate riguardano:

- L'obbligo di comunicazione preventiva alla Consob nel caso di operazioni significative
- Il deposito, almeno 30 giorni prima della data di convocazione dell'assemblea, presso la società di gestione del mercato, del progetto di scissione, delle Situazioni patrimoniali di scissione e della relazione degli amministratori redatta nel rispetto dell'allegato 3° del regolamento Consob;
- Il deposito presso la Consob, almeno 10 giorni prima della data fissata per l'assemblea, del prospetto informativo redatto in conformità all'allegato 3B dello stesso regolamento.

Dal punto di vista fiscale, la scissione si caratterizza per:

- la neutralità fiscale dell'operazione in capo alle società partecipanti, ossia la scissione avviene in continuità di valori fiscali;
- la neutralità fiscale della scissione in capo agli azionisti della scissa, ossia in seguito all'operazione il portafoglio di partecipazioni ha un valore identico a quello delle partecipazioni detenute dall'azionista ante operazione;
- il trattamento contabile delle differenze da scissione.

Il conferimento di un ramo d'azienda (artt. 2342 – 2345 c.c.) – E' un'operazione che permette di trasferire un ramo aziendale (con autonoma capacità reddituale) da un'impresa (società Conferente) ad un'altra (società Conferitaria); con il trasferimento, la Conferente iscrive in bilancio una partecipazione (il cui valore è almeno pari al valore del patrimonio netto trasferito) rappresentativa delle azioni della Conferitaria.

Il fatto che, a fronte del trasferimento le azioni non vengono assegnate agli azionisti della Conferente, ma iscritte in bilancio, distingue il conferimento dalla scissione.

La decisione di procedere ad un conferimento è, di norma del CdA; la documentazione prevista per una corretta impostazione della transazione riguarda:

- l'atto di conferimento;
- la perizia di stima, necessaria per la stima del valore del ramo conferito; il suo contenuto determina la misura massima della successiva delibera di aumento di capitale da parte dell'assemblea della Conferitaria (preesistente).

Il deposito della delibera assemblare (o dell'atto costitutivo della Conferitaria *NewCo*) rende effettivo il conferimento; da tale data, gli amministratori della conferitaria hanno 180 giorni per procedere alla revisione dei valori del patrimonio apportato, e confrontarli con quelli dichiarati nella perizia di stima.

IPO della sussidiaria - Il conferimento diviene una reale opzione di disinvestimento quando, in seguito al conferimento del ramo aziendale a favore della Conferitaria, la Conferente decide di cedere le azioni di quest'ultima, ricevute a fronte del trasferimento patrimoniale; qualora la cessione avvenga attraverso il mercato regolamentato, si parla di IPO della sussidiaria conferitaria. La quotazione segue il procedimento previsto per l'IPO di una normale impresa privata; le modalità di realizzazione dell'offerta sono tre:

- Offerta Pubblica di Vendita (OPV), quando vengono quotate azioni già emesse, così che la cessione determina l'uscita parziale o totale di un azionista dalla compagine sociale;
- Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS), quando ad essere quotate sono azioni di nuova emissione, sottoscritte per la prima volta da azionisti pubblici; in questo caso, l'operazione comporta la diluizione della partecipazione in mano ai vecchi azionisti;
- Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione (OPVS), ossia la quotazione riguarda sia azioni già emesse, sia azioni di nuova emissione.

L'IPO dura 8-9 mesi, ed è strutturato come segue:

Dai 4 ai 6 mesi			2 mesi	1/2 settimane	Dopo l'offerta
Pianificazione	Preparazione	Definizione	Marketing	Offerta	After market
Definizione degli obiettivi	<i>Due diligence</i>			Approvazione CONSOB e deposito del prospetto informativo	<i>Green shoes</i>
Scelta del mercato	Richiesta autorizzazioni	Analisi della domanda			Stabilizzazione del corso azionario
Scelta dello <i>sponsor</i> , del <i>global coordinator</i> ; firma dei mandati	Redazione documenti richiesti	Dimensioni dell'offerta	Campagna di comunicazione	<i>Bookbuilding</i>	<i>Specialist e Market making</i>
Valutazione iniziale	Piano di comunicazione	Contatti per il consorzio di banche	Diffusione degli <i>equity research</i>	Definizione prezzo d'emissione	Avvio attività di <i>Investor relation</i>
	Presentazione informale a CONSOB e Borsa	<i>Filing</i> con CONSOB e Borsa		Riparto ed allocazione	
				<i>Grey market</i>	

Dal punto di vista fiscale, la combinazione delle due operazioni può decretare un'opzione di disinvestimento fiscalmente neutrale quando, all'atto del conferimento:

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

- il conferente, di contro, riceve una partecipazione il cui valore fiscale è pari al valore fiscale ante operazione del ramo conferito.

La cessione delle azioni può anch'essa essere fiscalmente neutrale quando la vendita sia ammissibile al regime di *participation exemption*, introdotto con la riforma del 2003 e che, in pratica, sottrae a tassazione una parte consistente della plusvalenza da cessione di partecipazioni.

La cessione di un ramo d'azienda (artt. 2556-2562 c.c.) – Come per il conferimento, la cessione di un ramo d'azienda realizza il trasferimento di un ramo aziendale (con autonomia reddituale) dalla casa madre ad un'altra impresa acquirente; la differenza tra i due istituti è che con la cessione, l'impresa che disinveste riceve risorse finanziarie liquide e non azioni dell'acquirente, non determinandosi così un rapporto partecipativo tra le imprese coinvolte.

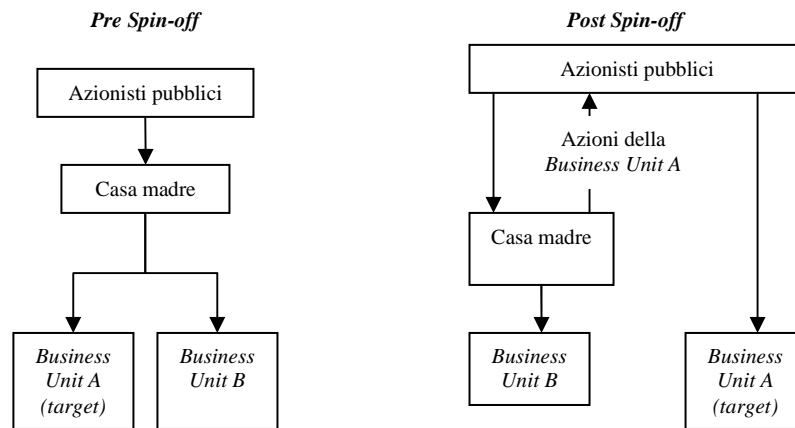
Il documento centrale dell'intera operazione è l'atto di cessione, redatto per iscritto nella forma di atto pubblico o di scrittura privata autenticata, a cui vanno allegati altri documenti accessori, relativi a:

- divieto di concorrenza (art. 2557 c.c.)
- la successione nei contratti (art. 2558 c.c.), in particolare di quelli di lavoro dipendente (art. 2112 c.c.)
- il trasferimento dei crediti (art. 2559 c.c.) e dei debiti (art. 2560 c.c.)

Dal punto di vista fiscale, l'operazione non è neutrale (art. 86 Tuir) nella misura in cui la cessione genera in capo al cedente una plusvalenza misurata come differenza tra prezzo incassato e costo fiscale netto del ramo ceduto.

La seconda parte del secondo capitolo presenta un'analisi comparativa tra le opzioni di disinvestimento disciplinate nel contesto italiano con le rispettive operazioni previste negli USA.

Scissione *versus corporate spin-off* - Lo *spin-off* è un'operazione che realizza la separazione dei business della *parent company* dal business di una *subsidiary* (*target* 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.

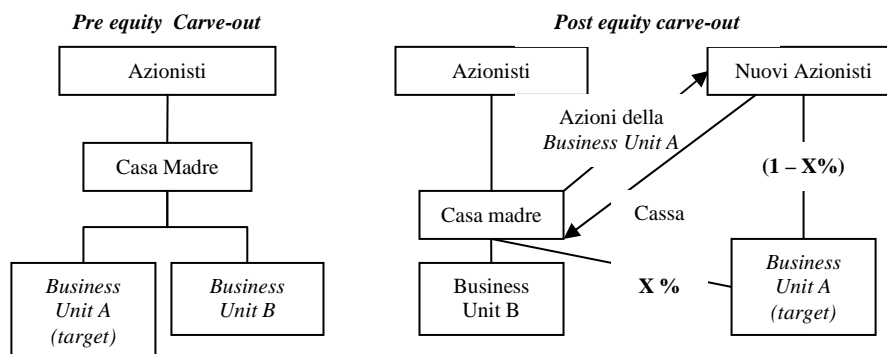


L'assegnazione delle azioni della sussidiaria agli azionisti della *parent* rende confrontabile lo *spin-off* con la scissione; in particolare, lo *spin-off* è assimilabile alla scissione parziale proporzionale (per incorporazione o in senso stretto); le principali differenze tra i due istituti sono evidenziate nella seguente tabella:

<i>Spin-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento patrimoniale parziale <i>Subsidiary</i> preesistente o di nuova costituzione - Distribuzione proporzionale - Quotazione della sussidiaria - Non sempre fiscalmente neutrale (<i>Section 355</i>) 	Scissione	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento patrimoniale parziale o totale - Società Beneficarie preesistenti o di nuova costituzione - Distribuzione proporzionale o non proporzionale delle azioni - Quotazione eventuale della sussidiaria - Sempre fiscalmente neutrale (art. 173 T.U.I.R.)
-----------------	---	-----------	---

Conferimento ed IPO della conferitaria versus *equity carve-out* – Al pari della strutturazione di un'operazione di conferimento di un ramo d'azienda con successiva quotazione delle azioni della conferitaria, l'*equity carve-out* consente alla *parent company* di disinvestire, in tutto o in parte, una *business unit* (controllata e preesistente o di nuova costituzione) attraverso quotazione delle sue azioni; più dettagliatamente, è possibile distinguere tra:

- *subsidiary carve-out*, quando la casa madre scorpora il business target dalla sua struttura per trasferirlo ad un'entità societaria di nuova costituzione, destinata poi ad essere quotata subito dopo il trasferimento patrimoniale;
- IPO della sussidiaria, quando questa è già preesistente e controllata dalla casa madre attraverso un rapporto partecipativo rappresentato da azioni della sussidiaria detenute dalla *parent*.



In base alla quota di azioni (flottante) immesse sul mercato pubblico è possibile distinguere tra:

- *minority equity carve-out*, con un flottante inferiore al 20%;
- *majority equity carve-out*, con un flottante pari almeno all'80%.

Invece, in base a chi è il soggetto societario che cede le azioni sul mercato pubblico, distinguiamo:

- *primary offering* quando è 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);
- *secondary offering*, quando è la casa madre a cedere direttamente le azioni della sussidiaria target al mercato; in questo caso, lo schema è quello dell'OPV.

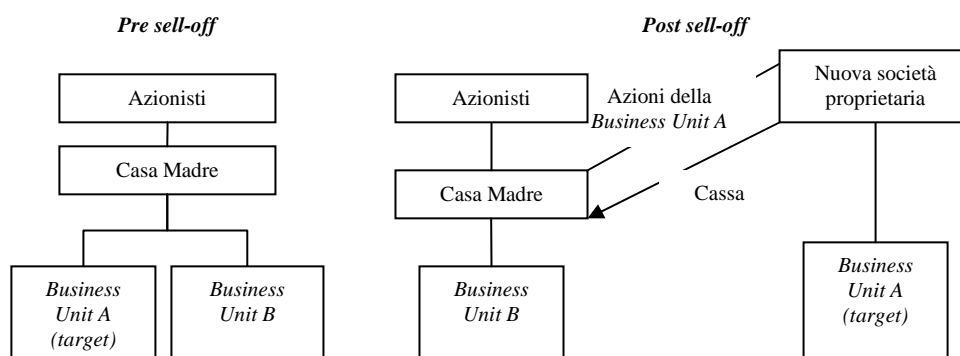
Dal punto di vista strutturale, l'*equity carve-out* si differenzia dallo *spin-off* per:

- L'impatto immediato sui *cash flow* delle due società;
- La continuità del controllo della casa madre;
- I costi di transazione e gli oneri di *disclosure*.

Le principali affinità e differenze tra conferimento più quotazione ed *equity carve out* sono sintetizzate nella seguente tabella:

<p><i>Equity carve-out</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento patrimoniale parziale - <i>Subsidiary</i> preesistente (<i>equity carve-out</i>) o di nuova costituzione (<i>subsidiary carve-out</i>) - Vincolo partecipativo della <i>parent company</i> nel capitale della <i>subsidiary</i> - IPO automatico della <i>subsidiary</i> (<i>primary Vs Secondary offering</i>) - Neutralità fiscale del conferimento eventuale (partecipazione superiore all'80%) - Rilevanza fiscale della <i>secondary offering</i> 	<p>Conferimento ramo d'azienda (da art. 2556 ad art. 2562 c.c.)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento parziale del patrimonio netto della conferente a favore di una o più conferitarie - Conferitaria preesistente o di nuova costituzione - Vincolo partecipativo - IPO eventuale della conferitaria - Neutralità fiscale del conferimento solo se in continuità di valori contabili (art. 176 T.U.I.R.) - Neutralità fiscale della cessione (regime di <i>Participation Exemption</i>, art. 87 T.U.I.R.)
--------------------------------	---	---	--

Cessione privata *versus sell-off* – Dal punto di vista strutturale, le operazioni di cessione privata di un business sono identiche sia in Italia che negli USA:



Le uniche differenze sono di carattere legislativo: infatti, il legislatore italiano, a differenza di quello statunitense, tiene a precisare il contenuto degli effetti accessori della cessione di un ramo d'azienda; la tabella seguente fornisce un confronto dettagliato tra i due istituti:

<i>Sell-off</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Cessione privata a titolo definitivo delle azioni di un business - Corrispettivo in denaro - <i>Asset sale versus Entity sale</i> 	Cessione ramo d'azienda	<ul style="list-style-type: none"> - Trasferimento privato di un ramo d'azienda - Corrispettivo in denaro - Divieto di concorrenza (art. 2257 c.c.) - Successione nei contratti (art. 2258 c.c.), in particolare di quelli di lavoro dipendente (art. 2112 c.c.) - Cessione dei crediti (art. 2259 c.c.) - Cessione dei debiti (art. 2260 c.c.) - Plusvalenze inscindibili (art. 86 T.U.I.R.)
-----------------	---	-------------------------	--

Il confronto tra le opzioni di disinvestimento afferenti ai due contesti geografici, e la conseguente evidenziazione delle affinità e differenze tra gli istituti, rende possibile indagare, per estensione, i razionali strategici sottesi alle operazioni di scissione, conferimento e cessione di rami d'azienda, riferendosi alle conclusioni strategiche e finanziarie alle quali è pervenuta la letteratura USA in tema di operazioni di disinvestimento. È possibile classificare gli obiettivi strategici di un'operazione di disinvestimento in base alle leve di creazione di valore che possono attivare, ossia:

- il miglioramento delle *performance* operative;
- il riequilibrio della struttura di capitale;
- il miglioramento della percezione pubblica.

I meccanismi di attivazione delle leve di creazione di valore dipendono dalle caratteristiche strutturali di ogni singola opzione di disinvestimento e dagli obiettivi strategici perseguiti:

Uno spin-off (e, dunque, un'operazione di scissione parziale proporzionale) può presentare i seguenti obiettivi strategici:

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

Per l'*equity carve-out* (e, dunque, anche per il conferimento con successiva vendita pubblica delle azioni della conferitaria) le motivazioni strategiche di fondo possono essere:

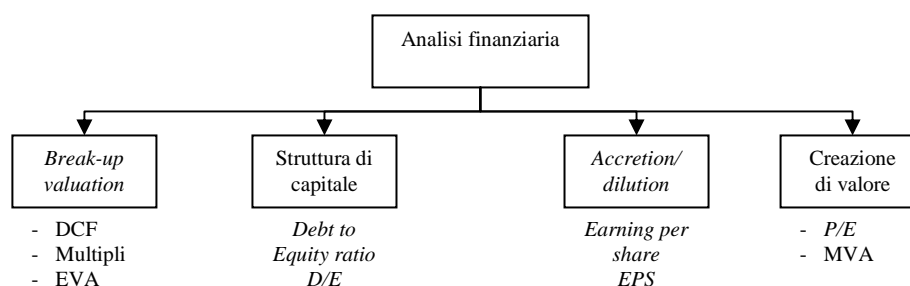
Razionali strategici di un equity carve-out	Performance operative	<ul style="list-style-type: none"> - Monetizzare il valore di business - Focalizzazione operativa sul core business - Sfruttamento di sinergie
	Struttura di capitale	<ul style="list-style-type: none"> - gestione separata di business con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

Infine, la decisione di procedere ad una cessione privata di un business può essere motivata dai seguenti obiettivi strategici:

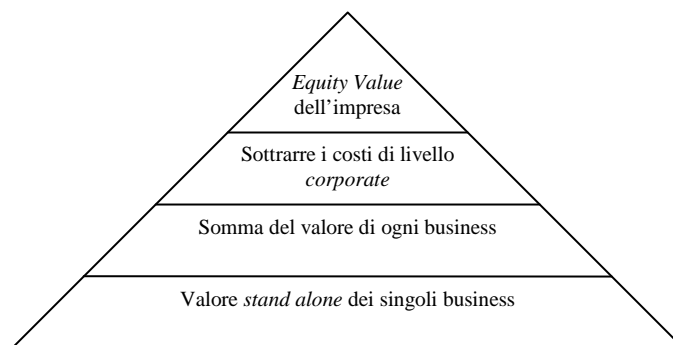
Razionali strategici di un'operazione di sell-off	Performance operative	<ul style="list-style-type: none"> - Eliminare un business con basse performance - Monetizzare il valore di business - Eliminare un business che assorbe troppe risorse - Trasferire il business ad un acquirente in grado di valorizzarlo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

▪ Capitolo 3 – La valutazione di una strategia di disinvestimento

La complessità e la poliedricità del fenomeno impongono che l'analisi finanziaria delle operazioni di disinvestimento si concentri principalmente su quattro aree di studio:



La **Break up (o Sum of the Parts) valuation** permette di calcolare il valore di una *corporate* come somma del valore intrinseco *stand alone* dei singoli business che compongono il suo portafoglio di attività; in questo modo, l'*implied equity value* dell'intera impresa (calcolato come somma del valore *stand alone* dei singoli business) può essere confrontato con la sua capitalizzazione di borsa corrente (ossia, il valore di mercato) per evidenziare se, allo stato attuale, l'impresa è sotto o sopra valutata rispetto al suo reale valore. Lo schema logico di valutazione adottato dalla *break up valuation* è il seguente:



La valutazione *stand alone* dei singoli business viene effettuata ricorrendo alle note metodologie di valutazione, ossia:

- DCF
- Multipli di imprese comparabili
- EVA

Nel procedere alla valutazione, è necessario tenere in considerazione la natura privata dei business e, dunque, la loro maggiore rischiosità, che può tradursi in un *discount* del loro valore intrinseco: le fonti di rischio riguardano:

- la carenza di liquidità;
- le dimensioni (più contenute) in termini di fatturato ed EBIT;
- la mancanza di *track record*;
- la focalizzazione delle strategie di business;
- la non separazione tra proprietà e management;
- la reale dimensione degli utili conseguiti, causa di politiche di bilancio distorsive.

I costi di livello corporate sono voci di spesa non allocabili a livello di singola unità di business; riguardano la fornitura di servizi generali erogati a livello centrale.

Il confronto tra l'*equity value* della *corporate* così calcolato e il suo valore di mercato corrente determina l'opportunità di procedere ad un'operazione di disinvestimento finalizzata a chiudere l'eventuale *value gap* (il *diversification discount*) di cui è affetta la casa madre.

Per comprendere le modalità e la misura della riduzione del differenziale di valore, e dunque, la creazione di valore azionario generata da un'operazione di disinvestimento, è fondamentale tenere in considerazione i seguenti aspetti:

- l'analisi di come la specifica opzione di disinvestimento modifica (ed eventualmente riequilibra) la struttura finanziaria delle imprese coinvolte in base al settore di appartenenza ed ai principali *competitor*.
- lo studio dell'*accretion/dilution* dell'EPS delle imprese coinvolte, in particolar modo della casa madre;
- la misura del potenziale di creazione di valore, attraverso l'utilizzo di indicatori quali il P/E ratio ed il *Market Value Added* (MVA)

Per condurre l'analisi di creazione di valore, è necessario determinare:

- 1 – il valore del business in due differenti prospettive: quella *stand alone* valuta il business come soggetto indipendente rispetto al portafoglio di corporate, mentre la prospettiva *going concern* stima il valore del business nell'ambito della specifica transazione, dunque considerando gli effetti in termini di *performance* operative e di struttura di capitale determinati dalla transazione;
- 2- la valutazione della casa madre ante e post operazione; in particolare il valore *pro forma* della *parent* deve riflettere gli effetti generati dalla specifica transazione sui suoi fondamentali di valore;
- 3- il valore azionario potenzialmente generabile dall'operazione, attraverso l'analisi delle dinamiche di modificazione del P/E *ratio* della casa madre e del business target sia prima che dopo l'operazione.

Benché lo schema d'analisi per la stima del potenziale di creazione di valore sia comune a tutte e tre le forme di disinvestimento, è necessario tenere in considerazione, all'atto dello studio, le specifiche caratteristiche strutturali di ogni singola opzione,

Per le operazioni di scissione, il deconsolidamento del business target impatta:

- sulla struttura patrimoniale delle imprese coinvolte, modificandone, in particolare, la leva finanziaria;
- sulle grandezze di Conto Economico della casa madre che, molto probabilmente, registrerà una diluizione del proprio EPS.

L'analisi di creazione di valore del conferimento e successiva vendita delle azioni della conferitaria è condizionata:

- dalla presenza della variabile finanziaria, che rende necessario considerare quali sono le modalità di investimento delle risorse di cassa generate dall'operazione, in termini di finanziamento di opportunità di crescita e/o di riequilibrio della struttura finanziaria delle imprese coinvolte;
- dall'IPO delle azioni della conferitaria che, rispetto ad uno *spin-off*, realizza il collocamento azionario presso investitori istituzionali, rendendo dunque necessario scontare l'*equity value* della sussidiaria target con un tasso rappresentativo dell'*IPO discount*;
- dal metodo di consolidamento adoperato dalla casa madre per la contabilizzazione della partecipazione nella conferitaria in bilancio, funzione della quota di capitale sociale detenuta dalla prima in seguito all'IPO delle azioni della seconda. L'attenzione deve essere dedicata alla depurazione degli utili *pro forma* della *parent* dagli utili riferibili alla sussidiaria disinvestita eventualmente consolidati, per poter condurre un'esatta analisi dell'EPS e del *P/E ratio* della casa madre in seguito all'operazione.

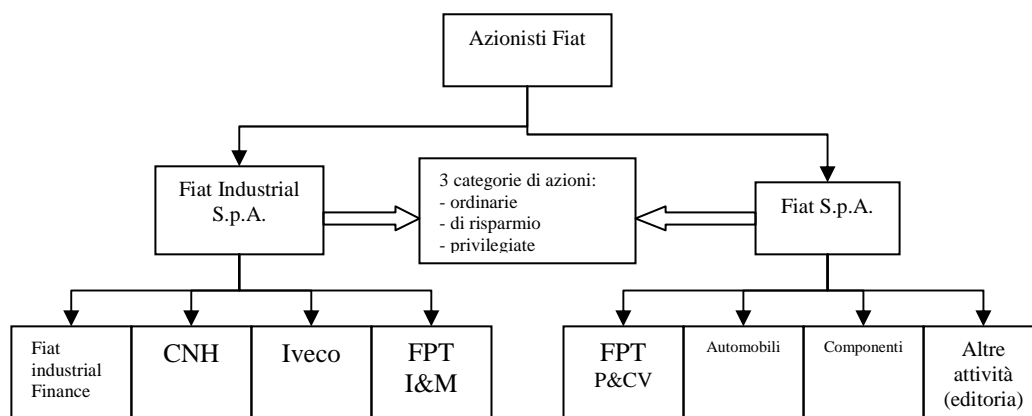
▪ **Capitolo 4 – Case Study: l'operazione di scissione parziale proporzionale di Fiat Industrial**

L'ultimo capitolo è un'analisi dell'operazione di scissione parziale proporzionale con la quale il gruppo Fiat perverrà, dall'1 Gennaio 2011, alla separazione del business dell'auto da quello dei *Capital Good*, con la creazione di due nuovi gruppi: Fiat Auto, con esclusiva focalizzazione sull'auto e sulla componentistica, e Fiat Industrial, focalizzata sulle 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.

Il principale obiettivo strategico della scissione è di separare due business con differenti caratteristiche 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 l'operazione entrambe le imprese potranno perseguire le migliori strategie di crescita all'interno del proprio business di riferimento, anche attraverso alleanze, senza doversi preoccupare degli effetti che potrebbero generare sull'altro.

La nuova struttura organizzativa del gruppo Fiat sarà la seguente:

Situazione organizzativa post scissione



Dal punto di vista patrimoniale, la scissione si realizzerà con l'assegnazione a Fiat Industrial (società Beneficiaria) di un patrimonio attivo rappresentato, principalmente, da partecipazioni in CNH, Iveco e la parte Industrial & Marine di FPT e, per il passivo, da una quota dell'indebitamento netto di Fiat Group:

Ragione sociale	Sede legale	Capitale sociale sottoscritto/ versato (Euro)	% poss.	Azioni/quote possedute	Valore di iscrizione in Fiat al 30 giugno 2010 (Euro)
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
Totale partecipazioni (A)					4.977.346.053
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)
Totale Indebitamento finanziario netto (B)					(1.227.000.000)
Totale Valore netto scindendo (A)+(B)					3.750.346.053

La riduzione del patrimonio netto di Fiat Group verrà realizzata non con annullamento di azioni, ma con riduzione del loro valore nominale, di modo che, post operazione, il valore nominale di Fiat Auto sarà pari a 3,5€, contro 1,5€ di Fiat Industrial; inoltre, la distribuzione delle azioni di Fiat Industrial agli azionisti di Fiat sarà pienamente proporzionale e nel rapporto 1:1.

Passando alla valutazione dell'operazione, la Sum of the Parts Valuation di Fiat Group, condotta in base ai risultati attesi per l'intero gruppo per fine esercizio 2010 ed in base al valore dell'azione Fiat al 30 Giugno 2010, mostra un discount tra valore azionario implicito e valore di mercato dell'azione del 64,58%, indicando una forte sottovalutazione

del gruppo. In questo senso, la scissione può essere uno strumento per creare valore per gli azionisti; per poter cogliere tale potenziale, è necessario procedere ad una valutazione separata dei due business.

Il valore di Fiat Auto è dato dal valore implicito del business dell'auto in base alle stime di fatturato, EBIT, ed utile netto più il valore del consolidamento di Chrysler, consolidamento che dovrebbe concludersi nel 2011; quindi, il valore azionario implicito di Fiat Auto post *spin-off* (come somma del business auto di Fiat più Chrysler) sarà:

Valutazione Fiat Auto S.p.A. post scissione

<i>in milioni di euro</i>	Ricavi 2012e	EV/SALES	Value	Commenti/ipotesi
Fiat S.p.A. (Auto)	€ 37.848	15%	€ 5.677	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
Implied Equity Value			€ 4.409	
# azioni in circolazione			1217	al 30 Giugno 2010
Implied Price target			€ 3,62	

Per poter comprendere le cause ed il potenziale di creazione del valore insito nella scissione di Fiat Industrial, è necessario valutare il business sia all'interno della struttura di *corporate*, sia come entità autonoma ed indipendente rispetto alla casa madre.

Per la valutazione di Fiat Industrial all'interno del gruppo Fiat, è necessario calcolare il *Trading Value* di quest'ultimo in base alle condizioni organizzative e finanziarie attuali:

Trading Value Fiat Group - 2012

<i>Mln €</i>	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	
Totale Enterprise Value	€ 1.716	6,3	€ 10.864	
CNH Interessi di minoranza			-€ 677	Quota di pertinenza dei terzi= 10,9%
Aggiustamenti			-€ 3.098	
Equity Value Fiat Industrial			€ 7.089	
Equity Value Fiat Auto			€ 3.485	Sconto del 21% delle imprese del settore auto
Equity Value Fiat Group			€ 10.574	
Valore implicito per azione			€ 8,69	# azioni al 30.06.2010

Per la valutazione di Fiat Industrial come entità societaria indipendente dal Gruppo Fiat, viene condotta un'analisi del business, la quale stima il valore azionario implicito di Fiat Industrial in una prospettiva *going concern*:

Analisi fondamentale Fiat Industrial - Equity Value, Dicembre 2011

Mln €	EBIT 2012e	Multiplo	Valore	Commenti
CNH	€ 800	-	€ 6.357	
Iveco	€ 735	7,3	€ 5.366	Iveco EV/EBIT scontato del 21%
FPT	€ 181	6	€ 1.086	
Totale Enterprise Value	€ 1.716	7,5	€ 12.809	
CNH Interessi di minoranza			-€ 693	Quota di pertinenza dei terzi= 10,9%
Aggiustamenti			-€ 3.098	
Equity Value Fiat Industrial			€ 9.018	
Valore implicito per azione			€ 7,41	# azioni al 30.06.2010

Le conclusioni emergono confrontando i risultati relativi all'*Equity Value* di Fiat Group con gli *Equity Value* rispettivamente, di Fiat Auto e Fiat Industrial, calcolati come se quest'ultime fossero *business unit* separate ed indipendenti:

Fiat Group (ante spin-off)		Fiat Auto + Fiat Industrial (post spin-off)		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%
Value per share	€ 8,69	Value per share	€ 11,03	26,98%

E' evidente come la scissione sia in grado di pervenire ad un miglior apprezzamento del valore implicito di entrambi i business, con un aumento del valore azionario implicito combinato delle due unità di business pari a + 26,98%. Per comprendere quali sono le fonti di tale creazione di valore, è necessario confrontare l'*Equity Value* di Fiat Industrial nei due contesti di valutazione:

Fiat Industrial Value				
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	6,3x	€ 10.864	7,3x	€ 12.809
Equity Value		€ 7.089		€ 9.018
# azioni		1217		1217
Value per share		€ 5,82		€ 7,41

E' chiaro che il potenziale di maggior valore è insito nei multipli di *Enterprise Value* riferibili a Fiat Industrial in seguito all'operazione, nettamente superiore a quello applicabile oggi, alle condizioni attuali; più nel dettaglio, il potenziale di valore è così suddiviso:

Fiat Industrial Value					
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%

Significa che, con lo *spin-off*, aumentano le possibilità di una migliore valorizzazione di Fiat Industrial come entità distaccata dal business dell'auto, grazie all'utilizzo di multipli di imprese comparabili più significativi di quelli impiegati fino ad oggi.

Quindi, presumibilmente l'operazione creerà valore grazie:

- 1) al buon posizionamento del gruppo Fiat Industrial, in termini di fatturato e di leva operativa, rispetto alle società comparabili, migliorabile anche alla luce del potenziale connesso all'avanzamento dei piani di ristrutturazione operativa in atto;
- 2) all'allineamento delle strategie di Fiat Industrial con le future minacce ed opportunità poste dal contesto competitivo di riferimento;
- 3) alla valorizzazione del gruppo all'interno del settore dei *Capital Good* piuttosto che nel settore *automotive*.

La scissione sembra aprire interessanti prospettive di modificazione in seno alla compagine azionaria: si parta dalla considerazione che la divisione dei due business permette ad ogni singolo *shareholder* di poter decidere dove investire.

Le strategie di crescita del business dell'auto ruotano intorno a:

- necessità di investimenti;
- accordi di partnership di tipo *equity*:

Sotto il primo profilo, le risorse di cassa necessarie alla crescita del comparto auto possono richiedere massicce iniezioni di capitali agli azionisti; per il secondo profilo, le partnership di tipo *equity* comportano una diluizione della partecipazione del singolo azionista in Fiat Auto.

Dunque, la possibilità riconosciuta agli azionisti di poter spostare i propri investimenti in uno dei due business è da leggere con riferimento alle strategie del settore auto: affinché sia possibile continuare a dar corso alla strategia di internazionalizzazione voluta da Marchionne per portare la Fiat al livello dei più grandi *player* globali nel settore auto, è necessario l'ingresso di nuovi azionisti con una forte disponibilità di risorse liquide, lasciando agli azionisti attuali che non presentino tale caratteristica di poter ripiegare su un investimento più stabile e sicuro come quello rappresentato dal business dei *Capital Good* con Fiat Industrial.

Tale discorso sembra valere particolarmente per il principale azionista di Fiat Group, la Exor, società finanziaria di proprietà della famiglia Agnelli, che detiene una quota di partecipazione in Fiat del 30,42%: le scarse disponibilità di cassa e la frammentazione degli interessi della famiglia, giunta ormai alla terza generazione proprietaria, fanno della Exor uno dei principali azionisti indiziati a spostare gran parte dei propri interessi patrimoniali in Fiat Industrial.