

Dipartimento: Impresa e Management

Cattedra: Strategie d'impresa

**La scelta della Modalità di Exit
nelle operazioni di Disinvestimento Aziendale**

Relatore

Prof. Peruffo Enzo

Candidato: Fabiana Andreani

Matr.: 651181

Correlatore

Prof. Marino Alessandro

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

La situazione competitiva globale dell'ultimo trentennio ha spinto parte delle imprese contemporanee ad intraprendere una serie di misure orientate all'incremento della propria capacità competitiva e che rientrano nella categoria delle Ristrutturazioni Aziendali; parliamo, nella fattispecie, di: ristrutturazioni organizzative, finanziarie e di portafoglio. La comparsa di tali operazioni è storicamente collegata ad una fase negativa del ciclo economico, dal momento che i primi interventi di tal genere interessarono le conglomerate create negli anni Settanta; tale elemento ha contribuito a ritenere le operazioni di ristrutturazione come associate prevalentemente a situazioni patologiche delle imprese. Dagli anni Novanta tale considerazione perde valore ed inizia a diffondersi l'idea secondo la quale la ristrutturazione aziendale è in grado di colmare il gap tra performance attuali e potenziali e massimizzare il valore di mercato di un'impresa diversificata. Con ciò non si vuole escludere che parte delle operazioni di Ristrutturazione siano orientate alla risoluzione di una crisi all'interno di un'organizzazione aziendale, ma si vuole precisare che la maggioranza delle stesse vengono realizzate nell'ottica della creazione di valore grazie alla loro capacità di rafforzare il posizionamento competitivo, in particolare di quelle aziende che agiscono in modo proattivo, realizzando quegli adattamenti strategici necessari a competere efficacemente nel proprio ambiente d'attività. Le operazioni di Disinvestimento Aziendale rientrano nell'area delle Ristrutturazioni di Portafoglio, le quali consistono, appunto in rivisitazioni del Portafoglio di Business e si traducono in una riallocazione delle risorse aziendali volta a realizzare una nuova e più competitiva configurazione dell'impresa. Facendo parte della macrocategoria Ristrutturazione Aziendale, anche le operazioni di Disinvestimento hanno subito nel tempo un'evoluzione circa la considerazione che gli stakeholder avevano di tale strumento, e solo nell'ultimo ventennio si è radicata la convinzione relativa alla capacità di tale operazione di contribuire all'organizzazione delle risorse aziendali in un processo di adattamento all'ambiente d'operatività e di gestione proattiva del cambiamento, dal momento che tale strumento non si limita ad impattare in modo temporaneo sui flussi di cassa ma esplica i propri effetti sulla

totalità della strategia aziendale, in virtù della rinnovata configurazione che ne deriva.

La fattispecie del Corporate Divestiture, comunque, non individua una fattispecie univoca, dal momento che tramite tale operazioni la parent può porsi nei confronti della target in tre modi diversi; nella fattispecie, essa può realizzare una eliminazione o semplicemente una riduzione della propria presenza nella stessa, individuando la distinzione, rispettivamente, tra disinvestimento in senso stretto e disinvestimento in senso lato.

Numerosi studi empirici hanno dimostrato la capacità di tali operazioni di liberare valore nelle aziende che le realizzano, tanto nel breve periodo, grazie all'emergere di un rendimento di mercato positivo, quanto nel lungo periodo, in particolare per quelle aziende che seguono un approccio di tipo proattivo. La spiegazione di tale valore trova fondamento in uno dei principali contributi degli anni '80, il Teorema di Modigliani e Miller, il quale, basando la propria tesi dell'inconsistenza della struttura finanziaria ed organizzativa ai fini del valore economico di un'impresa su ipotesi che non si realizzano nella realtà, finisce con l'indurci a ritenere quanto importanti siano determinati elementi nella creazione del medesimo valore a cui facevamo precedentemente riferimento. Alla luce di ciò, le teorie di cui possiamo servirci per dare una spiegazione in merito alla questione relativa all'interrogativo circa da dove derivi il valore che abbiamo visto venire liberato sono tre:

- la Teoria dell'Agenzia, assumendo una sostanziale divergenza di obiettivi tra il principal e l'agent e l'impossibilità dell'osservabilità del comportamento del secondo da parte del primo, spiega l'incremento di valore appellandosi alla riduzione della diversificazione aziendale e quindi ad un aumento della trasparenza, che consente altresì, un maggior monitoraggio e una riduzione delle inefficienze;

- la Teoria dell'Informazione e del Segnale, partendo dall'assunzione di una costante asimmetria informativa tra il management e gli investitori, collega la liberazione del valore aziendale alla significatività che l'operazione "disinvestimento aziendale" rappresenta: tale strategia rappresenta chiaramente un

segnale (positivo) che viene inviato dal management al mercato circa il valore del patrimonio esistente.

- La teoria dei Costi di Transazione che spiega la dimensione aziendale ottimale come una questione di ordine matematico per la quale all'aumentare dell'internalizzazione il costo d'uso diminuisce, ed aumentano i costi organizzativi; la dimensione esatta dell'impresa viene individuata dall'incrocio di queste due funzioni contrapposte ed il disinvestimento si configura esattamente come uno strumento idoneo a perseguire la dimensione in tal modo identificata.

Tali teorie ci aiutano a comprendere la ragione dell'incremento di valore aziendale a seguito delle operazioni di disinvestimento e gettano le basi per un'indagine circa le ragioni di ordine "pratico" che spingono le aziende a realizzare tali operazioni. Sebbene a partire dagli anni Settanta siano stati sviluppati degli strumenti di gestione utili a fornire al management indicazioni in merito alle strategie da seguire e ai criteri con i quali allocare le risorse tra i vari business aziendali, strumenti noti come *Matrici di Portafoglio*, l'evidenza empirica ha dimostrato come essi né nella teoria né nella pratica sono assunti come metodo guida nella scelta della strategia da compiere, almeno nell'ambito delle operazioni di disinvestimento; in effetti, non tutte le unità dismesse hanno le medesime caratteristiche e pertanto, un ragionamento generalizzabile non è condivisibile.

Pertanto, è indispensabile rivolgersi all'osservazione della realtà, dalla quale emergono numerose cause che inducono il management aziendale a disinvestire e che è possibile sintetizzare in tre fattispecie generali:

1) I disinvestimenti volontari, orientati al perseguimento dei seguenti obiettivi:

- Rifocalizzazione dell'attività;
- Considerazioni finanziarie;
- Considerazioni Redditali;
- Conseguire maggior trasparenza sul mercato;
- Difesa da un takeover;
- Mietitura di passati successi imprenditoriali;
- Cessione di business non desiderati derivanti da precedenti acquisizioni;

- Innovazione e sviluppo di competenze;

2) I disinvestimenti involontari, motivati dai seguenti obiettivi:

- Normativa antitrust;

- Conflitto d'interessi;

- Nazionalizzazioni.

3) I disinvestimenti orientati alla risoluzione delle Crisi Aziendali i quali molto spesso rappresentano un metodo per assicurare la continuità aziendale grazie al reperimento delle risorse di finanziamento e liquidità.

L'idea di un Disinvestimento in grado di consentire alle aziende, non solo di risolvere situazioni di crisi, ma anche di perseguire i propri obiettivi di ordine strategico, di raccogliere capitale, rafforzare i propri bilanci e migliorare la propria posizione di mercato, è condivisibile unicamente in contesti dotati di determinate caratteristiche; parliamo, prima di tutto, dell'economia americana nella quale le particolarità dei mercati finanziario e del lavoro spiegano la ragione per la quali tal genere di operazioni stanno assumendo un ruolo *core* nella gran parte delle strategie aziendali. Le differenze tra tale sistema economico e quello italiano, in particolare in tema di struttura delle imprese e struttura dei mercati, spiegano la diversità del sentiero di sviluppo intrapreso dalle aziende italiane e la motivazione di un ridotto utilizzo di tali strumenti. In ogni caso, i numerosi studi condotti sul tema e i recenti interventi della Commissione Europea volti a rafforzare l'attrattività del mercato dei capitali dovrebbero condurre nel breve tempo le imprese, anche italiane, a orientarsi verso questo genere di operazioni.

Uno dei fattori che riduce notevolmente l'adozione di tali strumenti sono le cosiddette *barriere all'uscita* che si sostanziano in vincoli che impediscono o scoraggiano l'uscita da un business da parte di un'azienda anche in quelle situazioni in cui essi realizzano bassi profitti o quando essi danno origine a perdite; tali vincoli, che operano temporalmente sia al momento della valutazione circa la convenienza dell'ingresso in una nuova business unit che nella fase di uscita fungendo da deterrenti all'uscita e riducono la flessibilità strategica dell'impresa, sono stati raggruppati da Porter in tre macrocategorie:

- Le *Barriere all'uscita di tipo strutturale*, derivano da caratteristiche specifiche del business le quali rendono più vantaggioso per l'impresa restare all'interno di un business anche quando esso realizza profitti bassi o nulli; tali barriere sono direttamente proporzionali al livello di specificità delle linee di business, al livello dei costi fissi ed inversamente proporzionali al livello dei costi variabili;
- Le *Barriere all'uscita di tipo strategico* identificano quei fattori che, in caso di disinvestimento, si tradurrebbero quasi inevitabilmente in riduzioni di efficienza, competitività e quindi performance;
- Le *Barriere all'uscita di tipo manageriale* includono tutti quegli elementi che trattengono il management dall'uscire da una determinata area o linea di business anche quando tale operazione avrebbe valide ragioni economiche; tali barriere emergono in due occasioni principali: quando il management non possiede tutte le informazioni necessarie a decidere consapevolmente e nelle situazioni in cui vi è divergenza tra gli obiettivi manageriali e quelli aziendali.

La letteratura successiva a Porter identifica, poi, la categoria delle *barriere psicologiche* le quali discendono da un coinvolgimento personale del management nei confronti della business unit target e complicano ulteriormente l'operazione di disinvestimento.

Nonostante la significatività di tali barriere, l'uscita da un business rimane comunque un'operazione frequentemente praticata grazie, in particolare, alla capacità del management di intraprendere una serie di misure in grado di mitigarne l'effetto; solo a titolo di esempio, dunque, porsi un freno nella specializzazione costituisce un elemento che mitiga le barriere strutturali, implementare un valido sistema informativo riduce quelle manageriali e gestire un'adeguata campagna comunicativa rivolta agli stakeholders relativa al progetto è utile a ridurre l'impatto delle barriere strategiche.

Come già anticipato, lo strumento finora analizzato incorpora una serie di differenti fattispecie le quali, in virtù di determinate particolarità, risultano idonee a perseguire obiettivi numerosi e differenti. Le operazioni con le quali realizzare praticamente la strategia di Disinvestimento Aziendale sono tre: il Corporate Sell

Off, il Corporate Sell Off e l'Equity Carve Out. Tali strumenti, teorizzati primariamente dalla letteratura anglosassone, hanno trovato nel nostro paese l'accoglienza del legislatore che, delineando le fattispecie di Cessione, Scissione e Conferimenti di rami d'azienda, ha reso possibile la realizzazione, rispettivamente, delle operazioni di seguito esposte:

1) *Corporate Sell Off*. Consiste nella vendita di una porzione d'impresa (una sussidiaria, una divisione, un segmento una controllata o una linea di prodotti) ad una terza parte mediante una transazione privata in cambio, generalmente, di risorse finanziarie liquide; talvolta, comunque, il seller riceve titoli o una combinazione di cash e titoli. Spesso, le caratteristiche di tale modalità, quali la presenza di un soggetto esterno e il pagamento in cash, inducono a effettuare un parallelismo tra il Sell Off e le operazioni di M&A; nonostante le affinità, comunque, i due strumenti si differenziano per almeno due elementi: la differenza nell'iniziativa e il grado di disclosure richiesta.

Nelle operazioni di Corporate Sell Off, i driver che spiegano la creazione del valore sono i seguenti:

- Rifocalizzazione delle attività e conseguente eliminazione delle sinergie negative associate alla gestione di un portafoglio di business altamente diversificato;
- Risoluzione del conflitto d'agenzia grazie alla possibilità per gli azionisti di realizzare meccanismi in grado di monitorare l'operato del management ed allineare gli interessi delle due categorie di soggetti;
- Risoluzione di difficoltà finanziarie. Secondo tale impostazione le imprese vendono assets, e più in generale business, per ottenere liquidità quando ottenere fondi tramite altre modalità risulterebbe complesso o eccessivamente oneroso a causa di un'elevata leva finanziaria o / e ridotte performance. Conseguentemente i flussi così ottenuti potrebbero essere dirottati al finanziamento di nuovi investimenti ovvero al miglioramento della struttura di capitale;
- Acquisizione di risorse di maggior valore rispetto al business ceduto in virtù del frequente *better fit with the buyer's organization*.

2) *Corporate Spin Off*. Consiste nell'apporto da parte di un soggetto del complesso o di un singolo ramo aziendale ad un altro soggetto di nuova costituzione ovvero già esistente, con la contestuale assegnazione delle azioni dell'unità conferita agli azionisti della scorporante proporzionalmente alla quota di partecipazione di ciascun azionista nella stessa; tale operazione, quindi, non producendo flussi di cassa, non genera alcuna infusione di cassa a beneficio della scorporante. A seguito di tale operazione, la conferente (l'azienda parent) e la conferitaria (la beneficiaria) condividono la medesima compagine azionaria per composizione e rapporti di forza, ma possiedono un proprio management ed operano indipendentemente, seppure in molti casi tra la parent e l'unità disinvestita vengono mantenuti legami di carattere formale od informale.

Le ragioni strategiche che inducono ad intraprendere tale operazioni dai seguenti driver di valore:

- Perseguimento di opportunità di crescita in nuovi mercati o in settori altamente tecnologici. Attraverso tale strumento, facendo leva sulle conoscenze di base della parent, è possibile accrescere e sviluppare il patrimonio di competenze aziendali servendosi della target, mantenendo la parent al riparo da eventuali fallimenti nello sviluppo dell'innovazione;
- Rifocalizzazione sulle attività core e conseguente incrementi di efficienza tanto nell'organizzazione della parent che in quella della target; il Corporate Spin Off, infatti, permette a ciascuna unità di focalizzare chiaramente i propri piani strategici ed operativi senza interferenze né deviazioni derivanti dalla gestione di business troppo lontani tra loro.
- Risoluzione dei problemi di agenzia per le stesse ragioni individuate poc'anzi per il Corporate Sell Off;
- Riduzione delle asimmetrie informative tra il management e gli stakeholder esterni grazie all'aumento della trasparenza derivante dalla riduzione della diversificazione e dalla circolazione sul mercato di nuovi strumenti che riducono le incertezze valutative degli operatori di mercato;

- Vantaggio per gli azionisti di ricevere di fatto dividendi non tassabili, non sottoforma di cassa ma tramite la distribuzione di azioni.

3) *Equity Carve Out* . Si sostanzia in una tipologia di Spin Off nella quale il ramo che si intende disinvestire viene conferito ad un veicolo societario che viene poi sottoposto ad IPO. Generalmente, la quota di maggioranza non viene ceduta, e solo la minoranza viene destinata al pubblico tramite IPO.

I driver della creazione di valore associati a tale modalità di exit sono:

- Aumento del focus aziendale e conseguente incremento di valore, dal momento che le competenze manageriali possono essere sfruttate in misura maggiore in presenza di business correlati tra loro piuttosto che quando la classe manageriale si trova a gestire asset non attinenti al core business; anche in tal caso i benefici interessano tanto la parent, quanto la target, che in ogni caso continua a beneficiare delle eventuali sinergie positive esistenti;

- Riduzione del conflitto d'agenzia, grazie alla possibilità di emettere strumenti collegati alla performance di una singola unità consentendo la creazione di una struttura d'incentivazione compatibile con gli interessi dei soci;

- Destinazione dei proventi ottenuti che può, anche in questo caso, riguardare sia il miglioramento della struttura di capitale, sia il finanziamento della crescita della target;

- Riduzione delle asimmetrie informative derivante dall'emissione di strumenti che identificano le performance delle due organizzazioni separate;

- Carattere di indeterminatezza dello strumento in oggetto, dal momento che esso consente al management di posticipare la scelta, secondo il dispiegarsi degli eventi successivi, in merito alla cessione completa del business a terzi, ovvero della sua riacquisizione.

Possiamo notare che l'elenco delle motivazioni che inducono il management a intraprendere le operazioni di disinvestimento e i driver che realizzano l'incremento di valore è sostanzialmente simile per le tre exit strategies sovraesposte; tali elementi quindi non possono essere adottati, senza

approfondimenti ulteriori dal management stesso, come indicazione circa quale modalità utilizzare in funzione di ciascun obiettivo. Di conseguenza appare utile nella nostra trattazione identificare, nel processo di disinvestimento, due step: nel primo l'impresa avverte la necessità di disinvestire uno o più business aziendali sulla base delle motivazioni di disinvestimenti volontari riportate precedentemente e nel secondo valuta le strategie che ha a disposizione e sulla base di ulteriori considerazioni, quali il bisogno di cash della parent, la previsione del prezzo di cessione e il grado di sinergie tra target e parent, compie la scelta dell'exit strategy più appropriata.

Rispetto alla prima motivazione individuata, ovvero la *Rifocalizzazione delle attività*, emerge che essa può essere perseguita tramite tutte le modalità di disinvestimento analizzate: tanto il Corporate Sell Off che il Corporate Spin Off e l'Equity Carve Out, infatti, possono comportare un incremento della performance aziendale grazie all'eliminazione delle sinergie negative tra la parent e la target e la riduzione della complessità organizzativa aziendale. E' necessario, quindi, approfondire il ragionamento introducendo riflessioni circa gli ulteriori elementi introdotti. Da ciò segue che: il Corporate Sell Off ha ragion d'essere utilizzato quando: si nota la *necessità di cassa* da parte della parent, l'esistenza di *sinergie negative* tra la parent e la target tale che, la target in questione interferisce con le altre attività della parent ed esiste la possibilità di veder strapagato il business che si intende cedere; lo Spin Off assicura i maggiori vantaggi alle entità coinvolte in un processo di incremento del livello di focalizzazione aziendale, quando il business target opera in settori *non correlati o scarsamente correlati* rispetto agli altri business aziendali, il business possiede *proprie caratteristiche finanziarie ed operative* distinte da quelle della casa madre che consentono la separazione del business, la target sembra presentare segnali di *basse performance* e sia la casa madre che la sussidiaria *non presentano esigenze di cassa*; in ultimo, le aziende che intendono conseguire un obiettivo di incremento del livello di focalizzazione ottengono vantaggi dall'utilizzo dell'Equity Carve Out come modalità di exit quando le imprese coinvolte manifestano *necessità di cassa* e l'impresa parent

presenta *notevoli sinergie* con la target, elemento che scoraggia la separazione totale dal business.

Anche l'obiettivo *difesa da un takeover*, in virtù del quale le imprese cedono business per prevenire o scoraggiare acquisizioni ostili non desiderate, può essere perseguito dalle imprese mediante le tre strategie d'uscita analizzate ed anche in questo caso è necessario considerare ulteriori elementi. Da tale considerazione emerge che: qualora l'impresa parent subisca una minaccia di takeover e laddove essa manifesti esigenze di cassa, la scelta della modalità si concentra su Corporate Sell Off ed Equity Carve Out, ed, ancora una volta, scriminante della scelta diviene l'esistenza di sinergie positive tra la casa madre e la business unit candidata al disinvestimento; qualora, invece, l'impresa che subisce la minaccia non manifesti esigenze di cassa, è probabile che la strategia scelta sia il Corporate Spin Off, operazione che conferisce all'organo manageriale l'indubbio vantaggio di realizzare l'operazione indipendentemente dalle considerazioni degli azionisti, dal momento che tale operazione non richiede il voto positivo degli stessi.

Nei due casi di *Cessione di Business post-Acquisizione* e *Mietitura di passati successi* la soluzione più idonea appare l'operazione di Corporate Sell Off che consente all'impresa di conseguire contestualmente due importanti risultati: da una parte, permette alla parent di liberarsi di risorse in eccesso idonee a ridurre l'efficienza aziendale, dall'altro conferisce alla parent risorse finanziarie con le quali contribuire, almeno in parte, al finanziamento dell'operazione di M&A o di progetti di sviluppo.

Quando le operazioni di Disinvestimento sono orientate all'*incremento della trasparenza* circa i fatti relativi all'organizzazione della parent, la scelta del management sarà orientata verso le operazioni di Corporate Spin Off ed Equity Carve Out che, accrescendo la quantità e la qualità delle informazioni a disposizione degli investitori, migliorano la percezione e quindi la valutazione dell'azienda parent e del segmento target da parte del mercato. In tale circostanza, rimane categoricamente escluso il Corporate Sell Off in ragione dell'impossibilità, nel tal caso, di far beneficiare gli azionisti dei vantaggi derivanti dall'operazione di

incrementata trasparenza. Lo scriminante della decisione risulta essere, ancora una volta, la variabile Necessità di Cash: la probabilità che le aziende disinvestano tramite Equity Carve Out, aumenta, infatti, con le difficoltà economiche.

Lo studio delle recenti dinamiche aziendali, soprattutto nei settori ad alta tecnologia, dimostra l'usanza di *sviluppare innovazione* attraverso la riconfigurazione delle risorse aziendali per identificare e cogliere nuove opportunità di sviluppo.

In merito alla modalità di disinvestimento da adottare in tale situazione è chiaramente escluso il ricorso all'operazione di Corporate Sell Off che impedisce all'azienda di appropriarsi del valore generato dallo sviluppo delle innovazioni ed, anzi, trasferisce all'acquirente tale vantaggio, incrementa la concorrenza, se l'acquirente è un competitor a cui viene trasferita una importante leva di creazione di valore, e decreta l'obsolescenza della parent che cede lo strumento capace di produrre innovazione.

Il Corporate Spin Off e l'Equity Carve Out, al contrario, sono le modalità che, in virtù del legame che viene mantenuto tra la parent e la target, sembra che meglio si adattino ad essere utilizzate quando il disinvestimento viene realizzato in funzione di sviluppare nuove conoscenze. Nel dettaglio, le aziende che intendono ricorrere ad un'operazione di Corporate Spin Off nell'ottica dello sviluppo di capacità innovativa, hanno convenienza a farlo se le imprese Spin Off vengono dotate di *risorse* sulle quali fondare lo sviluppo, il management dell'impresa Spin Off possiede *capacità adeguate e tempo disponibile* allo sviluppo delle opportunità disponibili e viene mantenuto un *legame* idoneo al trasferimento degli elementi sviluppati dall'unità. La convenienza ad utilizzare l'Equity Carve Out nel perseguimento di tale risultato non è, invece, dimostrata in virtù, a nostro avviso, di due elementi: il mantenimento della partecipazione al capitale da parte della parent nella target che comporta il trasferimento del rischio associato agli investimenti in R&S e la limitatezza dell'autonomia della target in ragione della partecipazione stessa.

Quando le operazioni di disinvestimento sono motivate dalla riduzione della *performance dei business aziendali* il Corporate Sell Off costituisce la soluzione migliore nei casi in cui sia la target che la parent fronteggiano un momento in cui entrambe realizzano *basse performances* e la parent manifesta *esigenze di cassa*, con la quale risanare la situazione dei business rimanenti. Nella stessa ottica, la convenienza ad usare un Corporate Spin Off emerge quando: i problemi di redditività interessano unicamente l'unità target e non tutta l'impresa la quale, quindi, *non manifesta particolari esigenze di cassa*, la scarsa profittabilità deriva da *inefficienze nella gestione*, le quali appaiono superabili attraverso una sostituzione dell'organo manageriale, e l'impresa parent possiede *informazioni riservate* le quali suggeriscono che risulta maggiormente conveniente per gli azionisti rimanere tali, piuttosto che cedere la proprietà a terzi. La scelta che appare meno conveniente, anche qualora vi siano esigenze di cassa, è quella dell'Equity Carve Out a causa, essenzialmente, della scarsa convenienza a ricorrere al mercato dei capitali in ragione della scarsa profittabilità del business.

In ultimo luogo, le imprese possono propendere per un'operazione di disinvestimento aziendale anche quando vogliono *ottenere risorse finanziarie* per ridurre la leva o realizzare nuovi investimenti. In tal caso, i maggiori vantaggi vengono raggiunti dalle imprese tramite il Sell Off quando l'impresa si trova in una condizione di *elevato livello d'indebitamento* e quando l'impresa destina le risorse ottenute alla *riduzione dei debiti* precedentemente contratti e alla realizzazione di nuovi investimenti purché predisponga misure in grado di limitare l'impatto negativo del sospetto di disallineamento di interessi tra management e azionisti. Idoneo a realizzare flussi di cassa confluenti nelle casse dell'azienda parent è anche l'Equity Carve Out in virtù della vendita sul mercato di parte delle partecipazioni azionarie da parte della casa madre; in particolare, la convenienza ad intraprendere un Equity Carve Out per motivazioni finanziarie è maggiore quando il valore dell'azienda *parent* è *sottovalutato* dal mercato, gli asset della *sussidiaria* sono *valutati positivamente o in eccesso dal mercato* e la disclosure richiesta dall'operazione di Equity Carve Out evidenzia elementi apprezzabili dal mercato.

Lo studio delle due operazioni di disinvestimento realizzate da Fiat negli anni 2010 e 2014, conferma quanto affermato finora circa gli elementi che conducono alla scelta delle diverse exit strategies.

Il Corporate Spin Off del 2010 rispondeva ad una logica orientata alla Rifocalizzazione sui business aziendali dal momento che le attività del gruppo ante Scissione (di Fiat e Fiat Industrial) erano evidentemente estremamente differenti tra loro e presentavano caratteristiche diverse al punto che una gestione accentrata non era più efficiente e il vantaggio di tale accentramento veniva superato dalle inefficienze gestionali, dalle eccessive sinergie negative e dall'applicazione di uno sconto di diversificazione da parte del mercato. Rispetto alla modalità scelta dalla nostra analisi è emerso che per la situazione propria del Gruppo Fiat ante scissione, le considerazioni realizzate precedentemente risultano valide, in particolare:

- Il business target Fiat Industrial operava in settori *scarsamente correlati* rispetto ai business Fiat, il che sacrificava le competenze gestionali del management;
- Fiat Industrial possedeva *proprie caratteristiche finanziarie ed operative* distinte da quelle della casa madre;
- Sia la casa madre che la sussidiaria *non presentavano particolari esigenze di cassa*, nonostante la profittabilità del business target poteva essere verosimilmente incrementata.

Rispetto l'operazione di Equity Carve Out, solo annunciata da Fiat, pare evidente che gli obiettivi perseguiti tramite tale operazione siano:

- Incrementare il livello di focalizzazione sui business aziendali;
- Reperire risorse finanziarie da utilizzare sia per ridurre la leva finanziaria che per incrementare il livello d'investimenti;
- Intraprendere un percorso di sviluppo non vincolante.

Considerando tali motivazioni primarie, la scelta dell'Equity Carve Out rispetta le nostre previsioni dal momento che, effettivamente, l'indebitamento di Fiat FCA appare estremamente significativo ed il reperimento delle risorse sul mercato da parte di un'azienda con evidenti problemi di liquidità sarebbe estremamente

complesso e probabilmente dannoso; in ultimo, è significativo considerare come la quotazione dell'azienda proprietaria del brand più potente al mondo consenta di monetizzare parte del valore dell'azienda ed utilizzarlo per fare fronte alle esigenze di cassa.

In definitiva, per entrambe le operazioni abbiamo dimostrato quanto affermato precedentemente, confermando, in particolare, che la scelta della modalità di disinvestimento più adeguata da parte delle aziende che intraprendono la strada della ristrutturazione, sia determinata primariamente dalla motivazione primaria che orienta al disinvestimento e sia influenzata da elementi riferibili all'azienda stessa, che abbiamo visto consistere nelle condizioni economiche finanziarie e nella particolare fase di vita dell'azienda e quindi del progetto strategico che essa stava seguendo per realizzare i propri obiettivi di crescita e sviluppo.