



Dipartimento di Impresa & Management  
Cattedra di Economia e Gestione delle Imprese

**LA CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI:  
DIVERSIFICAZIONE O DISINVESTIMENTO?**

Relatore:

Prof. Pirolu Luca

Candidato:

Emilio Mirante

Matricola : 156771

ANNO ACCADEMICO 2011/2012

## INDICE

### INTRODUZIONE

#### **CAPITOLO 1. LE STRATEGIE DI CRESCITA: LA DIVERSIFICAZIONE**

- 1.1 Tendenze della diversificazione nel tempo
- 1.2 Diversificazione correlata e diversificazione conglomerata
- 1.3 Le modalità di espansione: Fusioni e acquisizioni; Sviluppo Interno; Alleanze
- 1.4 Motivazioni alla base della diversificazione: crescere; ridurre il rischio; aumentare la redditività
  - 1.4.1 *La crescita*
  - 1.4.2 *La riduzione del rischio*
  - 1.4.3 *L'aumento della redditività*
- 1.5 La diversificazione crea o distrugge valore? Riflessioni ed evidenze empiriche

#### **CAPITOLO 2. CORPORATE RESTRUCTURING: LE OPERAZIONI DI DISINVESTIMENTO**

- 2.1 Definizione e modello teorico
- 2.2 Razionali strategici sottostanti (antecedents) e effetti del corporate divestiture (outcomes)
  - 2.2.1 *Antecedents*
  - 2.2.2 *Outcomes*
- 2.3 I principali meccanismi di exit: spin-off; equity carve-out; sell-off
  - 2.3.1 *Lo spin-off*
  - 2.3.2 *L'equity carve-out*
  - 2.3.3 *Il sell-off*

#### **CAPITOLO 3. CASE STUDY: LO SPIN-OFF DI FIAT INDUSTRIAL SPA**

- 3.1 La Fiat: assetto organizzativo prima e dopo lo spin-off
- 3.2 Struttura procedurale e effetti patrimoniali
- 3.3 Motivazioni strategiche e finalità dello spin-off

### CONCLUSIONI

## Introduzione

Il tema dell'ampiezza del portafoglio di attività di un'impresa è da sempre stato oggetto di studio controverso e contraddittorio. Molti autori, nel corso del tempo, hanno cercato di individuare la dimensione ottimale dello spettro di attività di un'azienda, giungendo più volte a risultati contrastanti.

La letteratura finanziaria e strategica ha cercato di capire, cioè, se la creazione di un maggior valore passi per l'ampliamento smisurato e incondizionato dell'attività imprenditoriale in diversi settori, seppur fortemente dissimili tra loro, o se, al contrario, le performance reddituali di un'impresa possano essere incrementate attraverso la riduzione del portafoglio di business, tramite le operazioni di ristrutturazione aziendale.

Nel primo caso si parla di diversificazione, definita come la strategia tramite la quale l'impresa persegue obiettivi di crescita e redditività attraverso l'espansione in nuovi settori di attività. Nel secondo caso si parla di disinvestimento, scelta strategica che presuppone la riduzione del capitale complessivamente investito attraverso la dismissione o l'eliminazione di SBU appartenenti al proprio portafoglio di attività.

Nel periodo che va dal 1950 al 1980 la diversificazione ha conosciuto una tendenza fortemente positiva: si è assistito progressivamente a un incremento dello spettro di attività da parte delle più importanti imprese internazionali e la crescita dimensionale è diventata il *leitmotiv* delle scelte strategiche poste in essere. Tale fenomeno è giustificato dal fatto che, in tale contesto storico ed economico, gli orientamenti agli obiettivi aziendali erano concentrati sulla crescita e gli azionisti, motivati dalla possibilità di accrescere i propri profitti, conferivano notevole fiducia e autorità ai manager, i quali tendevano per natura e interesse all'espansione della gamma di attività in cui operare.

Diversamente, a partire dagli ultimi anni '80, il fenomeno diversificazione ha riscontrato un netto calo. Di contro, sempre più imprese conglomerate hanno attuato operazioni di *corporate restructuring* tese a ridurre le SBU presenti nel portafoglio e concentrare le risorse strategiche e finanziarie sul *core business*. L'obiettivo del profitto ha sostituito quello della crescita e gli azionisti hanno

cominciato a esercitare un peso maggiore nella gestione manageriale. Inoltre, le turbolenze economiche di quegli anni hanno imposto alle imprese una riorganizzazione strutturale, volta a perseguire maggiore flessibilità e dinamicità, fondamentale per rispondere tempestivamente ai mutamenti dei mercati; attributi questi, difficilmente implementabili da un grande gruppo diversificato, che per natura è “macchinoso” dal punto di vista strategico e decisionale.

Diversificazione e disinvestimento si pongono come i punti focali della nostra ricerca: ciascuna delle due strategie presenta una serie di vantaggi e svantaggi, che le rendono convenienti a seconda dei singoli casi . Tuttavia molto spesso si pongono come opzioni alternative e difficilmente conciliabili, che presuppongono una scelta da parte del management, che si riflette sull’intera organizzazione : perseguire la crescita dimensionale , espandendo la propria attività nel maggior numero di business possibili o, al contrario, rifocalizzare le proprie risorse e competenze sulle attività tipiche e principali?

Obiettivo di questo lavoro è proprio quello di identificare una condotta ottimale ed efficiente, analizzando singolarmente le diverse opzioni strategiche , delineando i rispettivi punti di forza e debolezza, ed elaborando un giudizio finale sulla rispettiva validità delle diverse strategie nella generazione di valore per gli azionisti. Ma perché analizzare la questione dal punto di vista degli *shareholders*?

La questione fondamentale è che gli azionisti sono c.d. “*stakeholders* di ultima istanza” : essi apportano capitale all’impresa a titolo di dotazione patrimoniale vincolata, e dunque, la loro soddisfazione è residuale rispetto a quella di tutti gli altri portatori di interessi. Ciò implica che se l’azionista è remunerato, sono stati implicitamente remunerati tutti gli altri *stakeholders*, e di conseguenza si è generato valore per l’intera entità economica.

Il primo capitolo del *paper* sarà concentrato, quindi, sull’analisi della strategia di espansione diversificata. Verrà tracciato, in primis, un breve excursus storico del fenomeno. In seguito verrà illustrata la differenza tra diversificazione correlata e conglomerata e saranno descritti i principali metodi tramite il quale è possibile espandere l’attività aziendale in nuovi business. M&A, Sviluppo Interno e Alleanze saranno, quindi, analizzati nei principali vantaggi e svantaggi che li caratterizzano. Infine, si fornirà un impianto teorico che descrive le principali

finalità realizzabili con la diversificazione, svolgendo una serie di riflessioni che ci aiuteranno a identificare la validità delle strategie di espansione diversificata.

In seguito, con il secondo capitolo si analizzeranno più propriamente le diverse operazioni di disinvestimento realizzabili per scorporare unità di business non più congeniali all'attività dell'impresa.

Verrà presentato un modello teorico che classifica le procedure di *corporate divestiture* in base ai razionali strategici sottostanti (*antecedents*) e ai risultati economici, strategici e organizzativi ottenibili (*outcomes*), e, successivamente, saranno analizzate singolarmente le diverse opzioni di disinvestimento delineate dalla legislazione USA. *Spin-off*, *Carve-out* e *Sell-off* verranno presentati delineando i differenti driver di valore azionabili da ogni strategia, classificati nelle tre categorie Performance Operativa, Percezione Pubblica e Struttura di Capitale.

Infine sarà presentato un *case study* teso a illustrare l'aspetto pratico delle operazioni di disinvestimento e ottenere un riscontro empirico dei risultati ottenibili dalla ristrutturazione del portafoglio di business. In particolare si analizzerà lo spin-off di Fiat Industrial da parte di Fiat Group, tramite il quale la casa torinese ha scorporato la divisione attinente alla produzione e commercializzazione dei *Capital Goods* dal comparto *automotives*, perseguendo, in tal modo, una maggiore flessibilità strategica e attribuendo maggiore autonomia decisionale e finanziaria a due business caratterizzati da notevoli differenze, sia in termini competitivi, sia in termini di struttura finanziaria.

## ***CAPITOLO 1***

### **LE STRATEGIE DI CRESCITA: LA DIVERSIFICAZIONE**

La decisione riguardante il settore di attività in cui operare rappresenta il punto di partenza per la formulazione di una strategia competitiva di successo e definisce l'identità stessa dell'impresa, la sua ragion d'essere.

La definizione che un'impresa dà del proprio ambito di attività aziendale può evolversi e cambiare notevolmente nel corso del tempo. Molte imprese, per esempio, hanno ampliato considerevolmente la gamma dei loro interessi di business: Microsoft, originariamente fornitore di sistemi operativi, ha allargato la propria offerta, espandendosi nella fornitura di software applicativi e per la comunicazione e si sta affermando come produttore di servizi d'informazione e intrattenimento. Al contrario, altre imprese si sono mosse nella direzione opposta, come Philips che ha sfoltito il portafoglio di business, focalizzandosi sulla produzione di piccoli elettrodomestici.

Le decisioni strategiche di gruppo possono essere la base per la creazione di valore per l'impresa, configurandosi come uno dei principali strumenti atti a contrastare l'evoluzione del ciclo di vita del settore, assicurandosi crescita e sviluppo nel lungo periodo. Tuttavia, se mal formulate sono in grado di distruggere valore azionario a velocità e ritmi spaventosi: si veda lo sfortunato esempio di AT&T, che nel 1989 era al quarto posto tra le imprese statunitensi di maggior valore e nel 2003 era scesa al centotrentaquattresimo.

È quindi fondamentale che un'azienda sia in grado di determinare quali sono le basi per una strategia di gruppo che crei valore anziché distruggerlo; valutazione che apparentemente risulta notevolmente complessa.

In questo capitolo si soffermerà l'attenzione in particolar modo sulle **strategie di diversificazione**, cioè strategie tramite la quale l'impresa tenta l'espansione e la crescita attraverso l'entrata in nuovi settori di attività.

L'espansione diversificata implica, nella sua valutazione generale da parte del management, due considerazioni di base: valutare in primis l'attrattività del settore in cui si intende entrare e, in secundis, verificare che l'impresa possieda o possa realizzare un vantaggio competitivo notevole nel settore in questione. Si

tratta, in effetti, di identificare le condizioni che permettono alla diversificazione di creare valore per gli azionisti e, in particolare, valutare le potenzialità di condivisione e trasferimento di risorse e competenze all'interno delle diverse divisioni di un'azienda diversificata (sinergie).

È fondamentale, inoltre, individuare i problemi organizzativi e gestionali che si originano in seguito all'applicazione della strategia, e identificare un modello organizzativo che permetta un'attenta gestione e coordinazione delle diverse SBU, senza tralasciare la loro indipendenza operativa.

### 1.1 Tendenze della diversificazione nel tempo

Per affrontare correttamente il tema della diversificazione è senz'altro opportuno fornire un breve excursus storico del fenomeno, analizzando i diversi fattori che hanno causato le tendenze passate e attuali nella diversificazione e nel disinvestimento.

Nel periodo che va dal 1950 al 1980, la diversificazione ha rappresentato una fonte particolarmente importante di crescita aziendale. Una ricerca condotta alla Harvard Business School<sup>1</sup> ha illustrato l'evoluzione del fenomeno tra i grandi gruppi industriali americani. Come mostra la seguente tabella, col passare del tempo il numero d'impres specializzate nella classifica Fortune 500 è diminuito progressivamente, mentre quello delle imprese diversificate è aumentato:

*1. Variazione delle strategie di diversificazione nella classifica Fortune 500, 1949-1974(in percentuale)*

Monobusiness	42,0	34,1	22,8	21,5	14,8	14,4
Integrate verticalmente	12,8	12,2	12,5	14,0	12,3	12,4
Un'attività principale	15,4	17,4	18,4	18,4	12,8	10,2
Attività correlate	25,7	31,6	38,6	37,3	44,4	42,3
Attività non correlate	4,1	4,7	7,3	8,7	18,7	20,7

*Nota:* Per imprese monobusiness si intendono le imprese che realizzano almeno il 95% delle vendite nella loro attività principale. Per imprese integrate verticalmente intendiamo imprese che concentrano almeno il 70% delle loro vendite in attività correlate verticalmente. Le imprese con un'attività principale sono le imprese che realizzano una quota compresa tra il 70 e il 95% delle loro vendite in una sola attività. Le imprese che operano in attività correlate realizzano almeno il 70% delle loro vendite tramite attività correlate tra loro. Le imprese che operano in attività non correlate, infine, realizzano meno del 70% delle loro vendite in attività tra loro correlate.

*Fonte:* R.P. Rumelt, *Diversification Strategy and Profitability*, in «Strategic Management Journal», 3, 1982, pp. 359-370.

<sup>1</sup> R.P.Rumelt, *Diversification Strategy and Profitability*, in "Strategic Management Journal", 3, 1982, pp.359-370

La corsa alla diversificazione che ha caratterizzato tale periodo è stata la diretta conseguenza di una serie di fattori. In primis, l'adozione di strutture organizzative che permettevano l'abbattimento dei costi di amministrazione interna: la più importante innovazione è stata l'introduzione del modello multidivisionale, che ha incentivato l'ampliamento delle attività aziendali, offrendo la possibilità di non sovraccaricare il processo decisionale del top management. In secondo luogo, la diffusione del concetto di *management science*, il quale ha incoraggiato lo sviluppo dell'idea che agli alti dirigenti non servissero più conoscenze specifiche al settore in cui operava la propria impresa: se l'organizzazione adotta sistemi e tecniche decisionali idonee non è più vincolata dai confini del settore e i manager possono gestire imprese fortemente diversificate attraverso l'utilizzo di strumenti comuni per il controllo finanziario, la valutazione dei progetti di investimento e le tecniche di analisi del portafoglio. Infine, di notevole importanza furono anche gli orientamenti agli obiettivi aziendali : dagli anni '50 agli anni '80 le grandi imprese erano spinte dal perseguimento della crescita più del profitto; infatti nell'ambiente economico favorevole di quegli anni i profitti erano facili e gli azionisti malleabili, il che ha incoraggiato molti amministratori delegati a trasformarsi in rampanti costruttori di imperi<sup>2</sup>.

A partire dagli anni '80, tuttavia, il fenomeno dell'espansione diversificata ha conosciuto un netto calo: tra il 1980 e il 1990 l'indice medio di diversificazione di Fortune 500 si è ridotto da 1,00 a 0,67<sup>3</sup>.

Molti gruppi industriali hanno cominciato ad abbandonare le attività collaterali non redditizie e un gran numero di imprese diversificate è rimasto vittima dei c.d. "*leverage buyouts*"; accanto all'eliminazione delle SBU non correlate si è, inoltre, assistito a un processo di ristrutturazione attorno a un numero più ristretto di attività correlate.

Le motivazioni insite nella progressiva tendenza alla specializzazione sono da ricercare in tre fattori principali: 1) la maggior attenzione del management nei confronti della redditività, piuttosto che della semplice crescita, dovuta in parte

---

<sup>2</sup> M.Goold e K.Luchs, *Why Diversify? Four decades of Management Thinking*, in "Academy of Management Executive", 7, 3, pp.7-25

<sup>3</sup> G.F. Davis, K.A.Dielanan, C.E.Tinsley, *The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980's: A Study in the De-Institutionalization of an Organizational Form*, Evanston, IL, Northwestern University, settembre ,1993

alle crisi economiche e alla crescita dei tassi di interesse che si sono verificati nel corso degli anni '80 e in parte al sempre crescente peso decisionale degli azionisti a discapito degli amministratori; 2) una elevata turbolenza dell'ambiente competitivo, sicuramente più facilmente fronteggiabile da parte di un'impresa specializzata, più agile e dinamica dei grandi gruppi diversificati, in cui i cambiamenti strategici e le proposte di investimento necessitano l'approvazione sia a livello divisionale sia a livello di vertice; 3) l'evoluzione delle teorie di gestione aziendale, sempre meno fiduciose sulla possibilità di applicare i medesimi principi e strumenti di gestione a una molteplicità di attività differenti tra loro.

Tutto ciò ha incoraggiato le imprese a concentrarsi sui propri punti di forza, evitando di disperdere in maniera eccessiva le proprie risorse e competenze, e sfruttando, laddove sia possibile, la trasferibilità di queste ultime tramite accordi di collaborazione con altre imprese anziché ricorrendo alla diversificazione interna o alle acquisizioni.

## **1.2 Diversificazione correlata e diversificazione conglomerata**

La diversificazione può essere definita come la strategia, a livello corporate, tramite il quale un'impresa decide di entrare in nuovi settori più o meno collegati al proprio *core business*.

È proprio questa differenza tra correlazione e non correlazione rispetto all'attività principale che determina la distinzione teorica tra diversificazione correlata e conglomerata: la prima comporta l'espansione in business dove l'impresa intravede la possibilità di sfruttare sinergie con le attività esistenti; la seconda è relativa all'entrata in settori apparentemente lontani dal *core business* e privi di qualsiasi interrelazione operativa e strategica con le SBU preesistenti.

Ridurre, tuttavia, l'analisi del fenomeno a una mera classificazione teorica potrebbe essere riduttivo, anche in considerazione del fatto che molto spesso la distinzione tra diversificazione correlata e non correlata in alcuni studi ingenera confusione: la correlazione si riferisce alle risorse e alle competenze comuni, non a eventuali somiglianze del prodotto o della tecnologia. Se per correlazione si

intende la possibilità di trasferire risorse e competenze tra unità di business, allora non esistono criteri certi per stabilire se due settori siano correlati: tutto dipende dall'impresa che attua la diversificazione. Così , champagne e valigie non sono settori evidentemente correlati, tuttavia, è chiaro che LVMH ha perseguito una diversificazione strettamente correlata, basata sulla possibilità di estendere a business dissimili le proprie competenze e il proprio *know-how* nella gestione di *luxury brands*<sup>4</sup>.

Ponendo mente a tali constatazioni, si può dire che, in prima approssimazione, il fenomeno della diversificazione può essere letto e interpretato sotto due prospettive<sup>5</sup>:

- Il grado di concentrazione del portafoglio strategico
- Il grado di correlazione tra i business

Il *grado di concentrazione del portafoglio strategico* fa riferimento al numero dei business in cui l'impresa opera e al peso relativo di ogni singolo business sul complesso delle attività. Sotto questo profilo un'azienda risulta tanto meno diversificata quanto minore è il numero dei business in cui compete e, se in presenza di più attività, quanto maggiore è il peso che uno o pochi business hanno nel portafoglio complessivo. Volvo, ad esempio, è un'impresa diversificata, ma nel suo portafoglio strategico i due business principali (automobili e veicoli industriali) contano per il 70 % del fatturato; diversamente Honeywell, focalizzata su tre SBU, è un'impresa relativamente poco diversificata, ma, al contempo, presenta un portafoglio strategico fortemente bilanciato, in cui le diverse attività pesano rispettivamente per il 45%, il 30% e il 25%. Il grado di concentrazione dei business è notevolmente rilevante nell'orientare le decisioni strategiche dell'impresa, in quanto in presenza di attività dominati (core business) le scelte dell'impresa non possono non essere influenzate innanzitutto dalle condizioni specifiche che caratterizzano queste SBU. Nel caso in cui , per esempio, esse

---

<sup>4</sup> R.A.Bettis, *Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms*, in "Strategic Management Journal, 2, 1981, pp.379-383

<sup>5</sup> Donna G., *L'impresa multibusiness: La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, Università Bocconi, 2003

mostrino prospettive di crescita promettenti è probabile che l'azienda vi dedichi una quantità di risorse e energie preponderanti rispetto alle altre aree divisionali secondarie; viceversa in presenza di opportunità incerte e poco favorevoli nei settori "core" l'impresa potrebbe essere indotta a forzare l'ingresso in nuovi business, con la spiacevole conseguenza di trascurare eccessivamente l'attività primaria, sottraendogli energie necessarie alla difesa della sua competitività.

Un secondo profilo di lettura della diversificazione è costituito dal *grado di correlazione esistente o perseguibile tra le SBU in portafoglio*.

Normalmente la nascita di un'impresa è legata alla volontà di commercializzare un'idea di prodotto o servizio capace di rispondere a bisogni esistenti sul mercato. Il processo di sviluppo, poi, spinge l'organizzazione ad ampliare la gamma dei prodotti offerti e il numero di tipologie di clienti serviti, a partire da prodotti che siano il più possibile affini a quelli già commercializzati e da clienti il più possibile affini a quelli già serviti. L'impresa, lungo questo percorso, non cambia, ma semplicemente estende il proprio modello economico allargando i confini del proprio operare: in altre parole, questa evoluzione non determina alcun grado di diversificazione, poiché l'impresa mantiene una concezione di fondo unitaria, una permanente unitarietà strategica.

Tuttavia, l'azienda può ritenere che determinati prodotti o gruppi di clienti rientrati nel proprio portafoglio strategico si caratterizzino per elementi distintivi talmente significativi da meritare di essere considerati come business unitari e specifici, tali da richiedere strategie competitive, strutture organizzative e risorse operative ad hoc; tali cioè da richiedere una segmentazione strategica. Un caso evidente nel settore automobilistico è quello del gruppo Fiat, nel cui portafoglio attività si trovano sia Fiat Auto che Ferrari: è ben chiaro che, nonostante i prodotti in questione siano entrambi automobili, nulla in comune esiste tra le rispettive funzioni d'uso, cioè i bisogni che quei beni sono destinati a soddisfare. In altri casi la segmentazione strategica può basarsi sulle caratteristiche tecniche del prodotto e sulla diversità dei processi produttivi; altre volte può essere improntata sulla tipologia di clienti, altre ancora sui differenti canali distributivi. Nei casi in cui le imprese sono segmentate strategicamente nonostante l'affinità merceologica dei prodotti, si parla di correlazione tra le attività, intesa nel senso più semplice

del termine come condivisione dei processi tecnologici e di progettazione/produzione.

Ma la diversificazione può portare l'impresa a estendere il proprio spettro di attività in aree prive di qualsiasi elemento di correlazione e affinità: si formerà in tal caso la celebre "*conglomerate firm*".

È il caso di Eni, il cui portafoglio conteneva alberghi, macchinari tessili e persino coperte; di Ayala, gigante asiatico operante nel settore dei servizi idrici, dello sviluppo agricolo, della telefonia e delle banche di investimento; di Virgin Group, che compete nel mercato del trasporto aereo, delle bibite, dei media, dell'intrattenimento e molti altri.

Riassumendo, a un estremo si collocano le imprese diversificate le cui SBU presentano elevati livelli di affinità e alto grado di comunanza in termini di processi e competenze (diversificazione correlata); all'altro estremo si collocano invece le imprese che rispondono alla definizione di conglomerate, il cui portafoglio di business contiene un insieme di attività fortemente indipendenti tra loro.

Risulta evidente, anche in questo caso, l'importanza del grado di correlazione nell'influenzare le decisioni strategiche a livello corporate: maggiore è la correlazione, tanto più l'impresa ha l'opportunità di sfruttare le sinergie derivanti dalle interrelazioni tra le SBU; al contrario, un elevato livello di eterogeneità del portafoglio rischia di compromettere la performance aziendale, provocando la perdita dell'identità aziendale e della *mission*.

Date le suddette considerazioni sorge un lecito e importante interrogativo, apparentemente di facile risoluzione, ma in profondità notevolmente complesso: la diversificazione correlata garantisce una performance migliore rispetto alla diversificazione non correlata?

Considerando l'importanza delle sinergie nella condivisione di risorse e competenze, e delle economie di scopo nell'apportare vantaggio competitivo all'impresa, sembra probabile che la diversificazione correlata sia apparentemente più redditizia di quella non correlata. La ricerca empirica, inizialmente, sembrava avvalorare questa ipotesi:

- Rumelt ha rilevato che le imprese che si sono diversificate in attività strettamente correlate al loro *core business* facevano registrare performance sensibilmente superiori rispetto alle imprese che avevano intrapreso una diversificazione non correlata<sup>6</sup>.
- Tom Peters e Robert Waterman condussero studi che portarono alla formulazione di una delle “regole auree” del loro pensiero: dedicarsi alle attività più congeniali all’impresa (“stick to the knitting”).

Secondo i due ,” le imprese di maggior successo sono quelle che dipanano il loro percorso di diversificazione intorno a una singola, specifica capacità”. Diversamente “le diversificazioni di minor successo sono stati i tentativi di gestire una vasta gamma di attività tra loro assai distanti”<sup>7</sup>.

Altre prove empiriche tuttavia vanno in direzioni nettamente opposte: l’apparente superiorità delle imprese che diversificano in settori strettamente correlati potrebbe essere spiegata dall’impatto del rischio e dalle influenze del settore <sup>8</sup>, mentre altri studi dimostrano addirittura la maggior redditività della diversificazione non correlata<sup>9</sup>. Si tratta , quindi, di un quadro teorico ed empirico molto confuso e contraddittorio, che, tuttavia, potrebbe essere motivato, secondo Grant, tramite due fattori preponderanti. In primis, se da un lato la diversificazione correlata offre i maggiori benefici potenziali , dall’altro provoca notevoli costi derivanti dalla gestione delle economie di scopo, il cui sfruttamento ottimale richiede un elevata complessità organizzativa. In secondo luogo, come accennato in precedenza, non è ben noto il significato di “correlazione” nel fenomeno di espansione diversificata: gli studi empirici ,in effetti, hanno sempre definito la correlazione come la somiglianza tra settori in termini di tecnologia e mercato, porgendo l’attenzione esclusivamente a legami e sinergie di tipo operativo ( produzione, marketing,distribuzione), tipicamente attività dove le economie derivanti dalla condivisione di risorse sono di lieve entità e realizzarle è

---

<sup>6</sup> R.P.Rumelt, *Strategy, Structure and Economic Performance*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1974

<sup>7</sup> T.Peters e R.Waterman, *In Search of Excellence*, New York, Harper e Row, 1982

<sup>8</sup> H.K.Christensen e C.A.Montgomery, *Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure*, in “Strategic Management Journal”, 2, 1981, pp. 327-343

<sup>9</sup> A.Michel e I.Shaked, *Does Business Diversification Affect Performance ?*, in “Financial Management”, 13, 4, 1984, pp. 379-383

costoso in termini di gestione. Al contrario, fra le principali fonti di creazione di valore all'interno dell'impresa diversificata vi sono la capacità di applicare le medesime competenze manageriali, gli stessi sistemi di pianificazione strategica e gli stessi sistemi di allocazione delle risorse ad attività differenti: suddetti legami danno vita a correlazioni di natura strategica<sup>10</sup>.

A differenza delle correlazioni operative, i cui benefici sono relativamente facili da quantificare e prevedere, le correlazioni di tipo strategico possono risultare di ben difficile valutazione. Di conseguenza le decisioni di diversificazioni basate su sinergie di questo tipo avvengono sulla base della correlazione percepita piuttosto che di quella effettiva: esemplare, a tal proposito è l'espressione "logica dominante"-intesa come visione dell'identità e degli obiettivi dell'impresa-utilizzata da Prahalad e Bettis per riferirsi alla percezione che i manager hanno del principio che lega le diverse attività della loro impresa<sup>11</sup>.

### **1.3 Le modalità di espansione: Fusioni e acquisizioni; Sviluppo Interno; Alleanze<sup>12</sup>**

L'espansione in nuovi business da parte di un'impresa può essere implementata, in linea di massima, tramite tre modalità differenti: fusioni/acquisizioni; sviluppo interno; alleanze.

Risulta chiaro che in nessuno dei casi è possibile ottenere la garanzia del successo, e che, qualunque sia la modalità di espansione per cui si opta, i compromessi saranno inevitabili.

Ognuno dei metodi sopraindicati, quindi, presenta una serie di svantaggi e vantaggi generici che, in virtù della situazione contingente dell'impresa e del mercato competitivo, è necessario valutare attentamente prima di prendere una decisione.

---

<sup>10</sup> R.M.Grant, *On Dominant Logic, Relatedness, and the Link Between Diversity and Performance*, in "Strategic Management Journal", 9, 1988, pp. 639-642

<sup>11</sup> C.K. Prahalad e R.A. Bettis, *The Dominant Logic: A New Linkage Between Diversity and Performance*, in "Strategic Management Journal", 7, 1986, pp.485-502

<sup>12</sup> Questo paragrafo si basa essenzialmente su: D.J. Collis, C.A. Montgomery, *Corporate Strategy*, Milano, McGraw-Hill, 2007, p.114

Le *fusioni e le acquisizioni* sono spesso ingenuamente considerate il modo più semplice per diversificare il proprio portafoglio di attività, poiché in linea teorica permettono all'azienda di acquisire immediatamente l'insieme delle risorse necessarie per il raggiungimento di un vantaggio competitivo all'interno del settore. Tuttavia, come per ogni modalità di diversificazione, anche le acquisizioni presentano vantaggi e svantaggi che è opportuno valutare in base alle circostanze.

<b>Vantaggi</b>	<b>Svantaggi</b>
Rapidità	Costo dell'acquisizione
Accesso ad attività complementari	Attività aggiunte non necessarie
Eliminazione di potenziali concorrenti	Difficile integrazione post-acquisizione
Miglioramento delle risorse aziendali	L'operazione richiede grande impegno

Uno dei principali vantaggi del settore M&A è costituito dal fatto che tramite questa modalità di espansione l'impresa può posizionarsi all'interno di un nuovo settore in maniera immediata: acquistando un'organizzazione già operante, e quindi già rodada, si eviterà di impiegare tempo ed energie per lo sviluppo delle risorse necessarie e per la formazione di una posizione competitiva all'interno del mercato in questione. Inoltre, l'acquisizione di un'impresa già esistente elimina dal mercato un potenziale concorrente, riducendo il livello di competitività potenziale nel settore.

Le acquisizioni presentano, tuttavia, anche una considerevole serie di svantaggi. Il più rilevante è, senz'altro, il costo dell'operazione di espansione: non sempre i prezzi di acquisto rispecchiano l'effettivo valore dell'impresa target ed è facile che i concorrenti si lascino trasportare dalla corsa al rilancio, perdendo di vista gli obiettivi economici. È possibile, quindi, che il valore creato dall'acquisizione/fusione sia dissipato nello sforzo economico impiegato per ottenerlo. Ulteriormente, nella maggior parte dei casi l'impresa potenzialmente acquisita possiede un numero ingente di attività e di capacità superflue che non rientrano negli obiettivi effettivi dell'acquirente e la cui gestione comporta degli inevitabili costi in termini di denaro e tempo.

Secondo Haspelagh e Jamison, poi, una delle principali fonti di fallimento delle operazioni di M&A è costituita dalle importanti difficoltà che si possono

incontrare nel processo d'integrazione post- acquisizione, identificabili nella necessità di conciliare stili e culture aziendali contrastanti, di risolvere i conflitti che nascono tra le società oggetto dell'operazione, di adattare sistemi operativi differenti alle persone<sup>13</sup>.

La diversificazione tramite *sviluppo interno* prevede la creazione di nuove SBU sussidiarie tramite lo sviluppo incrementale delle risorse già detenute in impresa. Si tratta di una modalità di espansione molto efficace nel caso in cui nel settore target operino imprese di dimensioni relative modeste, per cui un'azienda in fase di avviamento non deve competere direttamente con grandi rivali, e nel caso in cui le imprese già attive nel settore tendano a reagire in modo lento o inefficace agli sforzi di un nuovo entrante di inserirsi nel mercato.

I principali vantaggi e svantaggi della diversificazione tramite sviluppo interno sono riassunti nella seguente tabella:

<b>Vantaggi</b>	<b>Svantaggi</b>
Sviluppo incrementale Compatibile con la cultura aziendale Incoraggia l'iniziativa imprenditoriale Accresce le risorse interne	Lentezza operazione Necessità di sviluppare risorse nuove Incrementa la competitività nel settore Difficoltà nel recuperare gli investimenti inefficaci

Uno dei pregi fondamentali di suddetta modalità d'integrazione è la possibilità di adottare un processo decisionario incrementale, che concili il processo di apprendimento interno all'impresa con i continui mutamenti dell'ambiente competitivo. Inoltre, un'azienda che scelga lo sviluppo interno può dilazionare le scelte cruciali in un periodo di tempo più lungo, riducendo i rischi derivanti da una decisione affrettata. Tuttavia il maggiore vantaggio dello sviluppo interno consiste nella sua capacità di essere compatibile con la cultura aziendale: in effetti le nuove SBU che si sviluppano sono il risultato di un intenso processo di ricerca

<sup>13</sup> P.C.Haspeslagh, D.B. Jemison, *Managing Acquisition: Creating Value through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991, p.145

e sviluppo da parte di *project group* composti da personale operante nelle diverse divisioni aziendali, e quindi già intriso degli ideali e del modus operandi dell'organizzazione. Ciò permette, inoltre, l'accumulo di conoscenze e know-how che possono essere più facilmente trasferibili e possono diventare un'importante risorsa, capace di indirizzare l'impresa verso un'ulteriore espansione.

Per ciò che concerne gli svantaggi, lo sviluppo interno si configura primariamente come un processo di espansione che richiede un lungo periodo di tempo, poiché l'azienda deve sviluppare necessariamente risorse che in precedenza non possedeva. Ancora, esso introduce nel mercato nuova capacità produttiva, alterando l'equilibrio tra domanda e offerta e incrementando il livello di competitività nel settore.

Infine, un ulteriore rischio connesso allo sviluppo interno è l'impossibilità di recuperare gli investimenti effettuati nel caso in cui i risultati non corrispondano alle aspettative iniziali.

Le *alleanze* mirano a beneficiare dei vantaggi dello sviluppo interno e delle acquisizioni, senza dover fronteggiare le difficoltà connesse alla loro implementazione. Esse possono assumere la forma di *join ventures*, *franchising*, partecipazione azionaria o contratti a lungo termine, ma limitandoci ad alcune osservazioni di carattere generale possiamo ricondurre i principali vantaggi di questa modalità di diversificazione alla possibilità di combinare tra loro risorse complementari per poter entrare in una nuova area d'affari. Spesso le alleanze tendono a verificarsi quando un'azienda possiede risorse che potrebbero essere di grande valore se sfruttate in una nuova ASA, ma non è in grado di mettere in atto il progetto senza le attività tipiche di un'altra azienda: anziché ricorrere all'acquisto dell'impresa in questione o allo sviluppo delle risorse specifiche, si può ricorrere a un'alleanza commerciale che permette l'accesso alle attività complementari.

Ciò nonostante le operazioni di alleanza non sono prive di rischi: in particolare si tratta di affrontare svantaggi collegati alle delicate questioni del controllo e della leadership, decidere in che misura ciascuna parte contribuirà all'accordo e come saranno controllati i contributi di ognuno. Molto spesso la disciplina legale non è necessaria a ovviare a queste problematiche, fortemente legate agli interessi

economici in gioco, i quali assumono un ruolo fondamentale nel regolare i meccanismi per la soluzione di eventuali dispute. Accade spesso che l'alleanza sia una struttura di gestione eccessivamente fragile, incapace di conciliare obiettivi e aspirazioni di lungo periodo delle parti.

<b>Vantaggi</b>	<b>Svantaggi</b>
<p>Accesso ad attività complementari</p> <p>Rapidità dell'operazione</p>	<p>Mancanza di controllo</p> <p>Scarse garanzia di durata</p> <p>Difficoltà nello sviluppo del processo di apprendimento</p>

#### **1.4 Motivazioni alla base della diversificazione: crescere; ridurre il rischio; aumentare la redditività**

A questo punto dell'analisi è opportuno chiedersi quali sono i motivi che possono spingere le imprese a diversificare. Generalmente, la diversificazione avviene sulla base di tre motivazioni differenti:

- La crescita
- La riduzione del rischio
- L'aumento della redditività

##### ***1.4.1 La crescita***

I comportamenti e le scelte delle imprese hanno sempre trovato nella crescita, intesa come la ricerca della grande dimensioni letta in termini per lo più di

fatturato, un'importante motivo conduttore. Diversificare per crescere significa, per un'organizzazione, esprimere sintomi di vitalità e successo e, intuitivamente, sembra naturale attribuire allo sviluppo un effetto positivo sulla redditività: con la crescita aumentano le dimensioni dell'impresa, e di conseguenza la possibilità di sfruttare economie di scala e maggior potere di mercato.

Tuttavia, lungi dal considerare gli aspetti meramente teorici, è opportuno sottolineare come la crescita renda inevitabilmente l'organizzazione aziendale più complessa, causando inefficienze e sprechi di risorse e determinando la necessità di meccanismi di controllo e coordinamento costosi. Inoltre la crescita costa di per sé, in quanto richiede l'impegno di risorse preziose e limitate quali quelle finanziarie e manageriali e può facilitare l'insorgere di problematiche di natura funzionale, influenzando negativamente sull'equilibrio aziendale.

Il problema, poi, assume connotazioni potenzialmente dannose se si considerano i costi di agenzia, intendendo con tale termine i costi indotti dal perseguimento da parte del management di obiettivi in conflitto con quelli degli azionisti. Infatti, nella misura in cui la ricchezza, lo status e la sicurezza dei manager dipendono strettamente dalle dimensioni dell'impresa, essi saranno tesi a privilegiare la crescita a discapito della redditività, con la dannosa conseguenza di ricercare una diversificazione forzata, anche quando quest'ultima non costituisca la soluzione ottimale per il valore dell'impresa e gli azionisti.

In definitiva la crescita non è sempre fonte di successo per l'impresa: una maggiore cifra in cima al conto economico non assicura una cifra maggiore in fondo, nella *bottom line*.

#### ***1.4.2 La riduzione del rischio***

Esaminando la diversificazione conglomerata, cioè una diversificazione che espanda il controllo dell'impresa su numerosi business indipendenti il cui flusso di cassa non viene influenzato dalla gestione comune, possiamo dimostrare come la diversificazione riduca il rischio d'impresa. Infatti, nella misura in cui i flussi di cassa delle varie attività non sono perfettamente correlati, la varianza del flusso di cassa della combinazione di attività è minore della varianza media dei *cash flow*

delle attività considerate singolarmente. Detto in termini più prosaici, l'azienda lega i propri risultati a più business diversi tra loro e non a un'attività singola, con la conseguenza di poter bilanciare le alterne fortune che un business può trovarsi a vivere nel tempo. Da ciò deriverebbe la conclusione che, a parità di risultati attesi, un'impresa ha un valore maggiore se è minore la sua rischiosità, cioè la volatilità dei suoi risultati. Ma è effettivamente così? La riduzione del rischio crea valore per gli azionisti?

La risposta sembra essere negativa: come molti studi empirici hanno dimostrato gli azionisti non traggono beneficio da un processo di diversificazione teso unicamente alla riduzione del rischio. Alcune ricerche su imprese conglomerate negli Stati Uniti hanno mostrato che il rendimento per gli azionisti di imprese diversificate non è solitamente maggiore a quello offerto dai fondi di investimento o dai portafogli bilanciati di imprese specializzate<sup>14</sup>. Le ragioni possono essere identificate in due fenomeni differenti.

In primis, sappiamo che è ovvio interesse di un investitore razionale diversificare il proprio portafoglio di attività, al fine di ridurre il rischio specifico (n.b. non quello sistematico collegato alle variazioni del ciclo economico) ; ma a questo fine il mercato dei capitali offre una straordinaria varietà di strumenti e modalità a cui egli può ricorrere, senza il bisogno che sia l'impresa stessa a effettuare l'operazione di diversificazione per lui. Un comportamento del genere sarebbe plausibile, infatti, nel solo caso in cui le imprese riescano a diversificare a un costo inferiore rispetto a quello in cui incorrerebbero i singoli azionisti. Ma, in realtà, è vero il contrario: i costi di transazione sostenuti dai singoli investitori nel diversificare il proprio portafoglio titoli sono di gran lunga inferiori a quelli che sostiene l'impresa nel diversificare tramite le acquisizioni (credito bancario, consulenza legale, premio sul prezzo azionario). Di conseguenza se gli investitori possono abbattere il rischio specifico singolarmente, e la diversificazione non può ridurre il rischio sistematico  $\beta$ , riunire semplicemente diverse attività sotto un unico assetto proprietario non crea valore per gli azionisti in termini di riduzione del rischio.

---

<sup>14</sup> F.W. Melicher e D.E. Rush, *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience*, in "Journal of Finance", 28, 1973, pp.381-388

Un'ulteriore considerazione interessante può essere formulata in termini di impatto sulla gestione aziendale. Al fine di ridurre il rischio d'impresa, la diversificazione andrebbe ricercata in settori quanto meno possibile correlati, tali cioè da garantire l'indipendenza reciproca dei flussi di cassa. È evidente infatti che il rischio non risulterebbe affatto diminuito nel caso in cui tra i business esistessero collegamenti dal punto di vista della domanda di mercato e delle risorse principali: la diversificazione di un'impresa in più comparti della chimica fine, ad esempio, lascia l'intero portafoglio di business vulnerabile all'andamento del prezzo del petrolio. Ma se, al fine di ridurre il rischio, la diversificazione dovrebbe orientarsi verso business privi di interrelazioni e sinergie, l'impresa potrebbe avventurarsi in "territori competitivi" lontani dalle sue esperienze e attitudini, nei quali potrebbe accusare cali di natura qualitativa nella performance. In definitiva, sembra che la diversificazione tesa esclusivamente a ridurre il rischio specifico non apporti valore agli azionisti, ma al contrario lo distrugga.

### ***1.4.3 L'aumento della redditività***

Secondo questo approccio la diversificazione, sulla scia di un'ottica *resource based*, si configura come lo strumento principale tramite il quale l'impresa può gestire l'eccesso di risorse produttive, destinando il loro utilizzo a più settori, considerati attrattivi, alla ricerca di una maggiore redditività sul capitale investito. Le fonti principali di un'elevata redditività sono essenzialmente riconducibili all'attrattività del settore e al vantaggio competitivo che l'impresa potrebbe ottenere diversificando.

Per ciò che concerne l'attrattività del settore, Michael Porter identifica tre "test essenziali" da condurre per la valutazione dell'attrattività potenziale dell'ASA verso la quale condurre il processo di espansione<sup>15</sup>:

- Il test di attrattività: i settori scelti per la diversificazione devono essere strutturalmente attrattivi o in grado di essere resi attrattivi.

---

<sup>15</sup> Porter, M. (1987), *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, May/June 1987, pp 43-59

- Il test costo d'entrata: il costo d'entrata non deve capitalizzare tutti i futuri profitti. Alcuni settori ,come quello farmaceutico o delle banche d'investimento, presentano una redditività superiore alla media proprio perché sono protetti da alte barriere all'entrata. Le potenziali entranti, in questi casi, devono valutare attentamente la scelte di espansione in tali settori: optare per l'acquisizione di imprese già consolidate, pagando il prezzo di mercato dell'azienda acquisita (che riflette implicitamente la maggiore redditività del settore) maggiorato di un elevato sovrapprezzo (25/30 %); oppure entrare direttamente nel settore tramite la creazione di un nuovo organismo, accollandosi, tuttavia, il costo delle barriere all'entrata, che comporta, come l'esperienza empirica dimostra, forti rischi e bassa redditività nel lungo periodo.
- Il “*better-off*” test: La nuova unità deve ottenere un vantaggio competitivo dal suo legame con l'impresa o viceversa. Il principio su cui si basa il test è: se due attività che producono beni diversi vengono riunite sotto la proprietà e il controllo di una singola impresa, vi sono ragioni per cui debbano diventare più redditizie? La diversificazione ha la capacità potenziale di accrescere il vantaggio competitivo sia dell'impresa acquirente che di quella acquisita: ad esempio, l'acquisizione di Bank One da parte di J.P.Morgan mirava a rafforzare il vantaggio competitivo di entrambe, in quanto le attività di *investment banking* della seconda potevano fruire della rete di distribuzione capillare della prima, e, viceversa, Bank One avrebbe fatto affari con i ricchi clienti di J.P.Morgan.

Per ciò che concerne il vantaggio competitivo, rilevante importanza nella sua creazione deve essere attribuita principalmente alla possibilità di condivisione di risorse e competenze tra attività diverse: in particolare modo allo sfruttamento di economie di scala ed economie di scopo, nonché alla possibilità di generare mercati interni di capitale e lavoro. Inoltre la diversificazione offre l'opportunità di accrescere il potere di mercato di un'impresa, influenzandone notevolmente la redditività. Riprenderemo questi temi di rilevante importanza nel prossimo paragrafo, ove cercheremo di identificare le condizioni di successo e fallimento

della diversificazione, giungendo alla formulazione di un giudizio finale sulla valenza economico/finanziaria di tale strategia.

### **1.5 La diversificazione crea o distrugge valore? Riflessioni ed evidenze empiriche**

Abbiamo visto come la diversificazione sia un tema assai controverso e contraddittorio, capace di configurarsi al tempo stesso come veicolo di crescita sana o degenerativa, rappresentare un fattore di riduzione della rischiosità o incrementare l'incertezza, generare maggiore redditività o, al contrario, dissiparla. Essa si presenta, quindi, come un cammino attraente, ma di difficile percorrenza.

Appare ovvio, a questo punto dell'analisi, porsi un quesito di fondamentale importanza, attorno al quale ruota l'intero lavoro di ricerca: la diversificazione è uno strumento capace di generare valore per gli azionisti?

Sembra chiaro, come è emerso dai paragrafi precedenti, che le strategie di diversificazione orientate alla crescita e quelle volta alla riduzione del rischio non rappresentano fonti di surplus di valore per gli azionisti, ma al contrario, tutelano gli interessi di altri *stakeholders*.

Nel primo caso, lo sviluppo dimensionale rischia di generare problemi di natura organizzativa e notevole complessità, nonché di configurarsi come uno strumento a disposizione del management per incrementare il valore del proprio capitale professionale, portando a dannose espansioni "forzate" potenzialmente distruttrici di valore.

Nel secondo caso, il modello esposto precedentemente ha mostrato esplicitamente come la diversificazione del portafoglio d'attività comporti una riduzione del rischio d'impresa che gli azionisti sono perfettamente in grado di replicare ricorrendo al mercato dei capitali esterno, peraltro con costi di transazione minori di quelli a cui è soggetta l'impresa. Di conseguenza se gli azionisti possono eliminare individualmente il rischio specifico, l'accorpamento di business differenti sotto un unico controllo proprietario, non potendo abbattere il rischio sistematico  $\beta$ , non genererà valore per questi ultimi.

Sembra, quindi, che l'unico caso in cui la diversificazione sia riconosciuta come fonte generatrice di valore sia quello in cui quest'ultima ha come obiettivo l'aumento della redditività, basato principalmente sul potenziale vantaggio competitivo che la diversificazione in diversi settori di attività comporta.

Il vantaggio competitivo su cui l'impresa multi business basa la possibilità di generare un ritorno maggiore sul capitale investito, e quindi di creare valore, ponendo le basi per il suo successo, trae origine da quattro fattori differenti:

- Economie di scopo
- Mercato interno di capitali
- Vantaggi informativi
- Potere di mercato

Esistono *economie di scopo* quando vi sono vantaggi di costo derivanti dall'utilizzare una risorsa in molteplici attività condotte congiuntamente anziché indipendentemente. Più propriamente esistono economie di scopo nella produzione di due beni  $x$  e  $y$ , quando:

dove il primo addendo rappresenta il costo totale di produrre i due beni congiuntamente e il secondo addendo il costo totale di produrre i beni indipendentemente. Le economie di scopo possono essere di natura diversa a seconda delle risorse/competenze che sono oggetto della condivisione da parte delle diverse SBU: in particolare ci riferiamo a risorse di natura tangibile, intangibile e a competenze organizzative. Le risorse tangibili, quali rete di distribuzione e sistema produttivo, danno origine a economie di scopo tramite la loro condivisione nell'ambito di unità di business differenti; economie che saranno maggiori quanto più elevati saranno i costi fissi legati alle risorse. Diversamente, le risorse intangibili (marchi, reputazione, tecnologia) generano economie di scopo nella misura in cui possono essere trasferite a un basso costo marginale: è chiaro che se un'impresa gode di una forte reputazione sul mercato avrà interesse a introdurre nuovi prodotti in grado di sfruttare l'immagine del marchio. Anche le competenze organizzative possono essere condivise e trasferite in un'impresa diversificata: ne è un esempio GE che espande agli innumerevoli business del suo portafoglio le competenze manageriali e di gestione finanziaria riscuotendo una performance più che soddisfacente.

L'impresa diversificata assume, poi, la fisionomia di ***un mercato di capitali interno***, che permette il trasferimento di capitale tra le SBU a un costo inferiore a quello che normalmente quest'ultime dovrebbero sostenere se operassero come imprese indipendenti. In questo modo il vertice di corporate ha il ruolo fondamentale di allocare le risorse tra le diverse attività in funzione delle diverse prospettive di redditività, bilanciando i business che generano flussi di cassa con quelli che assorbono risorse finanziarie. Il vantaggio di poter prendere a prestito a un costo del capitale ridotto è evidente: la creazione di valore nasce dalla capacità di operare con uno spread positivo tra redditività e costo del capitale; di conseguenza, la presenza di costi minori si traduce automaticamente in un aumento del valore generato.

Una diretta conseguenza della presenza di un mercato interno all'impresa è che il vertice di corporate di un'impresa diversificata gode di un notevole ***vantaggio informativo*** rispetto agli agenti del mercato esterno, avendo a disposizione una quantità di informazioni ricche e dettagliate. Ciò implica la possibilità da parte del management di realizzare scelte di investimento e allocazione delle risorse sicuramente più efficienti di quelle che sarebbe in grado di porre in essere il mercato esterno, poiché basate su una maggior conoscenza delle dinamiche competitive e strategiche delle attività in questione.

Infine, la diversificazione accresce la redditività dell'impresa agendo positivamente sul ***potere di mercato*** che quest'ultima è in grado di esercitare negli ambiti competitivi di riferimento. In particolare, l'aumento del potere di mercato che genera vantaggio competitivo viene posto in essere tramite quattro meccanismi principali: il *dumping*, il *bundling*, l'acquisto reciproco, mutuo supporto.

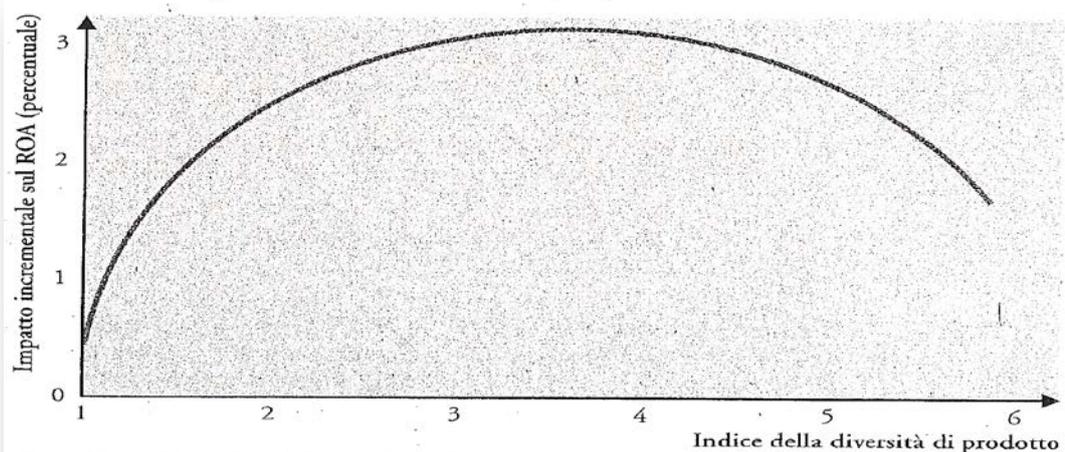
Si parla di *dumping* quando le imprese diversificate, sfruttando sussidi incrociati e dimensione elevate, praticano politiche di prezzo predatorie, che consistono nell'abbassamento dei prezzi al di sotto del livello dei costi di produzione allo scopo di tagliare i principali *competitors* fuori dal mercato. Diversamente il *bundling* è la politica commerciale tramite il quale l'impresa, vendendo due prodotti in un unico pacchetto a prezzi apparentemente convenienti, tenta l'espansione e il raggiungimento di una posizione monopolistica in un mercato

correlato a quello in cui esercita una posizione dominante. L'acquisto reciproco, invece, è un comportamento tipico delle imprese diversificate che privilegiano, come fornitori in un settore, aziende che sono fedeli clienti in altri, accrescendo in tal modo la propria quota di mercato. Per ultimo, il mutuo supporto : si tratta di politiche competitive riassumibili sotto la locuzione "vivi e lascia vivere", e cioè, un comportamento di tolleranza reciproca tra le imprese conglomerate che hanno punti di contatto molteplici in più settori e si accordano al fine di ridurre l'intensità della competizione, evitando azioni aggressive che potrebbero scatenare una concorrenza di prezzo generalizzata.

Dunque, dal punto di vista teorico, la diversificazione ,tramite la creazione di vantaggio competitivo, dovrebbe portare a un aumento della redditività. Ma esiste un riscontro nella pratica? Esaminiamo l'evidenza empirica.

Nonostante i numerosi studi condotti nel corso degli anni sul legame tra diversificazione e redditività non è emersa una relazione sistematica tra i due elementi, ne è stato possibile formulare un giudizio incontrovertibile . Tuttavia, la tesi su cui la maggior parte dei ricercatori convergono è quella che ipotizza una relazione parabolica tra la performance dell'impresa e la diversificazione, come mostrato nella seguente figura<sup>16</sup> :

2. Relazione fra diversificazione e profittabilità in 304 imprese manifatturiere britanniche, 1972-1984



Fonte: Grant, Jammie e Thomas (1988)

<sup>16</sup> R.M. Grandt, A.P. Jammie e H. Thomas, *Diversity, Diversification and Performance in British Manufacturing Industry*, in "Academy of Management Journal", 31, 1988, pp. 771-801

Sembra, quindi, che la strategia di diversificazione contribuisca ad accrescere la redditività dell'impresa solo entro certi limiti; allorquando, invece, l'indice di diversità del prodotto aumenta eccessivamente, cioè nel caso in cui il grado di diversificazione diventa elevato e l'impresa si espande in un numero sempre crescente di business, l'impatto sul ROA si riduce progressivamente, trasformando la strategia in un elemento penalizzante.

A conferma di ciò si schierano gli studi sulle procedure di disinvestimento e *corporate refocusing* effettuate da numerose imprese nel corso degli anni, che mostrano come l'eliminazione della attività secondarie e , in generale, un restringimento del portafoglio di business, si siano tramutati in performance finanziarie migliori<sup>17</sup>. Inoltre, palesi ed evidenti sono anche le reazioni del mercato azionario: i rendimenti delle acquisizioni e delle fusioni nel mercato borsistico sono negativi e gli annunci di scalata provocano un calo dei prezzi azionari delle imprese in procinto di porre in essere l'acquisizione<sup>18</sup>.

In altre parole, l'esperienza empirica dimostra che un'eccessiva diversificazione costituisce un cancro che corrode i tessuti della redditività, e conseguentemente, distrugge valore.

Ma cerchiamo di esaminare il problema in una prospettiva più analitica, considerando in primis la creazione di valore in sé, e successivamente la sua applicazione alla realtà dell'impresa *multibusiness*.

Innanzitutto, il valore è un concetto fortemente soggettivo, che dipende dalla prospettiva che si assume nella sua considerazione. Nel nostro caso, quella dell'azionista, cioè del soggetto che impiega nell'azienda capitale di rischio, detenendone la proprietà. Questa scelta, lungi dal configurarsi come una visione capitalistica, deriva dal fatto che l'azionista è un c.d. "*stakeholder* di ultima istanza": la soddisfazione dei suoi interessi è, infatti, subordinata alla soddisfazione degli altri *stakeholders*. Di conseguenza, la creazione di valore per l'azionista implica necessariamente che l'impresa sia in grado di generare valore per tutti gli altri portatori di interesse.

---

<sup>17</sup> C.Markides, *Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence*, in "Academy of Management Journal", 35, 1992, pp.398-412

<sup>18</sup> G.A. Jarrell, J.A. Brickly e J.M. Netter, *The Market for Corporate Control: Empirical Evidence Since 1980*, in "Journal of Economic Perspective", 2, 1, 1988, pp.49-68

Detto ciò, risulta evidente l'identificazione degli elementi necessari a calcolare il valore capitale di un'impresa. In primis, è opportuno dire che l'azionista, in quanto investitore, è interessato ai ritorni finanziari futuri che l'impresa sarà in grado di garantirgli e che serviranno a remunerare il capitale di rischio investito; tuttavia tali redditi futuri dell'impresa sono caratterizzati necessariamente da un certo grado di rischiosità e, inoltre, non saranno completamente distribuiti all'azionista nella forma di flussi di cassa (dividendi), bensì parte di essi saranno reinvestiti nell'impresa, determinando per l'investitore un incremento del proprio impegno di capitale di cui si dovrà tener conto. Ponendo mente a tali costatazioni, possiamo ricavare una formula che esprima il valore d'impresa complessivo:

---

e cioè, il valore capitale di un'impresa è pari alla sommatoria dei flussi di cassi futuri che l'impresa genererà, attualizzati per un tasso  $c$ , costo del capitale, che rifletta il grado di rischiosità dei flussi stessi.

Tale equazione indica, in definitiva, gli ingredienti necessari a calcolare il valore generato dall'impresa per un'azionista:

- Il livello e la durata dei redditi futuri
- Gli eventuali ulteriori impieghi di capitale
- Un tasso che esprima il grado di rischiosità dei redditi

Definito il concetto di creazione di valore, è adesso opportuno inquadralo nella prospettiva di un'impresa diversificata, che come sappiamo può essere definita in via teorica come un 'insieme di SBU tra loro più o meno interrelate, costituenti, in ogni caso, entità dotate di un certo grado di indipendenza. Assumendo questa tesi allora, il valore di un'impresa *multibusiness* potrà essere definito come la somma del valore delle singole SBU che compongono il suo portafoglio di attività: se, come affermato in precedenza, il valore capitale è funzione della redditività e del rischio, questi ultimi non potranno essere considerati a livello di impresa nel suo complesso, ma dovranno essere considerati relativamente alla loro entità in ogni singola SBU. Non avrebbe senso, ad esempio, valutare il fatturato e il reddito operativo di un'impresa come Fiat non considerando le prospettive di sviluppo,

redditività e rischio che riguardano distintamente le unità auto, veicoli industriali, energia, etc.

Allo stesso tempo non si deve dimenticare che ogni SBU, pur essendo dotata di un certo grado di indipendenza operativa e strategica, è inserita all'interno di un più ampio contesto organizzativo ( il portafoglio business), e che quindi esiste un certo livello di interrelazione tra le singole divisioni aziendali, che ne altera le caratteristiche intrinseche rispetto al caso in cui esse fossero state totalmente indipendenti. Da tale considerazione deriva un'importante conseguenza: la gestione di un portafoglio diversificato determina il sostenimento di costi aggiuntivi rispetto a un'impresa specializzata, fondamentali per il coordinamento e il controllo delle SBU, c.d. "costi di corporate". Pertanto, il valore economico di un'impresa *multibusiness* può essere così espresso:

dove il primo elemento indica la somma del valore di tutte le  $n$  SBU detenute in portafoglio, e il secondo,  $C$ , il valore attuale dei costi di corporate (costi di governo del portafoglio)

La diversificazione creerà valore, quindi, nel caso in cui non solo le singole attività saranno in grado di generare autonomamente valore, ma allorquando le SBU dimostrino di creare valore in misura superiore a quanto sarebbero capaci di fare se fossero indipendenti. E ancora, nel caso in cui il maggior valore sviluppato ecceda i costi necessari alla gestione delle SBU in quanto entità appartenenti a un portafoglio strategico. Essenzialmente, il fatto di essere inserite all'interno di un portafoglio diversificato dovrebbe conferire alle SBU la possibilità potenziale di conseguire una redditività più elevata, durevole e sicura. Infatti, se le singole *business units* generassero il medesimo valore anche se non inserite in un portafoglio di attività diversificate, ogni euro speso per il mantenimento delle strutture di corporate si configurerebbe come sovrastruttura, e quindi, economicamente parlando, come elemento distruttore di valore.

## **CAPITOLO 2**

### **CORPORATE RESTRUCTURING:**

#### **LE OPERAZIONI DI DISINVESTIMENTO**

Come visto nel precedente capitolo, le strategie di diversificazione non sempre si rivelano mezzi idonei alla creazione di valore. Molto spesso capita, infatti, che l'eccessiva tendenza alla crescita e la volontà del management di creare imperi industriali sostituiscano la valutazione prettamente economica, e spingano le imprese ad ampliare in maniera eccessiva il proprio raggio d'azione, perdendo di vista il principale business e disperdendo risorse in attività in cui difficilmente si riuscirà a conseguire un vantaggio competitivo.

Per queste ragioni, molte imprese conglomerate, a partire dagli anni 80', hanno cominciato processi di ristrutturazione aziendale che miravano a rifocalizzare le risorse economiche e manageriali attorno al core business dell'impresa, prevedendo l'uscita dai settori privi di interrelazioni strategiche e operative.

La riduzione del portafoglio strategico dell'impresa si inquadra all'interno del complesso sistema delle operazioni di **disinvestimento**, cioè scelte strategiche tramite le quali l'impresa applica una ristrutturazione volontaria alla propria struttura organizzativa e finanziaria, riducendo l'entità di capitale investito complessivamente. Nello specifico attraverso il corporate divestiture l'impresa dismette in maniera totale o parziale una o più *Strategic Business Unit* appartenenti al proprio portafoglio di attività, o determinati *asset* e processi rientranti nella *value chain*, allo scopo di massimizzare il valore creato dall'entità economica.

L'evidenza empirica dimostra che le strategie di disinvestimento possono configurarsi come mezzi dal potenziale di valore rilevante, molto spesso contrapposti a una miopia manageriale che porta le imprese a optare per una crescita smisurata e a considerare le opportunità di ridimensionamento con riluttanza e accezione esclusivamente negativa. Tuttavia, sarebbe opportuno cominciare a considerare queste operazioni strategiche in una prospettiva sistematica, e cioè non come una dichiarazione di fallimento dell'impresa rispetto alle scelte strategiche passate, bensì come strumenti da adottare e pianificare allo

scopo di generare valore. Ne è un esempio GE che, ormai da anni, fa del disinvestimento e della riconfigurazione sistematica e pianificata del proprio portafoglio di business un elemento chiave della sua crescita e del suo sviluppo. Ed è proprio “sviluppo” la *key word*: il mercato, e più propriamente i singoli settori in cui le imprese operano, non conoscono fasi di stabilità prolungata oggi giorno. Di conseguenza la mutazione progressiva degli ambienti competitivi impone alle aziende la necessità, se non l’obbligo, di rinnovare la propria offerta e il proprio patrimonio strategico, concentrando le risorse e le competenze distintive nei settori più promettenti e dal più alto potenziale di sviluppo, sottraendole dalle attività che per varie ragioni non costituiscono più “un buon affare”.

Prescindendo dalle motivazioni di carattere specifico, che affronteremo più avanti, tipicamente l’abbandono di un business è attuato allorquando si verifica una delle seguenti condizioni<sup>19</sup>:

- Una SBU distrugge valore
- Una SBU può essere ceduta a un prezzo maggiore del valore che essa apporta all’impresa.

Nel primo caso siamo in presenza di strategie di disinvestimento reattive: il business target dell’operazione distrugge valore, in quanto tipicamente presenta una redditività minore del costo del capitale, e l’impresa opta per la sua liquidazione totale, il suo ridimensionamento o la sua cessione a terzi allo scopo di limitare i danni derivanti dalla posizione di debolezza competitiva in cui versa la SBU.

Tuttavia occorre effettuare un trade-off appropriato: il disinvestimento di un business comporta dei costi di uscita legati alle barriere strategiche e all’impatto che l’assenza del business target avrà sull’intero portafoglio prodotti, causando ridondanza di risorse e impossibilità di sfruttare i vantaggi derivanti dalle sinergie strategiche.

---

<sup>19</sup> Donna G., *L’impresa multibusiness: La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, Università Bocconi, 2003

Nel secondo caso, invece, la SBU dimostra una piena capacità di creare valore e ottiene performance nettamente positive: l'impresa allora potrà beneficiare di una plusvalenza dalla cessione del business in questione, derivante dalla differenza tra il prezzo che il mercato è disposto a offrire e il valore che la SBU "in vendita" apporta all'impresa *holding* nel suo complesso. Atteggiamenti strategici del genere riflettono sicuramente una maggiore maturità e competenza dell'impresa cedente, specchio della sua capacità di considerare il disinvestimento come una scelta proattiva e strutturata, e non come un'opzione da attuare esclusivamente in condizioni di necessità e crisi.

Nel seguente capitolo andremo ad analizzare il fenomeno del disinvestimento fornendo, in primis, un modello teorico in grado di schematizzare il tema. In seguito, ripercorrendo tale modello, l'attenzione sarà posta sui razionali strategici sottostanti le decisioni di dismissione di rami d'azienda e sugli *outcomes* che una strategia di *unbundling* apporta al complesso aziendale nell'ottica di creazione di valore.

Saranno poi descritte le diverse modalità tramite le quali può essere condotta un'operazione di disinvestimento, giungendo alla formulazione di un giudizio sulla capacità di suddetta strategia di creare valore per gli azionisti e di porsi come un abile strumento per la risoluzione delle problematiche di gestione organizzativa dell'impresa diversificata, garantendo flessibilità strategica, autonomia decisionale e velocità di risposta ai fenomeni di convergenza settoriale .

## **2.1 Definizione e modello teorico**

Le operazioni di disinvestimento sono strategie tramite il quale un'impresa c.d. madre attua la ristrutturazione e la razionalizzazione del proprio spettro di attività, disponendo la cessione parziale o totale, pubblica o privata, di una SBU c.d. figlia attraverso il trasferimento del titolo di proprietà delle sue azioni, allo scopo di massimizzare il valore generato per i propri azionisti.

Nell'ambito della letteratura manageriale ed economica il tema, in passato, non ha mai assunto una rilevante importanza e molto spesso, laddove siano state effettuate ricerche di natura empirica e studi teorici, si è giunti a conclusioni

discordanti. Tutto ciò ha impedito la formazione di un vero e proprio modello di riferimento per la concettualizzazione teorica dell'argomento, nonostante quest'ultimo sia stato analizzato sotto molteplici punti di vista e costituisca oggi uno dei principali argomenti d'interesse in diverse aree e settori di studio.

In primis la ricerca empirica ha concentrato l'attenzione sugli aspetti meramente finanziari del disinvestimento: analizzare le reazioni del mercato borsistico e l'evoluzione dei corsi azionari all'annuncio di operazioni di *unbundling*<sup>20</sup>.

In seguito si è adottata una prospettiva strategica, cercando di identificare la natura del disinvestimento: semplice operazione reattiva o scelta strategica proattiva?

Molto spesso la letteratura ha interpretato il *corporate divestiture* come uno strumento correttivo, una strategia di reazione ad un errore di giudizio da parte del management relativamente a operazioni di diversificazione precedentemente condotte; altre volte come un processo teso a rifocalizzare l'attività della società sul *core business* al fine di aumentare il suo valore economico e la sua posizione competitiva<sup>21</sup>. Seguendo questa linea di pensiero, le cessioni sono state descritte come "l'inverso della acquisizioni", come operazioni, cioè, che le imprese attuano al fine di porre rimedio a processi di espansione fallimentari, smaltendo i business precedentemente acquisiti<sup>22</sup>. Appare evidente, dunque, come ci siano ancora questioni irrisolte sull'argomento dal punto di vista teorico.

Nonostante le problematiche emerse, tuttavia, al fine di inquadrare il ruolo dei disinvestimenti aziendali nelle strategie di *corporate restructuring*, un ottimo strumento di analisi è costituito dal modello del pentagono elaborato dalla società di consulenza McKinsey. Il pentagono individua le 5 fasi attraverso il quale, ricorrendo a un processo di ristrutturazione aziendale, il valore di mercato dell'impresa può essere incrementato<sup>23</sup>:

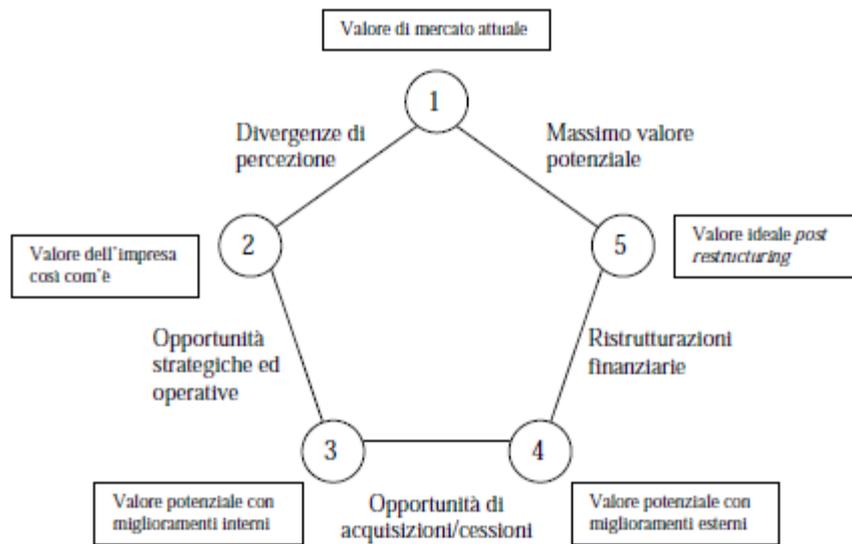
---

<sup>20</sup> J.D. Rosenfeld, *Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth*, Journal of Finance, 1984, 39, pp. 1437-48

<sup>21</sup> M.E. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, 1987, 65, pp. 35-66

<sup>22</sup> R.Hayes, *New emphasis on divestment opportunities*, Harvard Business Review, 1972, 50, pp. 55-64

<sup>23</sup> R.M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, Il mulino, 2005, pp. 535-537



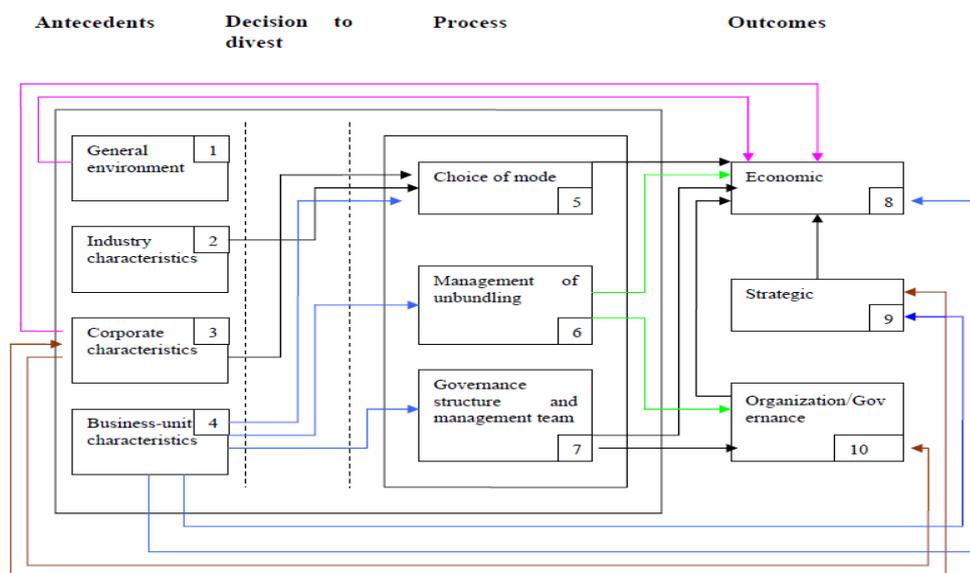
1. **Valore di mercato attuale.** È il valore che il mercato assegna all'impresa, composto dalla somma di equity e capitale di credito; si cerca inoltre di individuare quali siano i fattori che nel corso del tempo hanno influenzato il valore attuale dell'impresa
2. **Valore dell'impresa così com'è .** Rappresenta il valore che l'impresa potrebbe raggiungere senza alcun intervento di natura operativa e strategica, bensì modificando semplicemente le percezioni del pubblico sulle prospettive future dell'impresa
3. **Valore potenziale dell'impresa in seguito a miglioramenti interni.** Si tratta del valore potenziale ottenibile in seguito a un processo di ristrutturazione interna che preveda interventi di natura operativa (riduzione dei costi, aumento dei prezzi) e strategica (outsourcing, investimenti possibili, riposizionamento)
4. **Valore potenziale dell'impresa in seguito a miglioramenti esterni.** Una volta massimizzato il valore delle singole SBU internamente, il management deve chiedersi se ci siano opportunità esterne di aumentare il valore dell'impresa attraverso interventi di modifica del portafoglio prodotti (cessioni/acquisizioni) . La valutazione concerne, essenzialmente,

il *trade-off* tra continuare a gestire internamente l'attività o cederla generando valore per l'impresa.

5. **Valore ideale dell'impresa dopo la ristrutturazione.** È il massimo valore raggiungibile dall'impresa in seguito alle suddette modalità di ristrutturazione aziendale.

A questo punto, assumendo la prospettiva di un raider aziendale, la differenza tra il valore ideale dell'impresa dopo la ristrutturazione e il valore di mercato attuale rappresenta il profitto che lo scalatore potrebbe conseguire ottenendo il controllo dell'impresa prima dell'attività di *corporate restructuring*.

Negli ultimi anni, tuttavia, sembra aver riscosso notevole successo tra gli ambienti accademici il modello teorico proposto da Johnson per la classificazione delle operazioni di disinvestimento<sup>24</sup> : si tratta di un *framework* che analizza la tematica da tre prospettive differenti, ma complementari e fortemente interrelate, proponendo un approccio formalizzato e schematico.



<sup>24</sup> R. Johnson, *Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing*, Journal of Management, 22(3), pp. 439-483

In prima istanza vengono presentati gli *antecedents*, cioè le motivazioni alla base della scelta di disinvestire, suddivisi in 4 tipologie specifiche: quelli riguardanti l'ambiente generale di mercato; quelli riguardanti le caratteristiche dell'industria, intesa come settore; quelli riguardanti le caratteristiche dell'impresa; quelli riguardanti le caratteristiche di ogni singola SBU.

In secondo luogo ci si concentra sul processo di disinvestimento, esaminando i vari meccanismi di exit e l'impatto delle operazioni di *unbundling* sulla gestione operativa e finanziaria.

Infine vengono analizzati i possibili *outcomes* di una procedura di *corporate divestiture*, identificati in tre categorie : effetti economici, effetti strategici, effetti organizzativi.

Nel prossimo paragrafo riporremo la nostra attenzione sugli *antecedents* e *outcomes* di un'operazione di disinvestimento, riportando le diverse posizioni della letteratura economico/finanziaria.

Successivamente andremo a descrivere la struttura procedurale, esaminando dettagliatamente i diversi meccanismi di *exit* : spin-off; carve-out; sell-off.

## **2.2 Razionali strategici sottostanti (antecedents) e effetti del corporate divestiture (outcomes)**

### **2.2.1 Antecedents**

In questa sezione, individuiamo i principali fattori presentati dalla letteratura come antecedenti alla decisione di separare parte delle attività di una società, classificandoli secondo il modello elaborato da Johnson.

#### *General environment*

Il dibattito sull'impatto che le condizioni economiche dell'ambiente esterno hanno sulla decisione di porre in essere operazioni di ristrutturazione aziendale è parzialmente irrisolto.

Un certo numero di ricercatori ha sostenuto che il disinvestimento potrebbe essere una reazione agli shock dell'ambiente esterno<sup>25</sup>. Secondo Khoroshilov, per esempio, le tendenze a disinvestire sono maggiori in periodi di boom economici<sup>26</sup>; Campa invece ha sostenuto il contrario. Secondo Eisenhardt and Brown i processi di ristrutturazione aziendale sono molto più frequenti in mercati in rapida evoluzione e ambienti altamente competitivi<sup>27</sup>.

Ito e Garvin hanno suggerito che specifici contesti culturali e sociali (come una società omogenea, contratti informali, azionisti stabili, e la mancanza di un mercato del lavoro esterno) e ambienti aperti alla formazione di nuova impresa, facilitano le operazioni di corporate divestiture<sup>28</sup>.

### *Industry characteristics*

Diversi autori hanno sottolineato l'importanza di un'analisi sistematica dell'attrattività del settore e della posizione competitiva della capogruppo per le strategie di *unbundling*<sup>29</sup>.

Nei settori emergenti per esempio, sia le nuove aziende che quelle affermate sono disposte a incoraggiare gli spin-off, che si configurano come mezzi importante per entrare in nuovi settori o nicchie di mercato<sup>30</sup>.

Le variabili principali che si configurano come antecedenti alla decisione di disinvestimento a livello di settore sono: redditività del settore; tasso di concentrazione; intensità delle operazioni di M&A; intensità della pubblicità; intensità dell'attività di R&S; dimensione del settore ; quota di mercato

---

<sup>25</sup> J.M. Campa , S. Kedia, *Explaining Diversification Discount*, *Journal of Finance*, 2002, 57, pp. 1731-1762, E.L. Rose, K. Ito, *Widening the family circle: spin-offs in the Japanese service sector*, *Long Range planning*, 2005, 38, pp.9-26

<sup>26</sup> Y. Khoroshilov, *A dynamic model of Diversification and Divestiture*, Working Paper, University of Michigan Business School, 2002

<sup>27</sup> K. Eisenhardt, S.L. Brown, *Patching: Restricting business portfolios in dynamic markets*, *Harvard Business Review*, 1999, 77, pp.72-82

<sup>28</sup> K. Ito, *Japanese spin-offs: unexplored survival strategies*, *Strategic Management Journal*, 1995, 16, pp.431-446

<sup>29</sup> K.R. Harrigan, *Deterrents to Divestiture*, *Academy of Management Journal*, 1981, 24, M.E. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, *Harvard Business Review*, 1987, 65, pp. 35-66

<sup>30</sup> D. Garvin, *Spin-offs and the New Firm Formation Process*, *California Management Review*, 1983, 25, pp. 3-20

della holding capogruppo. Al contrario il disinvestimento è ostacolato da fattori quali: le barriere all'uscita e il forte grado di differenziazione dei prodotti e delle materie prime<sup>31</sup>.

Le prove dimostrano che le operazioni di disinvestimento sono maggiori in quei settori, quali quello hi-tech e della consulenza, caratterizzati dalla presenza di molti segmenti di mercato e da vantaggi informativi e tecnologie trasferibili<sup>32</sup>.

### *Corporate characteristics*

Un certo numero di ricercatori ha sottolineato le caratteristiche ricorrenti di società che si impegnano in operazioni di *corporate unbundling*: molte delle aziende che effettuano operazioni di disinvestimento volontario sembrano essere molto più diversificate rispetto alle principali concorrenti. In effetti sembra che un'eccessiva diversificazione spinga le imprese a disinvestire notevolmente, come correzione alle strategie precedentemente poste in essere (disinvestimento reattivo).

La diversificazione diminuisce innovazione e spirito imprenditoriale all'interno delle imprese: le aziende altamente diversificate tendono a enfatizzare il controllo finanziario, riponendo sempre meno attenzione alla condotta strategica e producendo meno innovazione interna.

Pertanto, un'impresa può impegnarsi in operazioni di disinvestimento per migliorare la sua capacità di innovazione e il suo spirito imprenditoriale, o per entrare in settori immaturi o *technology-based*. Lo Spin-off, per esempio, può essere utilizzato per stimolare la capacità innovativa delle imprese e lo spirito imprenditoriale nell'unità ceduta, mentre la società cedente guadagna alcuni benefici dal nuovo prodotto o dalla tecnologia sviluppata nell'impresa ora indipendente.

---

<sup>31</sup> K.R. Harrigan, Op.Cit.

<sup>32</sup> D. Garvin, Op. Cit.

Diversamente, dal punto di vista finanziario, i meccanismi di exit tendono al riequilibrio della struttura di capitale, permettendo il ritorno di liquidità, precedentemente detenuta dai *managers*, agli azionisti e ridistribuendo il peso di equity e debito.

Gli studi condotti fin'ora, tuttavia, non hanno raggiunto risultati unanimi nell'identificare l'influenza dello stato finanziario della capogruppo come motivazione che porta queste imprese a cedere parte delle proprie attività o SBU.

Una linea di pensiero, condotta da Porter afferma che le imprese che hanno condotto operazioni di disinvestimento negli anni 70 erano generalmente imprese indebitate e scarsamente efficienti.

Recenti studi, poi, hanno analizzato la relazione esistente tra il disinvestimento e il "conglomerate discount": Khoroshilov ha mostrato come le aziende quotate diversificate siano molto più propense a effettuare operazioni di rifocalizzazione sui *core business* e quindi a disinvestire<sup>33</sup>.

Allo stesso modo Campa e Kedia hanno rilevato che le imprese con ingenti investimenti storici medi e bassi investimenti recenti, ad alta redditività media storica e ad alta redditività recente, e con alto valore storico medio degli asset, sono più propense ad attuare ristrutturazioni aziendali<sup>34</sup>.

Tuttavia, per altri ricercatori il disinvestimento sembra non avere nessuna relazione con la performance aziendale<sup>35</sup>.

La teoria dell'agenzia afferma che le imprese molto spesso decidono di effettuare operazioni di *corporate unbundling* a causa di problemi di *governance*. In effetti negli anni 80 la maggior parte delle procedure di disinvestimento ha avuto luogo a causa di problematiche tra management, azionisti e Cda: molto spesso una *governance* debole, una concentrazione elevata dell'azionariato e cambiamenti nel top management sono motivazioni che portano alla messa in atto di disinvestimenti aziendali. Problemi di controllo aziendale e la conseguente

---

<sup>33</sup> Y. Khoroshilov, Op. Cit.

<sup>34</sup> J.M. Campa, S. Kedia, Op. Cit.

<sup>35</sup> H. Berry, *Corporate Divestment: The influence of Foreign Investment Strategies*, Working paper, 2003, The Wharton School, Pennsylvania

necessità di migliorare il controllo interno possono indurre a una riduzione della diversificazione e alla cessione di SBU tramite operazioni di disinvestimento.

### *Business unit characteristics*

Le prestazioni della singola SBU e il suo stato finanziario, le dimensioni relative e il rapporto con l'impresa madre sono alcune delle principali motivazioni a livello di *business unit* che portano al disinvestimento.

È facilmente intuibile come una Sbu che abbia una performance positiva, un redditività elevata e prospettive di guadagni futuri maggiori sia difficilmente cedibile. Tuttavia molti sostengono che le operazioni di disinvestimento sono profittevoli e creano valore anche nel caso in cui una singola divisione, seppur forte e redditizia, possa essere venduta a un prezzo maggiore del suo valore effettivo.

Per ciò che concerne le dimensioni è chiaro come esista una relazione di proporzionalità diretta tra ampiezza del business e disinvestimento. Al contrario le sinergie e le interrelazioni tra le singole divisioni sono correlate negativamente con le decisioni di disinvestimento, e spesso anzi si configurano come barriere e ostacoli alle operazioni stesse.

### **2.2.2 Outcomes**

La letteratura economica non ha ancora raggiunto risultati coerenti e unitari circa gli effetti che le operazioni di disinvestimento comportano sulla ricchezza degli azionisti, sulla strategia di *corporate* e sull'assetto di *governance* di un'entità societaria. In questa sezione forniremo una disamina dei vari *outcomes*, analizzati dal punto di vista economico, strategico e organizzativo, che il *corporate restructuring* è in grado di generare, cercando di comprendere se la *parent company* e l'unità *subsidiary* ceduta ricevono effettivamente benefici concreti dal disinvestimento.

### *Economic outcome*

Un'importante ramo della dottrina economica e strategica studia l'impatto delle operazioni di *unbundling* sulla ricchezza degli azionisti, esaminando l'efficacia dei meccanismi di *exit* nel generare valore per la casa madre e per l'unità dismessa. Ci si è concentrati prevalentemente sugli effetti delle procedure di disinvestimento sul *market value* o sul *book value*.

Vi è un generale consenso sulla possibilità che, alla data d'annuncio di un'operazione di *corporate divestiture*, il prezzo delle azioni della *parent company* cresca sensibilmente. La ricerca empirica ha dimostrato come si rivelino significative variazioni positive dell'andamento dei corsi azionari alla data d'annuncio, e in alcuni casi anche in via anticipata<sup>36</sup> : gli autori identificano come motivazione principale di tale fenomeno l'impatto positivo che la diminuzione della diversificazione e la successiva focalizzazione sul *core business* hanno sulla percezione pubblica.

Inoltre, le operazioni di disinvestimento accrescono generalmente il valore di un'organizzazione, generando risultati azionari positivi in virtù di tre fattori specifici:

- meccanismo di disinvestimento implementato
- struttura procedurale dell'operazione
- caratteristiche della *business unit target*

In primis, è appurato che le ristrutturazioni di natura finanziaria mostrano risultati positivi maggiori<sup>37</sup> ; per ciò che concerne il *process management* risulta fondamentale, ai fini della massimizzazione del valore generato dal disinvestimento, il modo in cui avviene l'annuncio dell'operazione e la capacità del management di comunicare i potenziali ritorni futuri del nuovo progetto ai *claimholders*<sup>38</sup> ; infine le caratteristiche della *business unit* si riferiscono alla sua

---

<sup>36</sup> K. Boudreaux, *Divestiture and share price*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1975, 10, pp.619-626, M. Haynes et al., *The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies*, 2002, Journal of Industrial Economics, 50, pp.173-196

<sup>37</sup> E.H. Bowman and Helfat, *Does corporate strategy matter?*, Strategic Management Journal, 2001, 22

<sup>38</sup> Z. Fluck, A. Lynch, *Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy*, Journal of Business, 1999, 72, pp. 319-346

dimensione ( maggiore è la dimensione della SBU scorporata, maggiore sarà il valore generato dall'operazione)<sup>39</sup>, alla correlazione con le restanti attività del portafoglio strategico<sup>40</sup> e all'esistenza di incentivi manageriali di lungo periodo<sup>41</sup>. Tuttavia, molti altri autori hanno evidenziato come, in alcuni casi, il disinvestimento abbia degli *outcomes* economici negativi, identificando le ragioni di tale controtendenza in due aspetti ( Woo et al., 1992). In primis, le informazioni trasmesse tramite l'annuncio : l'operazione potrebbe perdere credibilità nel caso in cui l'impresa non abbia predisposto un assetto organizzativo in grado di recepire lo scorporo e nel caso in cui gli investitori si aspettino che il disinvestimento non abbia impatto sul valore dell'impresa ; in secondo luogo, la possibilità che l'operazione non sia volontaria, bensì venga imposta dalla legge o da autorità di regolamentazione: in tal caso gli effetti sul *book value* saranno dannosi .

### *Strategic outcome*

Un obiettivo essenziale delle operazioni di disinvestimento è quello di modificare e migliorare la strategia aziendale. I meccanismi di *exit* rappresentano uno strumento fondamentale della *corporate strategy* e si configurano come veicoli che permettono all'impresa di focalizzare le proprie risorse verso i business più strettamente correlati, scorporando le attività che generano sinergie negative.

Laddove le interrelazioni strategiche e operative tra la parent company e le sue sussidiarie creino ridondanza di risorse e costi organizzativi elevati, le procedure di *spin-off* rappresentano uno strumento tramite il quale l'azienda è in grado di rinnovare le proprie competenze e riequilibrare l'assetto organizzativo. Ad esempio, le imprese che operano nel settore R&S possono porre in essere uno *spin-off* allo scopo di implementare il controllo strategico per favorire

---

<sup>39</sup> D. Heart, J.K. Zama, *Voluntary Corporate Divestitures and Value*, Financial Management, 1984, 50, pp.10-16

<sup>40</sup> K. John, E. Ofek, *Asset sales and increase in focus*, Journal of Financial Economics, 1995, 37, 105-126

<sup>41</sup> H. Tehranian et al., *The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns*, Journal of Finance, 1987, 42, pp. 933-942

l'innovazione interna <sup>42</sup> e aumentare il *risk-taking* manageriale attraverso nuovi investimenti in ricerca e sviluppo<sup>43</sup>.

In generale le operazioni di *unbundling* apportano miglioramenti strategici in termini di riduzione della dimensione, con conseguente incremento della flessibilità operativa, riduzione dei costi di agenzia e abbattimento degli oneri fiscali <sup>44</sup>.

Nees elaborò una serie di suggerimenti pratici per massimizzare gli effetti strategici positivi derivanti dal disinvestimento: stabilire “*business policy committee*”, formulare una “*zero-based strategy*” e sviluppare un “*division exchange market*”<sup>45</sup>.

### *Organization and governance*

Il disinvestimento facilita la formazione delle caratteristiche organizzative della sussidiaria target, sviluppando una nuova *ownership* e implementando un sistema di *governance* interna e controllo efficiente <sup>46</sup>. Tali operazioni si configurano come uno strumento fondamentale per combattere i costi d'agenzia derivanti dalla non convergenza degli interessi di proprietà e management. In effetti, laddove le imprese tendano a un'eccessiva diversificazione tali costi aumentano a causa della condotta dei manager, intenzionati ad accrescere il loro prestigio praticando un eccessivo ampliamento del portafoglio di attività. La maggior dimensione dell'impresa costituirebbe, ulteriormente, un tassello importante per guadagni maggiori del top management, legati a piani di remunerazione basati su incentivi. Date tali considerazioni, il ridimensionamento dello spettro di attività dovrebbe contribuire a ristabilire trasparenza interna, adottando sistemi di *governance* e

---

<sup>42</sup> M. Hitt et al., *The market for corporate control and firm innovation*, *Academy of Management Journal*, 1996, 39, pp.1084-1119

<sup>43</sup> R.E. Hoskisson, R.A. Johnson, *Corporate restructuring and strategic change: the effect on diversification strategy and R&D intensity*, *Strategic Management Journal*, 1992, 13, pp.625-634

<sup>44</sup> A. Seth, J. Easterwoods, *Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyouts restructuring activity*, *Strategic Management Journal*, 1993, 14, pp. 251-273

<sup>45</sup> D. Nees, *Increase your divestment effectiveness*, *Strategic Management Journal*, 1981, 5, pp. 119-130

<sup>46</sup> M.C. Jensen, *Organization theory and methodology*, *The Accounting Review*, 1983, LVIII, pp. 319-339

controllo efficaci. Inoltre, si dovrebbero ottenere in tal modo piani di remunerazione a incentivi che rispecchino anche gli interessi degli azionisti, non incitando i manager a perseguire una crescita smisurata.

In conclusione, porre in essere una procedura di *corporate divestiture* significa ridurre la complessità organizzativa e il processo di *decision making*, stimolando l'efficienza interna e infondendo nel personale la giusta motivazione.

### **2.3 I principali meccanismi di exit: spin-off; equity carve-out; sell-off**

Come abbiamo più volte evidenziato nei paragrafi precedenti, le operazioni di disinvestimento rappresentano uno strumento che permette alle imprese di razionalizzare la propria struttura patrimoniale e il proprio spettro di attività, modificando l'*asset side* attraverso la dismissione di attività considerate non più profittevoli e funzionali alla redditività aziendale.

Si tratta di operazioni di finanza straordinaria che la legislazione statunitense identifica essenzialmente in tre tipologie primarie: spin-off, equity carve-out, sell-off. Tali operazioni sono riconducibili nell'ordinamento civilistico italiano rispettivamente agli istituti della scissione, del conferimento e quotazione della conferitaria, e della cessione privata di un ramo d'azienda. Le metodologie di disinvestimento previste negli Usa e in Italia sono, in linea di massima, simili per procedimento e caratteristiche strutturali, ma differiscono per alcuni aspetti che è opportuno evidenziare, poiché in tale lavoro, si farà riferimento genericamente alle opzioni di corporate divestiture previste negli Stati Uniti.

Un breve summit teso a evidenziare le affinità e le differenze strutturali tra i diversi tipi di operazione, dunque, risulta fondamentale al fine di estendere le conclusioni che riusciremo a trarre anche al caso italiano.

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 Beneficiarie 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>

Lo **spin-off** prevede il trasferimento parziale del patrimonio di una società “conferente”(parent company) a una o più altre società preesistenti o di nuova costituzione (NewCo); come contropartita delle attività conferite i soci della scorporante ricevono pro quota le azioni emesse dalla conferitaria del business target dell’operazione.

Le principali differenze USA/Italia riguardano:

- la possibilità prevista dal codice civile di una scissione totale o con attribuzione delle azioni in via non proporzionale;
- l’eventualità della quotazione delle azioni della *subsidiary*, rimessa all’apprezzamento degli amministratori della scissa, prevista dal Codice Civile, obbligatoria invece negli States;
- la differente disciplina fiscale: in Italia il T.U.I.R prevede la neutralità fiscale dell’operazione, che differentemente, è subordinata al rispetto dei vincoli previsti dal Section 355 dell’IRC negli USA.

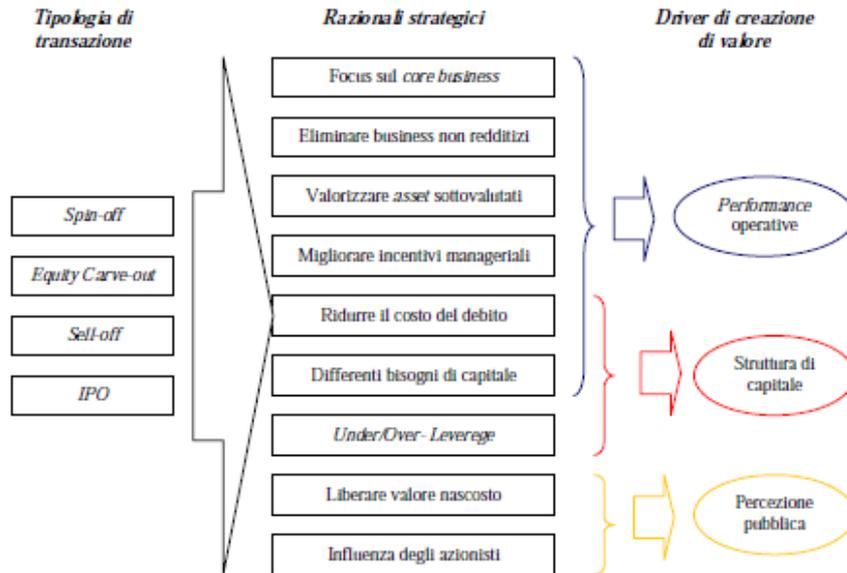
L'**equity carve-out** prevede il trasferimento parziale di un ramo aziendale in un veicolo societario (*subsidiary*) destinato ad essere ammesso a quotazione in mercati regolamentati tramite IPO: si tratta essenzialmente della somma di due operazioni disciplinate dal codice civile, il conferimento e l'IPO. Le differenze che emergono tra i due paesi in tal caso si riferiscono in prima istanza all'automaticità della quotazione delle azioni della subsidiary prevista negli USA (facoltativa in Italia) , e in secondo luogo, alla possibilità prevista dal legislatore italiano di procedere alla cessione delle azioni anche tramite negoziazione privata. Inoltre, dal punto di vista fiscale, se in Italia si è optato per una fattispecie neutrale, negli Stati Uniti il regime *tax-free* è applicabile a seconda della quota di partecipazione della parent nella subsidiary e del tipo di cessione di azioni (*primary offering / secondary offering*).

Per ciò che concerne il **sell-off**, esso si identifica nella cessione privata di un ramo d'azienda (o una linea di business o una divisione) da parte di un società ad una terza parte, tipicamente un'impresa o un fondo di private equity, contro denaro o titoli. Le differenze procedurali, ivi, emergono solo in ambito tributario: in Italia la plusvalenza da alienazione è tassata interamente in quanto inscindibile; negli Usa essa viene ripartita tra i vari *asset* oggetto di trasferimento, e per la parte eccedente ad avviamento tassabile.

A questo punto occorre fornire un modello in grado di interpretare le diverse tipologie di corporate divestiture, partendo dal presupposto che non esiste un'operazione ottimale e sovraordinata rispetto alle altre, bensì ogni opzione , presentando caratteristiche strutturali e procedurali differenti, si presta maggiormente alla realizzazione di obiettivi strategici specifici, e simmetricamente, risulta più efficace laddove sussistano determinate condizioni competitive del mercato e diverse caratteristiche aziendali.

Si tratta di comprendere, insomma, quale sia la procedura di disinvestimento più adatta all'impresa in questione, dati i razionali strategici che portano tale organizzazione a voler realizzare una ristrutturazione aziendale, e analizzando quali siano le leve di creazione di valore che ciascuna metodologia può azionare.

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



Come emerge dalla figura, da un punto di vista generale i driver di creazione di valore che muovono una strategia di disinvestimento sono:

- L'incremento della **performance operativa**, realizzabile in seguito al disinvestimento in virtù di una maggior valore degli indicatori economico-finanziari dell'impresa( cash flows, EBIT,CCN, etc.);
- L'ottimizzazione della **struttura di capitale**, che può essere riequilibrata in funzione delle diverse esigenze di finanziamento e delle risorse liquide che si generano in seguito a una strategia di exit;
- Il miglioramento della **percezione pubblica**, che è possibile evidenziare in seguito all'annuncio di operazioni di disinvestimento e che porta razionalmente all'aumento del prezzo dell'azione dell'impresa.

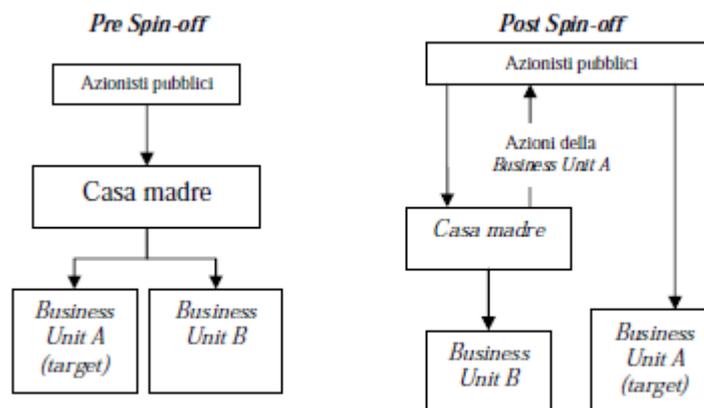
### 2.3.1 Lo spin-off

Lo spin-off consiste nella separazione di un business o di un ramo aziendale dall'impresa madre, realizzata attraverso il trasferimento di parte del patrimonio di

una società, detta parent company, a una o più società preesistenti o di nuova costituzione, dette NewCo.

L'operazione è contraddistinta da una caratteristica specifica: la presenza di un processo di accompagnamento e sostegno volontario da parte della parent company scorporante a sostegno delle subsidiary conferitarie, teso a generare una nuova unità organizzativa e giuridica che si palesi come una nuova sorgente di attività, del tutto autonoma rispetto alla casa madre, sia dal punto di vista legale sia dal punto di vista gestionale. Lo spin-off comporta, poi, la contestuale assegnazione delle azioni emesse dalla società di nuova costituzione agli azionisti della parent company in proporzione alla quota di partecipazione detenuta, con conseguente strutturazione della compagine azionaria della sussidiaria che rifletterà la composizione e i rapporti di forza della conferente. Tipicamente, non è previsto alcun flusso di cassa. Tuttavia, in alcuni casi, la parent company può ottenere risorse finanziarie tramite specifiche transazioni intra-gruppo svolte prima della formalizzazione giuridica dell'operazione, come la risoluzione di prestiti infra-gruppo.

Il seguente grafico illustra la struttura di un tipico spin-off<sup>47</sup>



La procedura di spin-off si svolge per la durata di 4/10 mesi e identifica tre step principali<sup>48</sup>:

<sup>47</sup> R.F. Bruner, *Applied Merger And Acquisition*, Wiley Finance, 2004, pg.151

<sup>48</sup> P. Hunt, *Structuring Merger & Acquisition*, Aspen, 2004, pag.434

- 1) annuncio: rappresenta l'ideale linea di partenza dell'operazione e consiste nella comunicazione da parte della parent company della volontà di attuare il disinvestimento.
- 2) data di registrazione: è la data in cui si controlla la composizione azionaria della casa madre e si identificano gli azionisti aventi diritto alla distribuzione delle azioni della subsidiary
- 3) data di chiusura : è la data in cui si procede alla quotazione delle azioni della sussidiaria sul mercato in via autonoma.

In seguito all'annuncio di spin-off la SEC richiede alle imprese coinvolte la redazione del *Form 10*, un prospetto informativo che contenga tutte le informazioni patrimoniali e finanziarie sulla parent company e sulle subsidiary necessarie a svolgere un'accurata valutazione, nonché le caratteristiche procedurali e strutturali dell'operazione. Durante tale periodo l'impresa può varare la richiesta di ammissione al regime fiscale tax free, subordinata al rispetto dei vincoli imposti dal section 355, e valutata dall'IRS. Nel caso in cui non vengano rispettate le condizioni legislative di esenzione fiscale, la distribuzione sarà tassata alla stregua di una distribuzione di dividendi.

Una volta ratificato il Form 10, si procede alla delibera assembleare dei soci, assunta sulla base del suddetto prospetto informativo inoltrato alla SEC, e all'identificazione, alla data di registrazione, degli azionisti che riceveranno, in base al rapporto di concambio prefissato, le azioni della NewCo.

Lo *step* finale è la quotazione delle azioni della subsidiary, con annessa attività di *market making* tesa alla regolazione del prezzo. Da quel momento, il prezzo delle azioni della parent company sarà scontato del valore attribuito alla scorporata.

Ma perché attuare uno spin-off? Quali sono le motivazioni strategiche che portano un'impresa a optare per questa tipologia di disinvestimento?

I razionali strategici sottostanti la scelta di una procedura di scissione sono molteplici, classificabili in base ai driver di creazione di valore che ognuno è in grado di attivare.

<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 della performance operativa può essere perseguito attraverso l'attuazione di diversi obiettivi.

In primis l'operazione permette l'eliminazione di business con performance negative, con conseguente incremento dei risultati operativi della parent company e miglioramento dei fondamentali di valutazione.

Lo spin-off in questo specifico contesto si configura come l'opzione di corporate divestiture più appropriata, considerando la possibilità che un'eventuale offerta pubblica d'acquisto delle azioni della *business unit* target dell'operazione non riscuoterebbe l'interesse dei possibili investitori, influenzati dalle performance non esaltanti<sup>49</sup>.

Tramite lo spin-off, poi, si tende a evidenziare il valore di un business con buone performance, ma scarsamente considerato dal mercato: tale valore nascosto non verrà diluito a favore di soggetti esterni, bensì, tramite l'attribuzione delle azioni della subsidiary pro quota, sarà riconosciuto agli *shareholders*<sup>50</sup>.

Inoltre, tale procedura di de-consolidamento assicura una maggiore concentrazione delle risorse sul core business dell'impresa scorporante, garantendo allo stesso tempo al management della NewCo una maggior autonomia di gestione, con potenziale aumento dell'efficienza operativa di entrambe<sup>51</sup>.

Infine, *spin-offare* attività che non presentano interrelazioni strategiche e opportunità di sfruttamento di sinergie positive, significa eliminare i notevoli costi derivanti dalle sinergie negative e dalla ridondanza di risorse che queste generano.

<sup>49</sup> P. Hunt, Structuring Merger & Acquisition, Aspen, 2004, pag.432

<sup>50</sup> E.Kimberly, J.William Harden, *Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs*; Journal of Business Finance & Accounting, 28, Aprile/Maggio, pag. 510

<sup>51</sup> E.Kimberly, J.William Harden, Op.cit.

L'operazione di spin-off comporta un notevole impatto in termini di valore anche per ciò che concerne la struttura patrimoniale: essa infatti è in grado di giungere a un'ottimizzazione della struttura finanziaria dell'impresa scorporando business che presentano profili di rischio incompatibili con l'attività principale svolta dall'impresa, e in quanto tali, caratterizzati da diverse esigenze di finanziamento. La gestione unitaria di tali attività, in effetti, comporterebbe un innalzamento della rischiosità dell'intera organizzazione; viceversa, l'autonomia decisionale garantirebbe la definizione di un fabbisogno di capitale indipendente e che rispecchi in pieno le differenti esigenze.

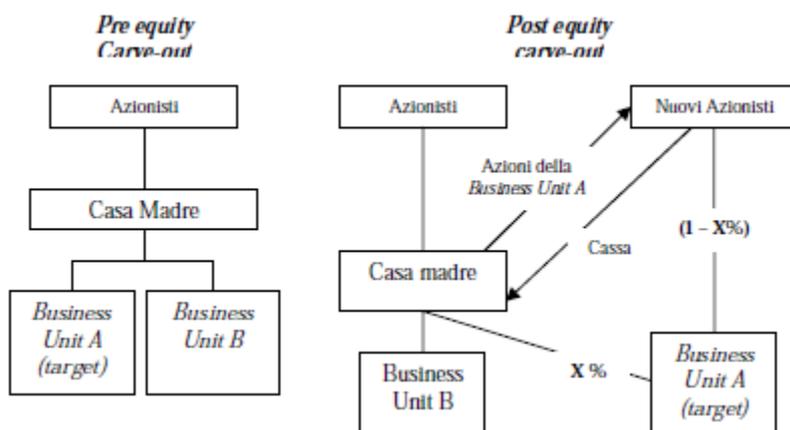
Infine, uno spin-off incide notevolmente sulla percezione pubblica che il mercato ha della parent company: tale operazione infatti porta a ridurre il numero di business in cui l'impresa opera, aumentando l'apprezzamento degli investitori.

Da tali considerazioni emerge un'interessante conseguenza: molto spesso la scelta della scissione è guidata dalla valutazione delle condizioni dei mercati finanziari piuttosto che da motivazioni prettamente strategiche: ad esempio, nel caso in cui il mercato viva una forte depressione dei corsi azionari, lo spin-off rappresenta uno strumento fondamentale in quanto permette l'allocazione dei titoli della NewCo derivanti dallo scorporo tramite distribuzione pro quota agli azionisti della parent company, laddove sarebbe complicato cedere le azioni tramite offerta pubblica. Allo stesso modo, se le prospettive di crescita del business da disinvestire sono moderate, una eventuale IPO non susciterebbe interesse nei confronti dei potenziali investitori; quindi la distribuzione delle azioni agli azionisti della casa madre risulta essere la soluzione più conveniente per procedere alla quotazione della subsidiary.

### **2.3.2 L'Equity Carve-out**

L'equity carve-out si configura come un'opzione di disinvestimento che permette a un'impresa di dismettere una specifica business unit tramite il conferimento di tale attività in un veicolo societario destinato ad essere quotato mediante IPO. L'operazione, nel caso in cui il business target non costituisca già un'entità giuridicamente autonoma, è la risultante di due fasi complementari: in prima

istanza, avviene il conferimento del ramo aziendale oggetto di disinvestimento alla nuova entità societaria subsidiary, con contestuale assegnazione delle azioni alla casa madre in proporzione alla quota di patrimonio netto conferita; in secondo luogo si procede alla vendita delle restanti azioni sul mercato tramite IPO, con conseguente ampliamento della compagine azionaria tramite l'ingresso di nuovi azionisti pubblici. La seguente figura illustra la struttura tipica di un equity carve-out<sup>52</sup>:



Generalmente l'emissione delle azioni sui mercati pubblici è attinente a una quota minoritaria del capitale della subsidiary, garantendo alla parent company la detenzione di una partecipazione di maggioranza nella sussidiaria disinvestita. A tal proposito si effettua una distinzione tra *minority carve out*, con cessione delle azioni tramite IPO per una quota parte inferiore al 20%, e *majority carve-out*, metodologia che prevede l'offerta pubblica di un flottante superiore all'80%. Inoltre è possibile effettuare un'ulteriore classificazione in base al soggetto offerente : ci troveremo in presenza di una *primary offering* nel caso in cui sia la stessa sussidiaria target a procedere alla cessione pubblica delle azioni, con contestuale aumento di capitale appositamente deliberato e diluizione della quota di partecipazione della casa madre; al contrario, allorquando l'IPO della subsidiary dismessa viene sostenuta dalla parent company l'emissione prende il nome di *secondary offering*. Nel primo caso le risorse finanziarie che si generano

<sup>52</sup> R.F. Bruner, Op.Cit., pg.151

dalla quotazione sono recepite dalla subsidiary; nel secondo caso esse sono assorbite dalla parent company<sup>53</sup>.

Particolare attenzione va riposta sul procedimento di quotazione della sussidiaria disinvestita sul mercato: l'IPO (*Initial Public Offering*) è una procedura complessa ed elaborata, che ha la durata media di 8-9 mesi e si sostanzia in una serie di fasi caratterizzate da elevata produzione documentale e controllo stringente e continuo da parte degli organi di controllo legislativi ed economici (SEC /Consob). La metodologia di offerta delle azioni e conseguente cessione pubblica più utilizzata negli ultimi anni è il *book building*: in seguito all'annuncio e all'approvazione del *Form S-1*, documento informativo finalizzato a garantire la massima trasparenza e correttezza dell'operazione, l'impresa procede all'identificazione di uno o più *underwriters*. Si tratta di intermediari che agiscono da coordinatori della procedura, sponsorizzando la cessione pubblica delle azioni, coltivando i contatti con i potenziali investitori e fornendo consulenza legale e finanziaria all'impresa. In seguito, fissato un range di prezzo ipotetico dell'offerta, vengono organizzati una serie di road show presso la comunità finanziaria, condotti dall'impresa e dagli *underwriters* allo scopo di presentare l'IPO e raccogliere potenziali sottoscrizioni di investimento da parte di investitori istituzionali (*bookbuilding*). Sulla base del *bookbuilding* e delle negoziazioni effettuate, viene determinato il prezzo massimo delle azioni, e si procede alla quotazione definitiva. I 25 giorni successivi all'offerta sono definiti *quiet period*: in tale intervallo temporale è fatto divieto di fornire qualsiasi informazione e intraprendere qualsiasi attività *price sensitive*, in grado di influenzare l'andamento del corso azionario.

L'*equity carve-out*, quindi, a differenza di uno *spin-off*, è un'opzione di corporate divestiture in grado di generare *cash flows* immediati per entrambi le società (a seconda di *primary* o *secondary offering*), con notevole impatto sulla struttura finanziaria e obiettivi strategici. Oltretutto, se tramite *spin-off* la subsidiary giunge ad ottenere una completa autonomia gestionale e legale, l'*equity carve-out* garantisce la possibilità per la parent company di continuare a esercitare

---

<sup>53</sup> H.Zimmermann, *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*, Maggio 2005, pagg.28-29

un'influenza notevole sulla SBU dismessa, attraverso la detenzione di una partecipazione maggioritaria nel suo capitale sociale. In effetti, lo spin-off da luogo alla riduzione dell'*asset side* della scorporante, a fronte del trasferimento di attività e passività alla NewCo; diversamente con l'*equity carve-out* la parent company iscriverà nell'attivo del proprio Stato Patrimoniale una partecipazione pari al valore del patrimonio conferito alla sussidiaria target, senza intaccare l'ammontare del proprio capitale netto contabile. Tuttavia, i costi legati a un'operazione del genere, nonché gli obblighi di *disclosure*, sono più elevati rispetto a una procedura di scissione.

Ponendo mente a tali differenze procedurali, possono essere analizzati gli obiettivi strategici che spingono un'impresa a porre in essere un'operazione di *carve-out*, in funzione delle leve di creazione di valore potenzialmente attivabili.

<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>

Dal punto di vista della performance operativa, un *equity carve-out* realizza, alla stregua di una procedura di *spin-off*, una maggior focalizzazione delle risorse economiche, strategiche e umane sul core business, eliminando i costi derivanti dalla diversificazione e garantendo un assetto organizzativo snello ed efficiente. Inoltre tale opzione di disinvestimento permette alla parent company di ottenere un notevole ritorno in termini di risorse finanziarie, dismettendo business dal valore sopravvalutato, e quindi dalla performance positiva, e assorbendo, in tal modo, flussi finanziari da redistribuire per l'incremento dello sviluppo interno e dei risultati operativi. Tale riduzione del portafoglio di attività, tuttavia, non comporta il completo abbandono del business target, bensì, tramite la detenzione di una quota del patrimonio netto dello stesso, la casa madre può continuare a esercitarvi il controllo, sfruttando le sinergie positive tra l'attività scorporata e il complesso delle restanti attività aziendali.

Relativamente alla struttura di capitale i vantaggi ottenibili dall'equity carve-out si identificano primariamente nella produzione di flussi di cassa finanziari che l'impresa può utilizzare per la razionalizzazione della leva finanziaria, abbattendo l'ammontare di passività consolidate e riducendo il rischio finanziario legato a eventuali costi di dissesto. Ancora, si permette una migliore ripartizione delle esigenze di finanziamento, separando, come nel caso di spin-off, business con profili di rischio differenti e relativi fabbisogni di capitale.

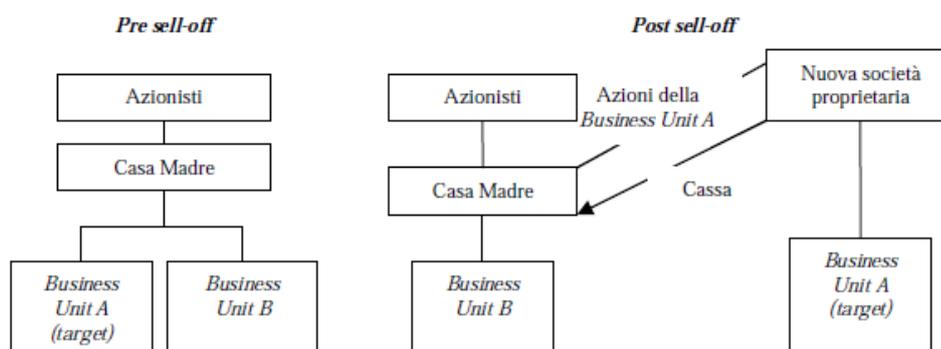
Infine, occorre considerare l'impatto che la collocazione pubblica di azioni sul mercato tramite IPO apporta alla percezione pubblica: diversamente dalla scissione, in cui oggetto della dismissione era un'attività poco redditizia e dal potenziale di crescita esiguo, l'equity carve-out si configura come la soluzione più efficiente da perseguire nel caso in cui il business target sia caratterizzato da tassi di crescita elevati e performance eccellenti. Se sussistono tali requisiti, la quotazione in borsa riscuoterà successo e interesse, garantendo un *pricing* di emissione elevato e la minimizzazione dell'*IPO discount*.

### **2.3.3 Il sell-off**

Le operazioni di sell-off si identificano nella cessione di un business/ramo aziendale/divisione da parte della parent company a un soggetto terzo, tipicamente un'impresa o un fondo di private equity. Diversamente dai meccanismi di exit analizzati precedentemente, in questo caso la transazione è privata e l'azienda cedente incassa, a fronte del trasferimento di proprietà della subsidiary, risorse finanziarie liquide. Molto raramente può accadere che la contropartita sia rappresentata da azioni e titoli della società *buyer*.

La procedura comporta il trasferimento totale del controllo giuridico sull'unità disinvestita nelle mani dell'acquirente, che acquista il titolo di proprietà della subsidiary in cui si formalizza l'*asset* ceduto, essendo totalmente responsabile delle obbligazioni sociali. Eventuali plusvalenze/minusvalenza che si originano in seguito alla cessione sono tassabili in virtù del regime fiscale applicato ai *capital gain*.

La struttura procedurale di un sell-off è illustrata nella figura<sup>54</sup>:



Le cessioni tramite transazione privata, che riguardino divisioni, business o rami produttivi, si configurano come procedure notevolmente complesse: si necessita di un ingente quantitativo di risorse umane e strategiche, know-how organizzativi e competenze professionali specifiche. Oltretutto operazioni di questo tipo sono spesso accompagnate da una sorta di ostruzionismo esterno ed interno, con conseguente possibilità di demotivazione del team assegnato alla transazione. Emerge quindi, l'importanza di implementare piani strategici dedicati che garantiscano il coordinamento tra le risorse interne e una tempestiva risoluzione delle numerose problematiche che potrebbero manifestarsi nel corso dell'operazione.

A tal proposito, la letteratura finanziaria ha identificato una serie di fattori critici di successo che, se predisposti efficientemente, potrebbero aumentare l'efficacia del disinvestimento, massimizzando il valore generato dalla transazione e sconsciando i rischi di fallimento. In particolare, secondo la dottrina, risulta fondamentale<sup>55</sup> :

- avviare un processo di leadership affermata, teso a coordinare il personale impegnato nell'operazione;
- sviluppare collaborazione reciproca e cultura di gruppo: il "gioco di squadra" risulta una delle componenti primarie per la buona riuscita di un sell-off;

<sup>54</sup> R.F. Bruner, Op.Cit., pg. 151

<sup>55</sup> *Managing corporate divestiture transaction*, Journal of Accountancy, [www.bsp.com](http://www.bsp.com)

- redigere un piano di esecuzione che scandisca i tempi dell'operazione, definisca gli obiettivi perseguibili ed effettui una netta ripartizione dei ruoli organizzativi;
- diffondere le informazioni periodicamente sia all'interno dell'organizzazione, sia all'esterno, verso i principali detentori di interessi.

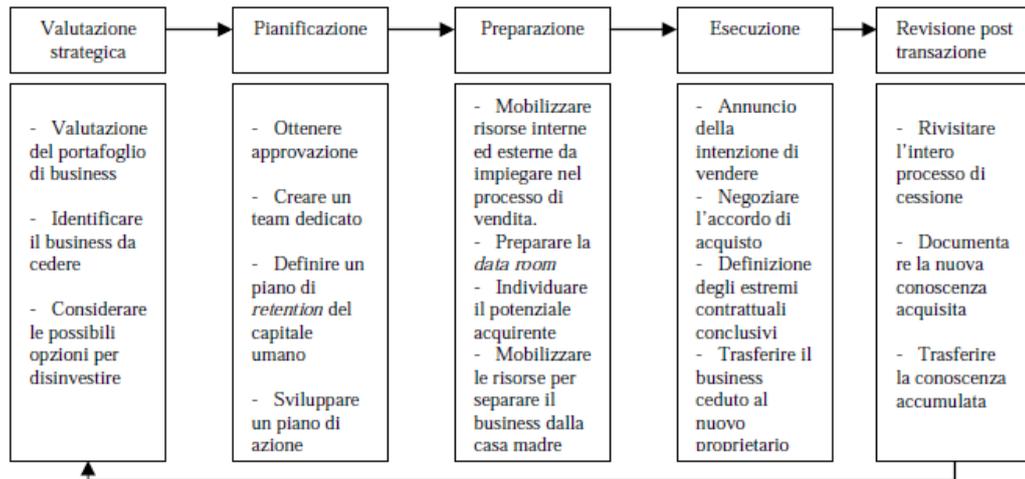
A ciò si aggiungono ulteriori elementi che la prassi ha spesso identificato come potenziali creatori di vantaggio in un'operazione di sell-off: una delle variabili chiave capace di massimizzare il valore della transazione è la scelta del metodo di negoziazione privata ottimale, a seconda delle caratteristiche della subsidiary disinvestita e della natura delle parti contrattuali; generalmente si identificano tre tecniche di negoziazione: vendita negoziata, vendita competitiva controllata, *auction*. Ulteriormente, notevole importanza assume anche la *due diligence*, cioè quell'attività organizzata finalizzata alla raccolta e alla verifica delle informazioni di natura patrimoniale, finanziaria, economica, gestionale, strategica, fiscale ed ambientale di un'azienda in modo da ottenere una fotografia particolareggiata della realtà in essere.

Elemento chiave per minimizzare il rischio di fallimento è, poi, un'attenta individuazione dei potenziali *buyers*: è necessario che le aspettative e gli obiettivi del *seller* siano concordi con le finalità strategiche/finanziarie dell'impresa acquirente, e che il *background* culturale di quest'ultima possa facilmente recepire l'unità target, evitando potenziali dissidi e incompatibilità manageriali future.

Date tali considerazioni, possiamo proporre un modello di gestione integrata di un'operazione di sell-off, idealmente suddivisa in 5 fasi specifiche<sup>56</sup>:

---

<sup>56</sup> W. Gole, *A structured approach to corporate divestiture transaction*, [www.bsp.com](http://www.bsp.com)



Nella prima fase di valutazione strategica l'impresa effettua un'analisi del proprio spettro di attività, identificando le opportunità e le minacce che emergono dalla composizione del proprio portafoglio di business e localizzando la potenziale unità da disinvestire in virtù della strategia di corporate e dei risultati individuali delle singole SBU.

Nella seconda fase di pianificazione la parent company, dopo aver ottenuto i vari permessi legislativi e amministrativi, delinea un piano generale d'azione in grado di orientare l'intero processo di cessione, ripartire i ruoli organizzativi e distribuire le risorse efficientemente.

Nella fase di preparazione ci si attinge a implementare i fattori critici di successo elencati precedentemente, predisponendo il futuro scorporo del business dal punto di vista organizzativo.

In particolare si identificano i potenziali compratori, confrontando le potenziali affinità strategiche con il cedente, e si definiscono le condizioni di contratto di carattere generale. Viene, poi, predisposto il *virtual data room*, un database informativo necessario per la *due diligence*.

Nella successiva fase di esecuzione avviene l'annuncio pubblico della volontà di porre in essere uno spin-off e si formalizzano le principali clausole contrattuali. Gli eventuali acquirenti, effettuata l'analisi di *due diligence*, lanciano proposte d'acquisto e si procede, contestualmente, alla negoziazione dei termini dell'affare. Una volta selezionato l'acquirente si entra nella fase finale della transazione:

vengono risolte eventuali dispute contrattuali e si dà avvio allo scorporo della subsidiary target, il cui titolo di proprietà viene ceduto alla *buyer*.

L'ultima fase di revisione è attinente a due dimensioni principali: in primis l'impresa cedente verifica l'impatto del sell-off sulla gestione, in termini di risultati strategici e finanziari ottenuti; in secondo luogo si analizza il grado di apprendimento organizzativo derivante dall'operazione, qualificando i know-how acquisiti e diffondendo in via trasversale la conoscenza all'intera organizzazione.

È opportuno dire che il meccanismo di exit del sell-off, diversamente da spin-off e carve-out, ha la caratteristica intrinseca di configurarsi come un'operazione dalla natura privata. Ciò incide sulle motivazioni strategiche che portano alla scelta di tale procedura e sugli *outcomes* che è possibile perseguire. In ogni caso, riproponiamo la classificazione in base alle tre leve del valore della performance operativa, struttura di capitale e percezione pubblica, ponendo tuttavia l'attenzione sui primi due drivers. In effetti, essendo il sell-off un'operazione condotta tramite negoziazione privata, l'unica considerazione da fare in merito alla percezione pubblica si esplica nella maggior trasparenza nei confronti del mercato dovuta alla rifocalizzazione sul core business.

Per ciò che concerne l'impatto sulla performance operativa, troviamo una serie di ragioni strategiche già incontrate precedentemente: cessione di business con scarse performance o mal collegati con l'intero portafoglio di attività; volontà di monetizzare un'attività sopravvalutata, che assorbe ingenti risorse a fronte di rendimenti contenuti; possibilità che il buyer sia in grado di sfruttare maggiormente il business dismesso a causa di potenziali sinergie con le restanti attività gestite.

Infine, la procedura di *sell-off* permette un'ottimizzazione della struttura finanziaria dell'impresa cedente, che riceve, a fronte del trasferimento dell'*asset*, liquidità da utilizzare per la riduzione dell'esposizione debitoria e per far fronte a esigenze di disponibilità monetarie.

<b>Razionali strategici di un'operazione di <i>sell-off</i></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>- Dismissione 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>

### ***CAPITOLO 3***

#### **CASE STUDY: LO SPIN-OFF DI FIAT INDUSTRIAL SPA <sup>57</sup>**

Il 21 Aprile 2010 il *CEO* di Fiat Sergio Marchionne annunciò la volontà di porre in essere un'operazione di spin-off (scissione parziale proporzionale) tesa alla separazione dell'impresa in due unità distinte e completamente autonome : da una parte Fiat SpA, entità focalizzata sulla produzione e costruzione di automobili e componenti , dall'altra Fiat Industrial SpA , unità di business impegnata nel settore dei *Capital Goods*, cioè macchine e veicoli industriali per l'agricoltura e per le costruzioni. La procedura di scissione è stata resa operativa a partire dal 1 Gennaio 2011, giorno in cui sono state quotate sul Mercato Telematico Azionario di Milano le azioni delle due società in via autonoma e distinta.

L'obiettivo dell'operazione, in linea con le linee guida di innovazione, cambiamento e crescita internazionale perseguite dall'impresa, è stato quello di scorporare due attività fondamentalmente differenti sotto il profilo industriale ed economico, caratterizzate da dinamiche competitive, settori di riferimento e volatilità notevolmente eterogenee. Dotare, quindi, ognuna delle due divisioni di flessibilità strategica e autonomia decisionale, permettendo di cogliere le opportunità di crescita concesse dai diversi mercati, ma continuando a sfruttare le sinergie operative e strategiche generate dalla condivisione della fornitura di alcuni servizi in comune.

---

<sup>57</sup> Per la redazione del Capitolo 3 sono stati consultati, in via generale, i seguenti siti internet: [www.fiat.com](http://www.fiat.com), [www.fiatindustrial.com](http://www.fiatindustrial.com), [www.datamonitor.it](http://www.datamonitor.it), [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com), [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), [www.consob.it](http://www.consob.it), [www.manageronline.it](http://www.manageronline.it)

### 3.1 La Fiat: assetto organizzativo prima e dopo lo spin-off

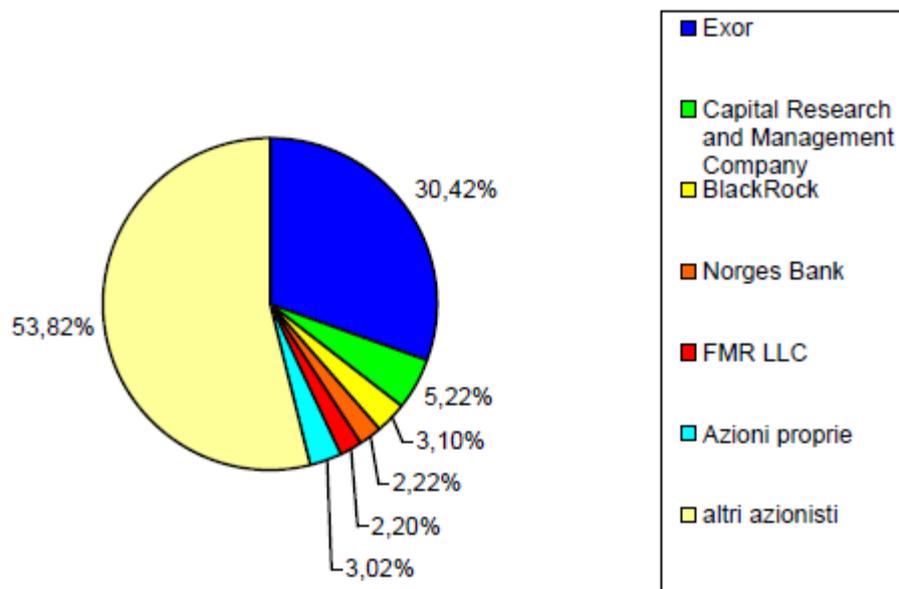
Fiat è una delle più importanti realtà industriali in Italia e comincia ad affermarsi con la propria attività di produzione e commercializzazione in tutto il mondo. La *mission* aziendale si identifica nella capacità di crescita internazionale dell'azienda, realizzata attraverso accordi e *joint ventures*, tesa a rendere Fiat alla pari dei più importanti *player* a livello mondiale, perseguendo uno sviluppo innovativo e sostenibile.

L'attenzione verso i mercati internazionali è stata fin dai primi tempi di attività uno degli aspetti salienti della pianificazione strategica dell'impresa, e si traduce oggi in uno spettro di business e impianti produttivi localizzati in più di 50 paesi, con rapporti commerciali esercitati in più di 180 nazioni. 188 impianti sono dislocati al di fuori del territorio nazionale e solo un quarto del fatturato 2011 è stato realizzato nel Bel Paese.

Fiat mira oggi a crescere in tutto il mondo, stipulando contratti di partnership e alleanze commerciali e industriali con numerose aziende: l'acquisizione del 51 % del capitale di Chrysler è la prova lampante del desiderio di espansione in Nord America e America Latina, così come gli accordi per la localizzazione degli impianti produttivi in Cina, India e Russia rispondono alle logiche di efficienza produttiva e abbattimento dei costi industriali.

I principali mercati in termini di ricavi sono: Italia (25,4%), Brasile (17,6%), US (9,1%), Germania (8,3%), Francia (8%), UK (3,6%), Polonia (3,1%), Spagna (2,8%), Turchia (2%) e Resto del mondo (20,1%).

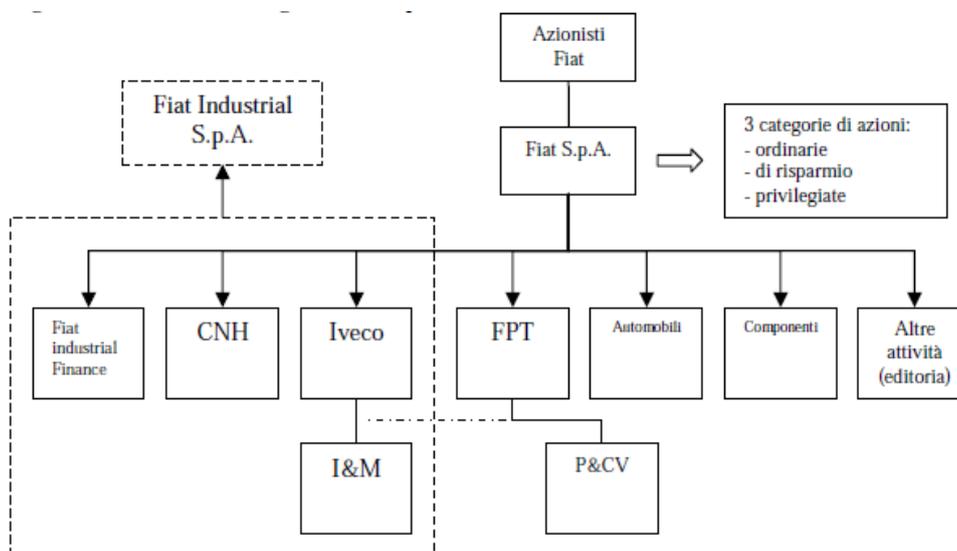
La compagine azionaria della società Torinese, che non si è modificata in seguito alla procedura di scissione, è così composta:



Fonte: www.fiat.it

Prima della messa in atto dell'operazione di spin-off l'attività si concentrava in 4 settori principali: automobili, veicoli industriali, macchine per l'agricoltura e le costruzioni, componenti e sistemi di produzione. Il gruppo del Lingotto deteneva il 100% in FGA, Iveco, Maserati, Comau, Magneti Marelli e FPT Powertrain; l'85 % delle partecipazioni di Ferrari, l'89,5 % di CnH; l'84,8 % di Teksid Spa. La seguente figura illustra la struttura organizzativa ante - *spinoff*:

Fonte: Elaborazione Interna



In seguito allo spin-off sono venuti a crearsi due distinti gruppi industriali, ciascuno pienamente focalizzato sul *core business* di riferimento e in grado di perseguire le proprie strategie di crescita e posizionamento in maniera indipendente.

Fiat Auto si configura come la holding di un gruppo impegnato nel raggiungimento dell'efficienza e della competitività con i maggiori concorrenti a livello internazionale del settore automobilistico. Esso si compone di una serie di unità di business:

- *Fiat Group Automobiles*: divisione per la produzione e vendita di automobili e veicoli commerciali leggeri, con i marchi Fiat, Abarth, Alfa Romeo, Lancia, Fiat Professional. Inoltre tale gruppo annovera le importanti case automobilistiche Ferrari e Maserati, produttori di autovetture di lusso e prestigio
- *FPT Powertrain Technologies- Passenger & Commercial Vehicle*, impresa attiva nella realizzazione, ricerca e sviluppo di motori e cambi per autovetture
- *Magneti Marelli e Teksid*, per la progettazione e produzione di sistemi e componenti elettronici, di illuminazione, controllo motore, sospensioni
- *Comau*, impegnato nel settore dell' *engineering* , logistica, installazione e manutenzione.
- *La Stampa e Publikompass*, attive rispettivamente nei settori dell'editoria e della comunicazione
- *Elasis*, centro adibito alle attività di R&S
- *Fiat Service S.p.a*, impresa che fornisce servizi al gruppo.

Diversamente Fiat Industrial Spa focalizza la propria attività nel comparto industriale dei *Capital Goods* ed è articolata nei seguenti business:

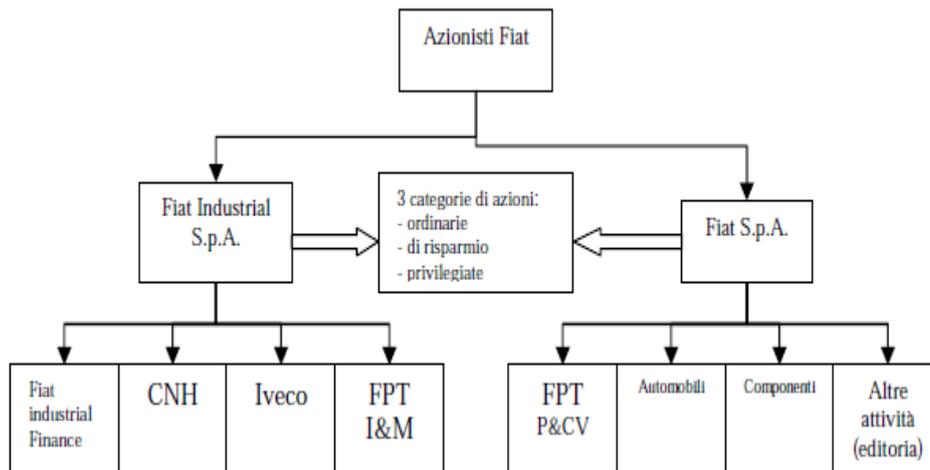
- *CNH*, leader nella realizzazione di macchinari e veicoli per l'agricoltura e l'edilizia.
- *Iveco*, impresa che progetta e produce veicoli industriali, autobus e veicoli antincendio

- *FPT Industrial- Industrial & Marine*, è il settore dedicato alla progettazione, produzione e vendita di motopropulsori per applicazioni veicolari industriali, on-highway e off-highway, nonché di motori per applicazioni marine e “Power Generation”.

È stata inoltre attuata una ristrutturazione organizzativa interna che ha generato Fiat Industrial Finance, funzione adibita alle attività di gestione dei flussi di cassa, gestione del rischio, accesso al mercato dei capitali e finanziamenti.

In definitiva, in seguito all’operazione di spin-off la struttura organizzativa di Fiat ha assunto la seguente composizione:

Fonte: Elaborazione interna



### 3.2 Struttura procedurale e effetti patrimoniali

Come abbiamo descritto in precedenza, lo *spin-off* consiste nella separazione di un ramo d’azienda, realizzata attraverso il trasferimento di parte del patrimonio netto della *parent company* a una società beneficiaria, detta NewCo. L’operazione comporta l’assegnazione delle azioni appositamente emesse dalla NewCo agli azionisti della società scorporante.

Nel nostro caso, Fiat Spa (società Scissa o *parent company*) ha trasferito una quota del proprio patrimonio netto, pari a 3.750 milioni euro, alla società Fiat Industrial Spa (beneficiaria o NewCo) costituita in data 15 Luglio 2010 con

capitale sociale sottoscritto pari a 120.000 euro, suddiviso in 80.000 azioni dal valore nominale di 1,50 euro.

Gli azionisti di Fiat Spa, in seguito all'operazione, hanno ricevuto un'azione di Fiat Industrial per ogni azione della medesima categoria detenuta in Fiat Spa (rapporto di concambio pari a 1), conservando gli stessi privilegi di natura patrimoniale detenuti precedentemente alla scissione. La riduzione del capitale sociale di Fiat Spa, quindi, non è avvenuta tramite annullamento di parte delle azioni in circolazione, bensì attraverso la riduzione del valore nominale delle stesse per un ammontare pari a 1,50 euro. In questo modo ogni azionista post-scissione si è trovato a detenere, a fronte di un titolo Fiat del valore di 5,00 euro, due titoli: un'azione rappresentativa del capitale di Fiat Auto Spa, dal valore nominale di 3,50 euro, e un'azione rappresentativa del capitale di Fiat Industrial Spa, del valore di 1,5 euro.

In particolare, per effetto dello spin-off, Fiat Spa ha ridotto il capitale sociale per un ammontare pari a 1.913.178.892,50 euro e le riserve per una cifra di 1.837.167.160,50 euro, per un totale valore scindendo pari a 3.750.346.053 euro. Più propriamente tale cifra risulta dalla differenza tra il valore delle partecipazioni trasferite e la quota di indebitamento netto relativa, composta da crediti per 213.000.000 euro e debiti per 1.440.000.000 euro, come illustrato nelle seguenti tabelle:

Fonte: [www.datamonitor.it](http://www.datamonitor.it)

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
<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)
Totale Indebitamento finanziario netto (B)	(1.227.000.000)
<b>Totale Valore netto scindendo (A)+(B)</b>	<b>3.750.346.053</b>

Fonte: www.datamonitor.it

Contestualmente, il patrimonio netto della NewCo Fiat Industrial si è incrementato per il medesimo ammontare. In particolare, 1.837.167.160,50 euro sono stati imputati a riserve e 1.913.178.892,50 euro a capitale sociale.

L'aumento di capitale ha comportato l'emissione di 1.092.247.485 azioni ordinarie, 103.292.310 azioni privilegiate e 79.912.800 azioni di risparmio, tutte dal valore nominale di 1,50 euro e, ripetiamo, assegnate agli azionisti della Scissa con rapporto di concambio pari a 1 :

Categoria	Valore nominale	Numero	Valore complessivo
Ordinarie	€ 1,5	1.092.247.485	€ 1.638.371.227,5
Privilegiate	€ 1,5	103.292.310	€ 154938465
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>

Fonte: www.datamonitor.it

### 3.3 Motivazioni strategiche e finalità dello spin-off

Come testimonia il prospetto informativo redatto dagli amministratori della società, l'operazione di scissione parziale proporzionale del ramo Industrial è stata mossa da considerazioni di natura prettamente strategica. In particolare, l'obiettivo primario è stato quello di rendere indipendenti due business operanti in settori totalmente differenti ed eterogenei, caratterizzati da dinamiche competitive,

natura dei clienti, esigenze di finanziamento e investimenti in R&S incoerenti e difficilmente conciliabili.

Attraverso l'operazione si è giunti, quindi, a conferire a ciascun gruppo industriale flessibilità strategica e autonomia di perseguire le opportunità di crescita e sviluppo, in linea con le caratteristiche del settore di riferimento e con le proprie esigenze interne.

La percezione pubblica del mercato è stata influenzata positivamente, a causa della maggior focalizzazione sui rispettivi business di riferimento e definizione precisa e trasparente dei diversi obiettivi concretamente perseguibili, nonché delle risorse necessarie ad attuare crescita, sviluppo e aumento della quota di mercato nel settore *automotive*, e consolidamento della posizione competitiva per il business dei *Capital Goods*.

Le differenze tra il business auto e quello dei veicoli industriali possono essere evidenziate utilizzando uno strumento tipico dell'analisi del portafoglio strategico di un'impresa: la matrice ADL.

È opportuno evidenziare come i dati relativi alla costruzione di tale strumento siano relativi al periodo ante-scissione. La finalità è quella di evidenziare, essenzialmente, le profonde differenze che caratterizzavano Fiat Group Spa nei suoi business principali e offrire, in tal modo, la descrizione dei principali razionali strategici che hanno giustificato l'operazione di spin-off.

Ciascuno dei 4 settori primari in cui veniva ripartita l'attività industriale e commerciale del Lingotto, precedentemente alla procedura di disinvestimento, è stato classificato in base a due variabili specifiche:

posizione competitiva rispetto ai *competitors* ( dominante, forte, favorevole, difendibile, debole, insostenibile) e ciclo di vita del business ( nascita, crescita, consolidamento, maturità, declino) :

		Fasi del ciclo di vita				
Posizione Competitiva		Embrionale	Crescita	Consolidamento	Maturità	Declino
Dominante						
Forte						
Favorevole						
Difendibile						
Debole						
Insostenibile						

Fonte: [www.manageronline.it](http://www.manageronline.it)

La matrice mostra chiaramente come i business relativi ai veicoli industriali e macchinari agricoli, al tempo dell'annuncio dello *spin-off*, si trovassero in una fase di maturità affermata e consolidata: le esigenze di investimenti sono limitate e il tasso di crescita è contenuto. L'innovazione tecnologica non è al centro dell'attenzione, e conseguentemente le spese in R&S sono moderate. In tale contesto competitivo i fattori critici di successo sono rappresentati dal marchio, da un'attività distributiva efficiente, dall'ampiezza del portafoglio prodotti, dalla possibilità di offrire servizi di finanziamento e rateizzazione ai potenziali clienti. Differentemente, il comparto *automotive* era in una fase di totale cambiamento: le prospettive competitive erano incerte e la concentrazione della concorrenza elevatissima. Emergeva, quindi, la necessità di ingenti investimenti non solo per la conservazione della quota di mercato, bensì anche per sostenere l'espansione nei mercati esteri pianificata a livello strategico. Infatti, come abbiamo più volte ripetuto, al fine di porsi come uno dei principali *players* a livello mondiale, Fiat inaugurò una politica di alleanze e partnership tese a sviluppare l'attività produttiva e il marchio nei paesi caratterizzati da elevati tassi di crescita. Inoltre, le esigenze di un settore quale quello automobilistico si differenziano notevolmente da quello Industrial: i punti focali in grado di generare una posizione di vantaggio competitivo sono, in questo ambito, qualità del prodotto, differenziazione e *customization*, possibilità di consumi ridotti e un livello di

innovazione tecnologica sempre più elevato, in virtù della progressiva innovazione domandata dai clienti (notevoli investimenti in R&S).

Ponendo mente a tali considerazioni, la scelta di porre in essere un'operazione di *spin-off* può essere egregiamente giustificata: essa ha trovato la *ratio* nella volontà di rendere indipendente il *core business* dell'auto, il quale avrebbe richiesto, e richiederà in un futuro prossimo, scelte strategiche complesse e una struttura finanziaria autonoma. Il tutto si inquadra nella prospettiva strategica di espansione internazionale e aumento del *market value* perseguiti della casa torinese.

Descritti i razionali strategici che hanno mosso lo spin-off di Fiat Industrial, è opportuno analizzare le finalità che il management di Fiat si era preposto, espresse in maniera dettagliata e specifica nel prospetto informativo dell'operazione e, in particolare nel piano industriale che copre il periodo 2010-2014. Una serie di prospettive di sviluppo e crescita, quindi, che si basano su tre linee guide :

- Incremento della capacità produttiva
- Espansione internazionale
- Ampliamento del portafoglio prodotti e punti vendita

Per ciò che concerne l'incremento della capacità produttiva, il piano industriale pose come obiettivo primario un livello di produzione generale di 6 milioni di unità, da raggiungere entro il 2014. In tal modo si sarebbero potuti raggiungere livelli di efficienza ottimale e economie di costo, eliminando le numerose inefficienze relative al sottoutilizzo degli impianti.

La razionalizzazione della struttura produttiva sarebbe passata attraverso due punti primari:

1. l'implementazione del modello *World Class Manufacturing*: si tratta di uno degli standard produttivi maggiormente qualitativi, basato sull'applicazione all'intero contesto delle *Operations* del principio del *cost deployment*. Alcuni dei capisaldi del sistema sono: ridurre sistematicamente i costi e gli sprechi, implementare un controllo stringente

del sistema produttivo e diffondere il concetto di *kaizen*, cioè miglioramento continuo.

2. lo sfruttamento delle sinergie con Chrysler: la fusione con la casa americana permetterà l'ottenimento di interrelazioni operative e lo sfruttamento di sinergie produttive.

In secondo luogo, una delle pietre miliari della programmazione strategica è stata la volontà dell'impresa di ampliare la propria influenza in maniera determinante nel resto del mondo, con particolare riferimento ai paesi BRIC. Strumento fondamentale per perseguire tale obiettivo sono state le *joint ventures* stipulate da Fiat con molteplici aziende in tutto l'emisfero. Primo tra tutti l'accordo e la successiva acquisizione della maggioranza del capitale di Chrysler Group LLC, che ha permesso l'approdo nel mercato USA e lo sfruttamento della rete distributiva dell'impresa statunitense per sviluppare rapporti commerciali in Nord America. C'è stata poi l'alleanza con Guangzhou Automobile Group per la costruzione di un impianto produttivo in Cina dalla capacità produttiva di 330.000 unità all'anno: ciò permetterà lo sviluppo nel mercato cinese, con una previsione per il 2014 di una quota di mercato del 2%. Inoltre Fiat ha stipulato un accordo con Tata Motors per l'espansione nel mercato Indiano con una previsione dei livelli di vendita pari al 5%. Infine c'è stata l'alleanza russa con Sollers per la penetrazione del mercato euro-orientale con obiettivi di crescita in termini di quota di mercato pari all'8%. Ulteriore energia è stata impiegata per lo sviluppo nel mercato brasiliano, e generalmente nell'America Latina.

*Last but not least*, l'ampliamento della gamma prodotti e dei canali distributivi. Il piano industriale ha previsto per l'arco temporale 2010/2014 il lancio di 10 nuovi modelli e 8 restyling per il business auto e 5 nuovi modelli e 3 aggiornamenti per il settore Industrial. Una delle leve primarie tramite il quale si potrà ottenere l'ampliamento del mix di prodotti è stata identificata nella fusione con Chrysler, con cui si cercherà di attuare una piena integrazione del portafoglio prodotti. La joint venture con l'azienda americana ha apportato ulteriori benefici dal punto di vista commerciale: tramite l'aggregazione delle reti distributive è stato e sarà

possibile incrementare i punti vendita nel territorio europeo e nordamericano di 750 unità entro il 2014.

Inoltre, sono stati previsti nel piano: l'espansione nel mercato delle berline medie, segmento D; la possibilità che Maserati possa ampliare la propria offerta rivolgendosi a un segmento di mercato di fascia più bassa; il lancio di nuovi prodotti caratterizzati da maggior personalizzazione degli elementi meccanici e dello stile da parte di Ferrari; l'espansione del settore componenti (Magneti Marelli, Teksid, Comau) nei business *non-captive*.

Tralasciando le finalità prettamente strategiche, è opportuno fornire una stima dei risultati in termini finanziari previsti in seguito alla conclusione della scissione.

All'annuncio della volontà di porre in essere lo spin-off gli analisti della casa del Lingotto si basarono su considerazione e previsioni finanziarie che evidenziavano chiaramente come l'operazione sarebbe stata in grado di esprimere e sprigionare un valore fino ad allora rimasto inespresso e mascherato: la suddivisione giuridica e amministrativa di FGA e Industrial avrebbe permesso di offrire ai mercati un'immagine di chiarezza strategica e di identificare in maniera dettagliata e specifica i singoli obiettivi di crescita delle due divisioni.

In effetti si stimò che la scissione proporzionale avrebbe permesso il raggiungimento di un *Enterprise Value* pari a 20,983 miliardi per Fiat Auto, e di 9,753 miliardi per Fiat Industrial. Differentemente l'EV di Fiat Sum of the Part era, all'epoca, all'incirca 24 miliardi. Questi semplici calcoli mostrano come l'operazione di disinvestimento avrebbe generato un maggior valore per gli azionisti pari a circa 6 miliardi di euro, dati dalla differenza tra l'EV totale di Industrial e FGA post spin-off e l'EV di Fiat SOTP.

Indipendentemente dalle stime, anche i risultati borsistici delle prime settimane successive all'operazione si rivelarono positivi: FGA crebbe su una media del 7,77% e Industrial, dopo le prime indecisioni fece registrare rialzi pari al 6,7%. Come da previsione il valore complessivo dei due business separati è stato maggiore rispetto al valore di Fiat SOTP. Tuttavia, le grandezze identificate dalle stime si sono rilevate eccessive: in effetti, il maggior valore di capitalizzazione è stato pari a soli 2,1 miliardi.

## Conclusioni

Come abbiamo più volte ripetuto, la creazione di valore per gli azionisti deve necessariamente porsi come la prospettiva generale da cui inquadrare le performance operative e finanziarie di un'impresa.

In effetti gli azionisti rappresentano non solo i principali *stakeholders* di un'organizzazione, in grado di influenzarne l'evoluzione tramite gli strumenti di *corporate governance*, bensì si configurano come portatori di interessi la cui soddisfazione in termini di remunerazione del capitale investito è residuale rispetto a quella degli altri *stakeholders*. Di conseguenza, la creazione di valore per gli azionisti implica necessariamente la creazione di valore per l'impresa nel suo complesso.

L'esperienza empirica ha dimostrato più volte come le strategie di diversificazione siano inadatte a perseguire tale obiettivo, in quanto nella maggior parte dei casi l'ampliamento del portafoglio di business avviene in maniera sconsiderata, perdendo di vista i reali obiettivi economici e generando costi di gestione e inefficienze allocative che rendono vani i vantaggi ottenibili dalla crescita dimensionale.

Ma esaminiamo la questione più dettagliatamente, analizzando singolarmente le relative problematiche che si generano da un'eccessiva ampiezza del portafoglio di business.

In primis, seppur la diversificazione del portafoglio di attività si pone come strumento atto alla riduzione del rischio d'impresa, è ben noto che un tipico **investitore razionale può facilmente replicare la struttura del portafoglio di business** dell'impresa investendo autonomamente nel mercato dei capitali, peraltro incorrendo in costi di transazione minori. Poste tali considerazioni una diversificazione che abbia un puro scopo finanziario risulta distruttrice di valore, poiché a parità di rendimenti di portafoglio, comporta costi maggiori. Inoltre, al fine di ridurre il rischio d'impresa, la diversificazione andrebbe ricercata in settori quanto meno possibili correlati, tali cioè da garantire l'indipendenza reciproca dei flussi di cassa. Tuttavia una tale strategia potrebbe portare l'impresa a espandersi in settori sempre più lontani tra loro, influenzando negativamente la possibilità di

sfruttare sinergie e interrelazioni, e abbattendo, in tal modo, il possibile vantaggio generato dalla diversificazione.

In secondo luogo, abbiamo visto come la crescita dimensionale produca effetti positivi grazie allo sfruttamento delle economie di scala e di scopo raggiungibili tramite le interrelazioni di natura strategica tra i business in cui l'impresa opera e la condivisione di *know how* e competenze. Tuttavia la dimensione elevata è fonte di numerose **inefficienze organizzative** e gestionali: essa genera **costi di gestione del portafoglio** di business notevoli e richiede l'implementazione di sistemi di controllo complessi e costosi. Come affermò Coase nell'elaborazione della "teoria della dimensione efficiente" : " *internalizzare un numero eccessivo di transazioni potrebbe portare a 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*". Dunque, in tale prospettiva, integrare nel proprio spettro di attività un business potrebbe generare costi amministrativi e di coordinamento maggiori del valore derivante dai vantaggi ottenibili dal gestire tale business in un portafoglio diversificato.

Ulteriormente, deve essere considerato l'impatto in termini di percezione pubblica del mercato che un'eccessiva ampiezza dell'impresa provoca. Le imprese conglomeranti, infatti, sono caratterizzate da **un'elevata opacità**, che si traduce in **asimmetrie informative** e conseguente percezione di maggior rischiosità da parte degli investitori pubblici. La disponibilità minima di informazioni dettagliate sulla performance di ogni singola SBU si sostanzia in una sottovalutazione generale delle azioni dell'impresa, che vengono valutate a un valore inferiore rispetto a quello reale, scontando in tal modo un c.d. *diversification discount* . Il tutto, chiaramente, impatta in maniera negativa sul valore generato per gli azionisti.

In ultima istanza, non dobbiamo tralasciare il sintomatico problema dei **costi di agenzia**, legati al non allineamento degli obiettivi perseguiti dal management e degli obiettivi perseguiti dagli azionisti.

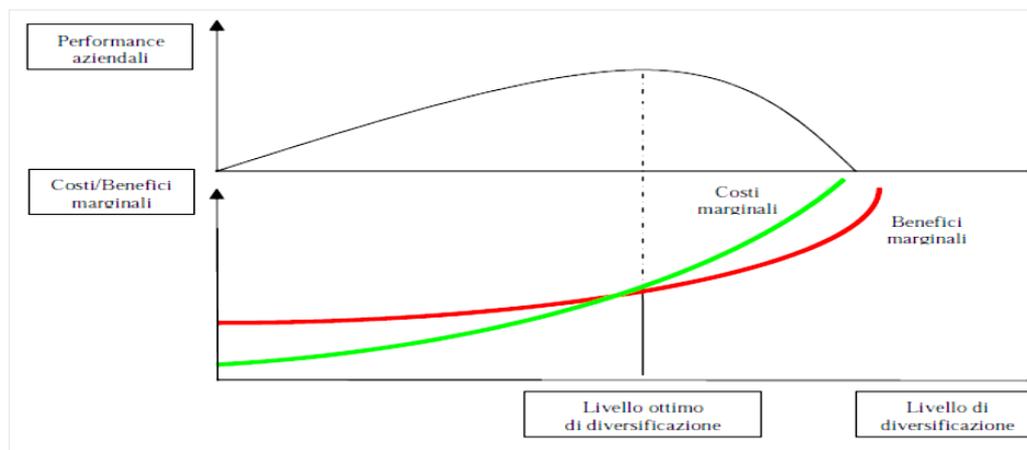
La diversificazione, in tale ottica, può essere intesa come causa ed effetto del comportamento posto in essere dal management, il quale tipicamente propende per l'ampliamento delle dimensioni dell'impresa in virtù di una maggior reputazione e prestigio derivanti dalla capacità di gestire e coordinare un

portafoglio di business numerosi. Inoltre, molto spesso i *managers* sono remunerati tramite sistemi di incentivi legati ai risultati dell'impresa: ciò potrebbe portare gli amministratori a perseguire una crescita sconsiderata allo scopo di ottenere introiti più elevati, tutelando i propri interessi e intaccando quelli degli azionisti. Allo stesso modo, la diversificazione potrebbe essere utilizzata come uno strumento di protezione contro il rischio di eventuali licenziamenti in seguito a prestazioni negative: un portafoglio numeroso, come detto in precedenza, riduce la quantità di informazioni disponibili al pubblico e aumenta la possibilità di mascherare performance negative di una SBU, preservando, in tal modo, la posizione lavorativa dei *managers*.

Considerate tali problematiche legate al fenomeno diversificazione possiamo affermare che, in linea generale, la strategia creerà valore nel caso in cui non solo le singole attività saranno in grado di generare autonomamente valore, ma allorquando le SBU dimostrino di creare valore in misura superiore a quanto sarebbero capaci di fare se fossero indipendenti. E ancora, nel caso in cui il maggior valore sviluppato ecceda i costi necessari alla gestione delle SBU in quanto entità appartenenti a un portafoglio strategico.

Tuttavia, è fondamentale dire che la diversificazione è in grado di generare valore solo ed esclusivamente entro certi limiti : è necessario, cioè, che essa venga attuata in modo da cogliere le sinergie strategiche potenzialmente attivabili dalla condivisione di risorse e competenze con business correlati. Il che equivale a dire che l'espansione forzata ed eccessiva in settori che non presentano opportunità di interrelazione si traduce in elemento penalizzante, generatore di elevati costi organizzativi e di coordinamento che finiscono col distruggere valore.

In particolare, analizzando il trend storico tra performance e livello di diversificazione, otteniamo il seguente grafico, dal quale emerge un'importante considerazione: nel momento in cui il livello di diversificazione diventa eccessivo, l'impatto sulla performance operativa dell'impresa comincia a essere negativo. E cioè, i costi derivanti dall' "internalizzare una transazione" sono maggiori dei benefici che l'organizzazione riceve dall'inserire i business nel portafoglio diversificato.



Posti tali limiti, è chiaro che le strategie di ristrutturazione aziendale si configurano come una valida alternativa all'espansione diversificata, in grado di generare valore per gli azionisti.

Il disinvestimento, infatti, garantisce flessibilità strategica e organizzativa all'entità economica, semplificando i processi di *decision making* e permettendo la concentrazione delle risorse operative e finanziarie nei business dalle prospettive di crescita maggiori. Tramite le strategie di corporate divestiture l'impresa razionalizza la propria struttura organizzativa, garantendo un'allocazione delle competenze efficiente ed eliminando business generatori di sinergie negative, ridondanza di risorse ed elevati costi amministrativi.

Tale prospettiva è confermata molto spesso dalla valutazione dei mercati : l'evidenza empirica ha mostrato in passato come gli annunci di operazioni di disinvestimento siano seguiti, nella quasi totalità dei casi, da significative variazioni in aumento del prezzo delle azioni della società scorporante, a conferma dell'interesse che gli investitori ripongono in imprese maggiormente trasparenti e focalizzare sui *core business*.

In particolare, le operazioni di *corporate restructuring* sono in grado di generare una serie di effetti di natura strategica, finanziaria e operativa, che si configurano come simmetrici alle problematiche emerse dalla diversificazione e costituiscono leve per la creazione di valore:

- Il disinvestimento permette una maggior concentrazione delle risorse economiche, strategiche e umane sui business principali, garantendo lo snellimento dell'assetto organizzativo e, allo stesso tempo, permettendo di

sfruttare le interrelazioni positive con le SBU scorporate (vedi *spin-off* e *carve-out*)

- Tramite le operazione di *unbundling* si eliminano le sinergie negative derivanti dalla diversificazione; sinergie negative che impattano negativamente sulla struttura di costo dell'impresa, generando inefficienze allocative e rendendo il valore complessivo del portafoglio minore della somma dei valori dei singoli business
- La strategia permette il disinvestimento di attività con performance negative, abbattendo le risorse liquide assorbite da tali business e garantendo un miglioramento dei fondamentali di valutazione; o, al contrario, la vendita di business con performance positive, provocando elevati cash flow in entrata che possono essere investiti in diverse attività dai rendimenti maggiori.
- Il *refocusing* permette un miglioramento della percezione pubblica dovuta a una maggior trasparenza nei confronti del mercato: riducendo l'ampiezza del portafoglio i risultati di ogni singola SBU sono meglio osservabili dagli investitori pubblici, che attribuiranno all'impresa un minor rischio specifico
- La presenza di informazioni più dettagliate a disposizione del mercato fa sì che eventuali business con performance positive, ma sottovalutati dal mercato a causa dell'inserimento in un portafoglio diversificato, vengano evidenziati nel loro valore effettivo in seguito al loro disinvestimento. In tal modo le seguenti attività, rese autonome e indipendenti, potranno essere apprezzate nel loro valore reale , con evidente vantaggio per gli *shareholders*
- Uno dei principali effetti del disinvestimento è quello di riequilibrare la struttura di capitale. In effetti le diverse SBU inserite in un portafoglio strategico potrebbero avere fabbisogni di capitale, profili di rischio e *debt to equity ratio* differenti, mostrando esigenze di finanziamento incoerenti. Ciò rende inefficiente l'attività di *funding* svolta a livello *corporate* e comporta un generale aumento della leva finanziaria. Poste tali considerazioni, le operazioni di disinvestimento possono garantire

un'ottimizzazione della struttura finanziaria permettendo , in primis, la definizione autonoma dei fabbisogni finanziari per ogni SBU dotata di differente volatilità, e in secondo luogo il reperimento di risorse finanziarie liquide da investire per la razionalizzazione della leva finanziaria dei restanti business di portafoglio

In definitiva, le strategie di disinvestimento si configurano come degli strumenti *value-creating*, in grado di esorcizzare la pesantezza organizzativa e le inefficienze tipiche della diversificazione , giungendo alla definizione della dimensione ottimale dello spettro di attività di un'entità economica ed eliminando il *diversification discount*.

Tuttavia, è fondamentale ricordare che le operazioni di *corporate restructuring*, al fine di generare valore, devono essere considerate con accezione sistematica e programmata, basandosi su valide motivazioni strategiche e adeguate analisi competitive delle SBU detenute in portafoglio, massimizzando il valore creato dall'operazione.

A tal proposito, un esempio significativo viene fornito dal caso di *spin-off* di Fiat Industrial descritto precedentemente: la struttura procedurale dell'operazione replica generalmente le fasi del modello del pentagono McKinsey presentato nel capitolo 2 , inquadrandosi come una strategia proattiva tesa a incrementare il valore dell'impresa in modo sistematico e sequenziale.

## Bibliografia

R.P.Rumelt, *Diversification Strategy and Profitability*, in "Strategic Management Journal", 3, 1982, pp.359-370

M.Goold e K.Luchs, *Why Diversify? Four decades of Management Thinking*, in "Academy of Management Executive", 7, 3, pp.7-25.

G.F. Davis, K.A.Dielanan, C.E.Tinsley, *The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980's: A Study in the De-Institutionalization of an Organizational Form*, Evanston, IL, Northwestern University, settembre ,1993

R.A.Bettis, *Performance Differences in Related and Unrelated Diversified Firms*, in "Strategic Management Journal", 2, 1981, pp.379-383

R.P.Rumelt, *Strategy, Structure and Economic Performance*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1974

T.Peters e R.Waterman, *In Search of Excellence*, New York, Harper e Row, 1982

H.K.Christensen e C.A.Montgomery, *Corporate Economic Performance: Diversification Strategy versus Market Structure*, in "Strategic Management Journal", 2, 1981, pp. 327-343

A.Michel e I.Shaked, *Does Business Diversification Affect Performance ?*, in "Financial Management", 13, 4, 1984, pp. 379-383

R.M.Grant, *On Dominant Logic, Relatedness, and the Link Between Diversity and Performance*, in "Strategic Management Journal", 9, 1988, pp. 639-642

C.K. Prahalad e R.A. Bettis, *The Dominant Logic: A New Linkage Between Diversity and Performance*, in "Strategic Management Journal", 7, 1986, pp.485-502

P.C.Haspeslagh, D.B. Jemison, *Managing Acquisition: Creating Value through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991, p.145

F.W. Melicher e D.E. Rush, *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience*, in "Journal of Finance", 28, 1973, pp.381-388

D.J. Collis, C.A. Montgomery, *Corporate Strategy*, Milano, McGraw-Hill, 2007, p.114

Porter, M. (1987), *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, May/June 1987, pp 43-59

R.M. Grandt, A.P. Jammine e H. Thomas, *Diversity, Diversification and Performance in British Manufacturing Industry*, in "Academy of Management Journal", 31, 1988, pp. 771-801

C.Markides, *Consequences of Corporate Refocusing: Ex Ante Evidence*, in "Academy of Management Journal", 35, 1992, pp.398-412

G.A. Jarrell, J.A. Brickly e J.M. Netter, *The Market for Corporate Control: Empirical Evidence Since 1980*, in "Journal of Economic Perspective, 2, 1, 1988, pp.49-68

Donna G., *L'impresa multibusiness: La diversificazione crea o distrugge valore?*, Milano, Università Bocconi, 2003

J.D. Rosenfeld, *Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth*, Journal of Finance, 1984, 39, pp. 1437-48

M.E. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, 1987, 65, pp. 35-66

R.Hayes, *New emphasis on divestment opportunities*, Harvard Business Review, 1972, 50, pp. 55-64

R.M. Grant, *L'analisi strategica per le decisioni aziendali*, Bologna, Il mulino, 2005, pp. 535-537

R. Johnson, *Antecedents and Outcomes of Corporate Refocusing*, Journal of Management, 22(3), pp. 439-483

P. Hunt , *Structuring Merger & Acquisition*, Aspen, 2004

E.Kimberly, J.William Harden, *Corporate Restructurings: A Comparison of Equity Carve-outs and Spin-offs*; Journal of Business Finance & Accounting,28, Aprile/Maggio, pag. 510

H.Zimmermann, *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*, Maggio 2005, pagg.28-29

R.F. Bruner, *Applied Merger And Acquisition*, Wiley Finance, 2004, pg.151

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

J.M. Campa , S. Kedia, *Explaining Diversification Discount*, Journal of Finance, 2002, 57, pp. 1731-1762

E.L. Rose, K. Ito, *Widening the family circle: spin-offs in the Japanese service sector*, Long Range planning, 2005, 38, pp.9-26

- Y. Khoroshilov, *A dynamic model of Diversification and Divestiture*, Working Paper, University of Michigan Business School, 2002.
- K. Eisenhardt, S.L. Brown, *Patching: Restricting business portfolios in dynamic markets*, Harvard Business Review, 1999, 77, pp.72-82
- K. Ito, *Japanese spin-offs: unexplored survival strategies*, Strategic Management Journal, 1995, 16, pp.431-446
- D. Garvin, *Spin-offs and the New Firm Formation Process*, California Management Review, 1983, 25, pp. 3-20
- K.R. Harrigan, *Deterrents to Divestiture*, *Academy of Management Journal*, 1981, 24
- M.E. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, 1987, 65, pp. 35-66
- H. Berry, *Corporate Divestment: The influence of Foreign Investment Strategies*, Working paper, 2003, The Wharton School, Pennsylvania
- K. Boudreaux, *Divestiture and share price*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1975, 10, pp.619-626
- M. Haynes et al., *The Impact of Divestment on Firm Performance: Empirical Evidence from a Panel of UK Companies*, 2002, Journal of Industrial Economics, 50, pp.173-196
- E.H. Bowman and Helfat, *Does corporate strategy matter?*, Strategic Management Journal, 2001, 22
- Z. Fluck, A. Lynch, *Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy*, Journal of Business, 1999, 72, pp. 319-346
- D. Heart, J.K. Zama, *Voluntary Corporate Divestitures and Value*, Financial Management, 1984, 50, pp.10-16
- K. John, E. Ofek, *Asset sales and increase in focus*, Journal of Financial Economics, 1995, 37, 105-126
- H. Tehranian et al., *The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns*, Journal of Finance, 1987, 42, pp. 933-942
- M. Hitt et al., *The market for corporate control and firm innovation*, Academy of Management Journal, 1996, 39, pp.1084-1119

R.E. Hoskisson, R.A. Johnson, *Corporate restructuring and strategic change: the effect on diversification strategy and R&D intensity*, Strategic Management Journal, 1992, 13, pp.625-634

A. Seth, J. Easterwoods, Strategic redirection in large management buyouts: the evidence from post-buyouts restructuring activity, Strategic Management Journal, 1993, 14, pp. 251-273

D. Nees, Increase your divestment effectiveness, Strategic Management Journal, 1981, 5, pp. 119-130

M.C. Jensen, Organization theory and methodology, The Accounting Review, 1983, LVIII, pp. 319-339

### **Webgrafia**

[www.fiat.com](http://www.fiat.com)

[www.fiatindustrial.com](http://www.fiatindustrial.com)

[www.datamonitor.it](http://www.datamonitor.it)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.manageronline.it](http://www.manageronline.it)

