

*Dipartimento di  
Economia e Management*

*Cattedra di  
Strategia d'impresa*

L'evoluzione della natura del disinvestimento:  
da strumento di correzione a fonte per la  
creazione di valore

RELATORE

Prof. Enzo Peruffo

CANDIDATO

Ashkan Azarbarzin

Mat. 660971

CORRELATORE

Prof. Franco Fontana

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

## INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>4</b>
<b>CAP 1 EVOLUZIONE STORICA DELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA</b>	<b>7</b>
1.1 DIVERSIFICAZIONE O RE-FOCUSING	7
1.2 IL DISINVESTIMENTO COME FONTE DI VANTAGGIO COMPETITIVO	19
<b>CAP 2 DETERMINANTI DEL DISINVESTIMENTO E CREAZIONE DI VALORE</b>	<b>30</b>
2.1 I FATTORI TRADIZIONALI CHE INFLUENZANO IL PROCESSO DI DISINVESTIMENTO	30
2.2 L'AMBIENTE DI RIFERIMENTO IN CUI SI MUOVE L'IMPRESA	40
2.2.1 L'INFLUENZA DELLE ISTITUZIONI NELLE SCELTE AZIENDALI	40
2.2.2 SCELTA PROATTIVA O SCELTA REATTIVA	50
2.3 CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI	52
<b>CAP 3 METODOLOGIA DEL DISINVESTIMENTO: CONFRONTO USA-ITALIA</b>	<b>59</b>
3.1 USA: DEFINIZIONE E PROCEDIMENTO	59
3.1.1 CORPORATE SELL-OFF	60
3.1.2 CORPORATE <i>SPIN-OFF</i>	64
3.1.3 EQUITY CARVE OUT	67
3.2 ITALIA: DISCIPLINA DEL CODICE CIVILE	72
3.2.1 SCISSIONE	72
3.2.2 CONFERIMENTO	75
3.2.3 CESSIONE DI UN RAMO D'AZIENDA	78
<b>CAP 4 BARRIERE AL DISINVESTIMENTO</b>	<b>84</b>
4.1 BARRIERE STRUTTURALI O ECONOMICHE	85
4.2 BARRIERE STRATEGICHE	89

4.3 BARRIERE MANAGERIALI	92
4.3.1 RISOLUZIONE DEI PROBLEMI DI AGENZIA ATTRAVERSO IL DISINVESTIMENTO	95
<b>CAP 5 VALUTAZIONE FINANZIARIA DELLA STRATEGIA DI DISINVESTIMENTO</b>	<b>100</b>
5.1 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN SELL-OFF	103
5.2 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UNO SPIN-OFF	109
5.2 VALUTAZIONE FINANZIARIA DI UN EQUITY CARVE OUT	112
<b>CAP 6 VALUTAZIONE DEI TITOLI AZIONARI DURANTE L'ANNUNCIO DI DISINVESTIMENTO</b>	<b>115</b>
6.1 DATA E METODOLOGIA	116
6.2 RISULTATI E DISCUSSIONE	125
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>131</b>
<b>BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA</b>	<b>134</b>

## INTRODUZIONE

Il lavoro si divide in 5 capitoli più uno dedicato alla ricerca. Ogni capitolo ed ogni paragrafo rispettano una struttura prestabilita in partenza e modificata secondo le esigenze contemporanee che sorgevano durante la stesura. L'elaborato può essere sezionato in tre grandi dimensioni: nella prima è stato analizzato il fenomeno dal punto di vista storico e sulla base della letteratura manageriale a disposizione, nella parte centrale ho fatto riferimento ad una manualistica delle operazioni di *divestiture* mentre, nella fase conclusiva, ho dedicato attenzione prima alla dinamica ed alla misurazione del valore tramite valutazione finanziaria ed infine, con l'analisi di 10 casi studio mi è stato possibile confrontare quanto detto in precedenza con i risultati della ricerca. In ordine di esposizione il fenomeno è stato approfondito sulla base della teoria dei costi di transazione in riferimento all'efficienza nella gestione aziendale. In seconda e terza battuta mi sono soffermato sulla *Resource Based View* e sull'*Institution Based View*. In ultimo, ma non in ordine di importanza la teoria dell'agenzia ha accompagnato l'intera analisi delle operazioni di ristrutturazione aziendale. La base di ricerca mira a proporre il disinvestimento come scelta strategica consapevole, atta a creare valore per l'impresa, attraverso piani di lungo periodo che si manifestano in maniera ciclica durante la vita aziendale.

## CAPITOLO 1

In prima istanza, è opportuno inquadrare l'oggetto di studio nelle operazioni di *corporate restructuring*, precisamente, seguendo l'impostazione proposta da Brauer (2006), il disinvestimento rientra nell'ambito delle ristrutturazioni di portafoglio.

L'obiettivo del primo capitolo è quello di collocare il fenomeno all'interno di un percorso di evoluzione storica, seguendo le attività di *corporate restructuring* dagli anni 1960/70 fino al 2014, evidenziando le principali dimensioni e le mutate caratteristiche del disinvestimento in relazione al proprio sviluppo, sottolineando il rapporto intercorrente tra le ristrutturazioni aziendali e il rinnovato interesse verso il core business aziendale.

L'anno da prendere in considerazione per l'approfondimento di tale disciplina è senza dubbio il 1980. Infatti è in tale contesto che le imprese hanno iniziato a modificare il proprio portafoglio di attività, ricorrendo al disinvestimento e avviato un processo di *re-focusing*. Il nostro interesse si concentra, in prima istanza, nella relazione tra i costi e i benefici del mercato interno dei capitali e la flessibilità del mercato esterno. Coase (1937) suggerisce che il confine dell'impresa dovrebbe spingersi al punto in cui "*The cost of organizing an extra transaction within the firm become equal to the cost of carrying out the same transaction by means of an exchange in the open market or the costs of organizing in another firm*".

Durante il periodo 1960-1970, l'impresa conglomerata consentiva una maggiore efficienza, grazie alla creazione ed un uso proficuo di un mercato di capitali interno, correlato da un'allocazione ottimale delle risorse interne. Nel decennio successivo i costi associati al controllo dell'impresa diversificata si sono moltiplicati, mentre il mercato esterno ha raggiunto un'efficienza che rendeva più profittevoli le transazioni al di fuori dell'impresa. È evidente il *trade-off* tra *premium diversification* e *discount diversification*.

Nel periodo che intercorre tra il 1981 e il 1987 il 50% delle imprese presenti nella lista stilata dalla rivista *Fortune* ha percorso una strategia di rifocalizzazione (1% nel 1960 e 20% nel 1970)<sup>1</sup>, con l'intento di migliorare la performance economica, finanziaria ed operativa. Quali sono le divisioni e i business che hanno subito un processo di *corporate restructuring*? Secondo la ricerca condotta da Hoskisson et al (1994) le imprese che presentano un'elevata diversificazione di prodotti sono più propense a disinvestire.

Passando all'analisi dell'ultimo decennio del secolo scorso, fino al biennio 2013/2014 riscontriamo un andamento delle operazioni di disinvestimento a "ondate", in risposta ai mutamenti ed incentivi provenienti da fattori esterni. Gli anni di maggior concentrazione sono a cavallo tra il 1999 e il 2000 e negli anni della "grande recessione" (2007-2008).

Lo sviluppo delle operazioni di *portfolio restructuring* ha modificato il ruolo del disinvestimento da ancora di salvezza a oggetto di pianificazione di lungo termine, motivato da considerazioni strategiche. Sotto la lente di ingrandimento

---

<sup>1</sup> Markides C.C. (1993) "Corporate refocusing" *Business Strategy Review*, 4(1): 1-15

della *Resource-based view*, le operazioni di *divestiture* sono maturate come opzione strategica in grado di modificare e rinnovare, in un processo continuo, il portafoglio di risorse e competenze aziendali al fine ultimo di creare valore, raggiungendo un vantaggio competitivo sostenibile.

Il disinvestimento, inteso come un'operazione in grado di modificare e riqualificare il portafoglio di attività e risorse dell'azienda, può essere assimilato ad una competenza distintiva, muovendosi lungo una strategia di crescita e rimodulando le proprie attività in base a risorse complementari e non ridondanti rispetto le finalità perseguite. Secondo lo studio condotto da Capron *et al* nel 2001, la rimodulazione delle risorse e il disinvestimento di asset sono parte del processo di riconfigurazione del business. Moliterno e Wiserna (2007) individuano il disinvestimento di risorse come un'importante capacità, esercitata dal management aziendale per l'implementazione di strategie volte alla creazione di valore e al raggiungimento di un vantaggio competitivo sostenibile.

I processi di disinvestimento possono costituire un importante strumento per il raggiungimento di una posizione maggiormente profittevole, grazie alla capacità di rimodulare il perimetro aziendale in relazione alle risorse presenti e all'acquisizione di nuovi strumenti assimilati all'interno dell'impresa, sviluppando specifiche competenze, agevolate dall'eliminazione delle caratteristiche ridondanti, presenti nell'organizzazione. Il compito principale di un'operazione di *unbulding* è la riconfigurazione del portafoglio di attività aziendali all'interno di una visione coordinata e coerente rispetto gli obiettivi e le risorse a disposizione. Il disinvestimento guida le risorse verso nuovi mercati o le concentra verso quelle attività maggiormente correlate con il core business dell'azienda, elimina quelle ridondanti aumentando l'efficienza e consente di sviluppare nuove capacità.

Abbandoniamo l'idea secondo la quale il disinvestimento rappresenta una scelta reattiva rispetto ai mutamenti esterni e ai comportamenti dei concorrenti, motivata da basse performance e a correzione di precedenti errori. Sviluppiamo un processo dinamico nel quale inserire questa operazione, che favorisce il rinnovo di risorse e attività che si configurano verso nuove opportunità di crescita. Maggiore sarà la capacità dell'impresa a disinvestire, maggiore sarà la possibilità di creare valore e raggiungere un vantaggio competitivo sostenibile. Il disinvestimento è parte di

uno sviluppo strategico dinamico e continuo a cui l'impresa non può non prendere parte.

## CAPITOLO 2

I fattori tradizionali che sostengono il disinvestimento strategico per la creazione di valore sono scindibili in due differenti aree complementari e riguardano motivazioni di carattere strategico e quelle di carattere finanziario.

Nella categoria delle motivazioni strategiche rientrano il processo di riposizionamento verso il/i core business, la forza dell'unità disinvestita, l'interdipendenza e l'eliminazione delle sinergie negative tra i business, la flessibilità strategica, l'apprendimento organizzativo e l'utilizzo del disinvestimento come mezzo per contrastare le scalate ostili. Nelle determinanti finanziarie ritroviamo la forza monetaria dell'impresa e dell'unità disinvestita nella capacità di indebitarsi e nell'accedere a risorse non solo economiche, il recupero dell'efficienza dei mercati dei capitali interni e una migliore performance economica, la risoluzione dei problemi di agenzia e l'eliminazione delle asimmetrie informative in relazione alla trasparenza del mercato.

Duhaime e Grant (1984) analizzano le determinanti che influenzano la decisione di disinvestire, studiandone gli effetti nell'ambito di imprese diversificate. Secondo il modello proposto dai due autori, la forza finanziaria dell'organizzazione, l'importanza dell'unità e l'interdipendenza tra i business rappresentano gli stimoli maggiormente rilevanti che precedono un'operazione di *divestiture*.

Per le determinanti finanziarie la capacità di accedere a risorse economiche ed il livello di indebitamento rappresentano i fattori che maggiormente incidono sulla decisione di disinvestire unità. Secondo Lang *et al* (1995), il management è motivato a cedere unità sul mercato al fine di procurarsi i fondi necessari per investire in progetti maggiormente profittevoli. Nello stesso ambito è utile richiamare la capacità, attraverso il disinvestimento, di creare due o più unità distinte ed indipendenti che, conseguentemente, sono in grado di accedere a differenti canali di credito e migliorando, ove fosse necessario, l'efficienza finanziaria.

Secondo il modello impostato da Hoskisson *et al* nel 1994, una cattiva *governance* conduce l'impresa a raggiungere una dimensione eccessiva. Le acquisizioni, funzionali alla strategia di diversificazione, sono state finanziate con capitale esterno, che ha inciso notevolmente sul livello del debito delle imprese sovradimensionate. Come in un circolo vizioso, l'*overdiversification* ha compromesso il potere di controllo dei manager, creato conflitti tra le diverse divisioni ed inciso negativamente sul livello di ricerca e sviluppo. Il risultato di questo processo si è espresso in una minore performance dell'impresa. I risultati della ricerca dimostrano come un alto livello di debito è correlato positivamente al grado di diversificazione dell'impresa ed incide direttamente sull'intensità del disinvestimento.

A questo punto è opportuno sottolineare come l'impresa si muove all'interno di un certo contesto di riferimento, dal quale viene influenzata in maniera più o meno diretta. Il rapporto che intercorre tra l'azienda e l'ambiente incide profondamente sulle scelte strategiche aziendali, compreso il disinvestimento. La *Institution-based view* si fonda sull'interazione dinamica tra le istituzioni e le organizzazioni. Secondo tale logica la scelta strategica è il risultato di costrizioni formali e informali dettate dalle istituzioni, delle influenze provenienti dal contesto competitivo e dalle risorse e competenze a disposizione dell'impresa.

In base alla nostra analisi la domanda a cui dobbiamo dar risposta è relativa a quale fattore istituzionale ha modificato ed inciso profondamente sulle scelte manageriali delle grandi imprese statunitensi negli anni '80. Il 20 Gennaio 1981 Ronald Wilson Reagan si insediò alla Casa Bianca. Di fronte ai problemi economici che si riflettevano in alti tassi di inflazione, nella crescita dei tassi di interesse e nell'aumento della disoccupazione, il Presidente scelse subito una posizione netta e definitiva, a contrasto del precedente governo. Durante il discorso inaugurale pronunciò le seguenti parole in tema di politica economica: "*In this present crisis, government is not the solution to our problem; government is the problem*"<sup>2</sup>. Influenzato dal pensiero della Scuola di Chicago<sup>3</sup>, Reagan scelse la

---

<sup>2</sup> [www.wikipedia/reagan.it](http://www.wikipedia/reagan.it)

<sup>3</sup> Con il termine Scuola di Chicago si definisce una corrente di pensiero economico. Viene sviluppata negli anni '50 sotto l'influsso del lavoro di F. Knight degli anni '20 che vedevano nell'intervento pubblico il principale ostacolo all'economia. I principali sostenitori della teoria del libero mercato sono M. Friedman e G. Stigler e si sostanzia

linea del non intervento riguardo la possibilità di fusioni e acquisizioni, orizzontali e verticali, sminuendo il ruolo delle leggi antitrust sviluppate negli anni precedenti. In aggiunta, la ricerca dell'efficienza, segnata dall'influenza del pensiero di Ronald Coase in merito ai costi di transazione, riposizionò le scelte strategiche delle grandi imprese verso un processo di *re-focusing* attorno ai propri core business, segnando così il passaggio da una strategia di diversificazione conglomerata ad una strategia mirata rispetto ad uno specifico ramo industriale, attraverso meccanismi di *portfolio restructuring*.

Meyer J.W. e Rowan B. (1977) hanno, per primi, esaminato le ragioni e il processo attraverso il quale le organizzazioni di uno stesso tipo tendono a somigliarsi tra di loro, definendo tale concetto con il termine di isomorfismo. L'idea centrale del lavoro si basa sull'ipotesi secondo la quale le scelte aziendali non sono motivate da principi di razionalità interna, ma rispondono in maniera analoga ai differenti stimoli provenienti dall'ambiente esterno. Quindi l'attenzione si sposta sulle pressioni che le istituzioni esercitano sulle organizzazioni e come queste rispondono al fine di legittimare la loro posizione

L'articolo proposto da Meyer e Rowan, entra a far parte di una teoria organizzativa più ampia, definita neo-istituzionalismo, ripresa ed approfondita successivamente da diversi autori che vedevano nella relazione tra istituzioni ed organizzazioni l'essenza centrale della configurazione delle aziende. L'approccio neo-istituzionale suggerisce che il cambiamento strategico ed evolutivo proviene esclusivamente da fattori esterni, svuotando in un certo senso il ruolo dell'attività imprenditoriale. Nella nostra analisi abbiamo sottolineato l'importanza delle fonti endogene come spinte propulsive alle decisioni strategiche, compreso il disinvestimento, ma, è utile ribadirlo, questo lavoro ha evidenziato anche ulteriori fattori che promuovono operazioni di *corporate restructuring*. Il disinvestimento deve essere interpretato non in una o in un'altra prospettiva ma alla luce di tutti i contributi teorici sottolineati nel presente lavoro.

Possiamo categorizzare i fattori razionali del disinvestimento in tre grandi macro classi correlate tra di loro. Il primo filone analizzato è quello finanziario e deriva dalla logica dei costi di transazione sviluppata da Coase nel 1937, la seconda è stata individuata seguendo l'approccio della *Resource Based View* e in ultimo

---

nell'idea secondo la quale il mercato caratterizzato dalla libera concorrenza risulta essere lo strumento più efficiente per l'economia.

abbiamo analizzato l'incidenza dei fattori istituzionali sul comportamento delle imprese. In questa sezione si intende analizzare la natura di queste tre determinanti. Quello che ci chiediamo è se la scelta del disinvestimento sia motivata da una visione di lungo termine ed abbia un ruolo propulsivo nella strategia di crescita dell'azienda (scelta proattiva) o, diversamente, sia guidata da fattori esterni e sia, in una certa misura obbligata, finalizzata alla riduzione di perdite piuttosto che alla creazione di nuovo valore (scelta reattiva). Non voglio associare alla seconda prospettiva un'accezione negativa in quanto, in entrambi i casi il disinvestimento è influenzato dalla natura dei cambiamenti ambientali ma, nel primo caso l'azione dell'impresa è razionale e consapevole mentre, nel secondo si tratta di una reazione più naturale.

Il disinvestimento strategico sulla base delle risorse e competenze a disposizione dell'impresa ha una natura proattiva. Infatti il management sviluppa una strategia di crescita rimodulando le risorse attorno alle attività *core* in maniera consapevole e responsabile (Baroncelli e Manaresi, 1997). Diversamente, il disinvestimento alla ricerca dell'efficienza viene maggiormente influenzato da fattori esterni e può essere considerato una scelta reattiva. Come evidenziato da Montgomery e Thomas (1988) le imprese che disvestono, nella maggior parte dei casi presentano performance inferiori rispetto ai propri concorrenti. Il disinvestimento è una logica conseguenza naturale, incentivata dal recupero di risultati soddisfacenti. In ultimo, le istituzioni, il contesto ambientale e i fattori esterni incidono ed influenzano le scelte strategiche delle imprese. È la risposta a queste forme di pressione ad essere giudicata proattiva o reattiva. Mentre l'approccio neo-istituzionalista suggerisce che la configurazione delle imprese dipende esclusivamente dall'ambiente di riferimento, l'analisi qui proposta distingue le scelte a disposizione del management aziendale in proattive e reattive.

Dopo aver analizzato le determinanti delle decisioni di disinvestimento, ci muoviamo verso i principali obiettivi che si vogliono acquisire attraverso una *corporate strategy*. L'obiettivo principale, comune a tutte le strategie, è la creazione di valore attraverso l'attività del management. La domanda a cui si dovrà dare risposta è per chi e per quale motivo questo valore deve essere generato. La teoria della creazione di valore per l'azionista (*shareholder value*), è l'approccio più comunemente accettato e sostenuto dalla letteratura economica e manageriale. Questa impostazione prevede che le scelte strategiche siano mosse

con il fine ultimo di massimizzare il valore economico del capitale di rischio. Creare valore per l'azionista significa creare valore per l'azienda.

In aggiunta possiamo analizzare il disinvestimento in termini di mercato. Il prezzo delle azioni, nell'ipotesi di mercato efficiente, è in grado di riassumere e trasmettere attraverso un unico indicatore tutte le informazioni disponibili riguardo l'azienda e le alterazioni che precedono e seguono le scelte strategiche riflettono la valutazione che viene data dal mercato alla bontà dell'operazione. "*A company's stock price is the clearest measure of market expectations about its performance*".<sup>4</sup> La teoria basata sul prezzo delle azioni consente di interpretare le aspettative del mercato e muovere le strategie aziendali in quella direzione. Lo *stock price* non rappresenta solo il prezzo attuale dell'azione, ma ingloba le aspettative di crescita, o meno, di più anni, come enfatizzato dalle forti oscillazioni che seguono l'annuncio di nuove strategie di durata superiore al singolo esercizio. Il management è chiamato a confrontare le proprie aspettative con la risposta che viene offerta dal mercato e modificare, di conseguenza, le proprie posizioni. La teoria della creazione di valore per gli azionisti riflette l'importanza dei segnali inviati dal mercato in base alle aspettative e si sostanzia nel prezzo dell'azione come indicatore ultimo e maggiormente veritiero rispetto diverse procedure di analisi. Il mercato raccoglie le informazioni provenienti dall'azienda attraverso report, pubblicazioni, bilanci, annunci e quant'altro formalizzando il risultato della sua valutazione nello *stock price*.

Il metodo di studio che prendiamo in considerazione in questa analisi è *l'event study* (Fama *et al*, 1969; Warner *et al*, 1988), collegato al CAR (*Cumulative Abnormal Return*), come misuratore in termini di performance delle operazioni di disinvestimento. L'obiettivo dell'*event study* è valutare l'impatto dell'annuncio del disinvestimento sul valore dell'impresa, misurato dall'oscillazione del prezzo delle azioni. Dai risultati prodotti dalla letteratura economico e manageriale risulta evidente il ritorno positivo conseguito dall'annuncio nei termini della creazione di valore per i soci. Questo risultato è in linea con le nostre aspettative secondo le quali le strategie a livello *corporate* perseguono il fine di migliorare il benessere dei propri soci. Il miglioramento si riflette direttamente sul prezzo delle azioni tramite il meccanismo imposto da un mercato efficiente. Inoltre si evidenzia

---

<sup>4</sup> Rappaport A. (1987) "Stock market signals to managers" Harvard Business Review, p.57

chiaramente la performance positiva ottenuta da un'operazione di *divestiture*, anche se legata al solo annuncio.

### CAPITOLO 3

Esistono diverse modalità attraverso le quali si rende possibile eseguire un programma strategico di disinvestimento. Ogni modalità presenta delle proprie specificità e consente di raggiungere obiettivi diversi in relazione alla scelta. Le principali modalità di disinvestimento utilizzate nel contesto statunitense sono: *corporate sell-off*, *corporate spin-off* ed *equity carve-out*.

Secondo il rapporto elaborato dalla Boston Consulting Group, pubblicato nel Febbraio 2014, sono tre le principali determinanti che guidano la scelta della modalità del disinvestimento:

- *Parent situation*. Forza finanziaria della *parent*, la capacità di generare profitto e la strategia globale della casa madre.
- *Asset attributes*. I fattori che spingono in una direzione piuttosto che in un'altra riguardano le attività core dell'impresa, la sua capacità innovativa e la qualità.
- *Market environment*. La volatilità del mercato, la valutazione espressa ed il ciclo dinamico che coinvolge l'economia incide sulla scelta della modalità.

In base alla pressione esercitata da questi fattori la governance aziendale si muoverà verso un *sell-off*, uno *spin-off* o un *equity carve-out*, al fine di scegliere la strada di uscita più conveniente in base alle esigenze espresse dall'organizzazione.

Il *sell-off* è la forma più tipicamente utilizzata per un disinvestimento. Si sostanzia nella cessione totale o parziale di un business ad una terza parte, mediante transazione privata. Il pagamento avviene di solito in forma liquida ma può anche essere effettuato mediante lo scambio di azioni in aggiunta o in sostituzione. La vendita può riguardare un asset o un business. Come in un normale processo di vendita, l'obiettivo principale è la valorizzazione della divisione da cedere per poterne ricavare il maggior profitto possibile

Il *corporate spin-off* prevede la separazione di un business dalla casa madre, che apporta un complesso o un ramo aziendale ad una società preesistente o di nuova costituzione. Le azioni della nuova entità vengono distribuite proporzionalmente

(pro rata) agli azionisti della casa madre. La sussidiaria, in seguito all'operazione può essere quotata sul mercato come società distinta e giuridicamente autonoma rispetto la *parent*. Mediante uno *spin-off* non viene mutato l'assetto proprietario ma si ha un cambiamento negli organi di controllo della società scorporata.

Il disinvestimento tramite *equity carve-out* consiste nel destinare un ramo aziendale, che sia un business o un asset, alla quotazione nel mercato dei capitali. Questa tipologia consente di recuperare risorse finanziarie tramite la negoziazione delle azioni della divisione disinvestita. La quotazione, il più delle volte, riguarda solo una parte del patrimonio netto della casa madre che confluisce nell'unità ceduta ed avviene tramite un *Initial Public Offering* (IPO). L'oggetto dell'operazione può essere un veicolo societario già legalmente costituito e scorporato dalla casa madre che ne detiene il controllo. Diversamente, il business target può non essere distinto dalla *parent* ed in questo secondo caso si parlerà di *subsidiary carve-out*. Le specificità che caratterizzano un *carve-out* rispetto uno *spin-off* sono principalmente due: consente di ottenere liquidità attraverso la quotazione nel mercato dei capitali e si modifica l'assetto proprietario.

La tabella successiva sintetizza i razionali strategici e finanziari che intervengono in ciascuna delle modalità.

	<b>Razionali strategici</b>	<b>Razionali finanziari</b>
<b>Sell-off</b>	Rifocalizzazione sul core business Eliminazione di sinergie negative Better fit with the buyer Business rischioso Business poco performante	Eliminazione problemi di agenzia Crisi finanziaria Nuove risorse e riequilibrio leva finanziaria
<b>Spin-off</b>	Rifocalizzazione sul core business Eliminazione di sinergie negative Sviluppo di innovazioni Si evidenzia il valore di un business sottovalutato	Trasferimento ricchezza dagli obbligazionisti Asimmetrie informative Gestione separata di business con profili diversi Take over
<b>Equity carve-out</b>	Rifocalizzazione sul core business Sfruttamento sinergie positive Possibili eventi successivi	Finanziamento crescita successiva o riequilibrio della posizione finanziaria Asimmetrie informative e trasferimento di ricchezza Gestione separata di business con profili diversi Risoluzione problemi di agenzia Valorizzazione finanziaria di un business con performance positive

Razionali delle operazioni di disinvestimento. Adattamento da Peruffo (2014)

La legislazione italiana ha previsto tre istituti nell'ambito delle operazioni di disinvestimento: la cessione di un ramo d'azienda, la scissione ed il conferimento. In base alle affinità che gli istituti italiani presentano con le operazioni di *corporate divestiture* statunitensi possiamo equiparare la cessione di ramo d'azienda al *sell-off*, la scissione allo *spin-off* e il conferimento di un ramo aziendale ad un *carve-out*. Nel primo caso la differenza risiede nella tassazione dell'eventuale plusvalenza derivante dalla vendita del ramo aziendale. In Italia viene considerata unitaria ed interamente tassabile, mentre negli USA viene suddivisa tra i vari beni oggetto della cessione. Nel nostro territorio nazionale la scissione è esentasse ed è prevista anche la scissione parziale e non proporzionale. Diversamente, lo *spin-off* risulta non tassabile solo in presenza delle condizioni previste dalla sezione 355 dell'IRC e prevede la quotazione automatica dell'unità disinvestita. In ultimo, nel conferimento, la quotazione delle azioni della sussidiaria è discrezionale.

Per cessione di un ramo d'azienda si intende il trasferimento di una parte del complesso aziendale a titolo definitivo, da un soggetto (cedente) ad un altro (cessionario), dietro corrispettivo.

Secondo il primo comma dell'articolo 2506 del codice civile “con la scissione una società (scissa) assegna l'intero suo patrimonio a più società (beneficiarie), preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci.”

Coronella, nel 2008, definisce il conferimento di ramo d'azienda come un'operazione mediante la quale un'azienda scorpora un suo ramo dotato di autonoma capacità di reddito e lo apporta ad una società giuridicamente diversa dal soggetto conferente. Come contropartita il conferente riceve azioni dalla conferitaria. Diversamente, nella cessione di ramo aziendale, la cedente riceve risorse finanziarie. Tale istituto si distingue anche da quello della scissione, poiché le azioni ricevute dalla conferitaria sono iscritte a bilancio della conferente ed entrano a far parte del suo patrimonio attivo, quindi non vengono distribuite ai soci. La conferitaria è chiamata a rinunciare ad una quota di controllo attraverso la cessione di azioni che può avvenire in forma privata o pubblica. In questa ultima opzione si parla di IPO (Offerta Pubblica Iniziale) della conferitaria, nel caso in cui la società è di nuova costituzione o non partecipi ancora al mercato dei capitali e l'istituto è facilmente assimilabile, nel suo funzionamento, all'*equity carve-out*.

## CAPITOLO 4

Nel 1976 Porter introdusse il concetto di barriere all'uscita, nell'ambito dei processi di disinvestimento che iniziavano a configurarsi nel contesto statunitense, andando a motivare le difficoltà riscontrate dalle aziende nel configurare tali tipi di operazioni. Secondo l'autore esistono una serie di barriere all'uscita rispetto alla decisione di disinvestire, che compromettono l'operazione e si traducono in un'attesa, che può risultare indeterminata. L'autore distingue tra barriere all'uscita strutturali o economiche, strategiche e manageriali.

I dirigenti aziendali devono essere a conoscenza di queste barriere per poter muoversi in maniera consapevole nella gestione strategica delle imprese, promuovendo azioni per la creazione di valore, che, come abbiamo potuto constatare, può essere costruito attorno ad un disinvestimento strategico.

Le barriere di uscita strutturali sono relative alle caratteristiche degli elementi costitutivi dell'impresa che, data la loro natura fissa, compromettono ed influenzano l'azione strategica della stessa. Tali barriere scontano il valore creato attraverso un disinvestimento poiché riguardano tutte quelle attività immutabili e difficilmente riqualificabili, che si traducono in un costo continuo e permanente alla decisione di cessione, senza alcun valore positivo, prodotto da queste stesse attività, che possa andare a compensare, anche se solo in parte, il prezzo sostenuto per la loro acquisizione precedente. Le caratteristiche distintive delle risorse che possono creare questo tipo di barriere sono la specificità e la durabilità (Porter, 1976). Soprattutto in un contesto dinamico come quello del XXI secolo le imprese sono chiamate ad effettuare attente valutazioni in un'ottica di flessibilità strategica, favorendo lo sviluppo di network reticolari e relazionali, piuttosto che integrarsi con forme e strutture fisse che non consentono ampi margini di manovra. I principali fattori strutturali che influenzano il disinvestimento sono tre e riguardano la struttura proprietaria, le caratteristiche dell'unità venduta e l'inerzia organizzativa. Bethel e Libeskind (1993) mostrano, sulla base di uno studio condotto tra il 1981 e il 1987, l'influenza del *blockholder* per le decisioni relative a ristrutturazioni finanziarie e di portafoglio. Gli autori si muovono sulle considerazioni espresse dalla teoria dell'agenzia, per la quale il processo di ristrutturazione avviato nel 1980 è posto a correzione di errori passati commessi

dai manager a discapito del benessere degli azionisti. I risultati della ricerca dimostrano come, in presenza di una struttura proprietaria concentrata, dove l'azionista o gli azionisti di maggioranza detengono un controllo stabile e possono, di conseguenza, influenzare i processi decisionali, l'impresa sarà più propensa a disinvestire.

Le barriere di uscita strategiche riguardano il grado di correlazione tra i business e la loro rilevanza strategica, in relazione alla composizione del portafoglio attività dell'impresa. Sulla base della configurazione di queste due determinanti il manager aziendale sarà meno propenso a disinvestire unità, anche se poco performanti, rilevanti dal punto di vista strategico. Duhaime e Grant (1984), sostengono che la decisione di disinvestire riguarda unità poco interdipendenti. Sulla base della loro ricerca le divisioni che condividono tecnologie, strutture, clienti, canali di vendita e che si trovano all'interno del medesimo mercato interno, difficilmente sono oggetto di disinvestimento, indipendentemente dal loro valore economico

L'impresa si deve muovere in un'ottica dinamica ed evolutiva, senza "perdere tempo" in mercati poco profittevoli o peggio ancora, con bassi margini di crescita. Saper disinvestire significa anche saper investire, muovendo il cliente verso direzioni più congeniali all'attività d'impresa. La rilevanza strategica non deve spingersi verso una barriera strutturale ma si può conformare attorno alla flessibilità richiesta dai mutamenti del mercato poiché le posizioni di vantaggio acquisite, seppur con notevoli sforzi economici e manageriali, non durano a lungo e hanno bisogno di essere mantenute con programmi di azioni decise e lungimiranti.

Le barriere manageriali riguardano il ruolo dei dirigenti dell'azienda, nella loro relazione con l'impresa e con i proprietari della società, attraverso i processi decisionali. Sulla base di questa definizione il disinvestimento viene influenzato negativamente dalla propensione dei manager a perseguire strategie che non includono l'uscita da business poco profittevoli, compromettendo il fine della creazione di valore. I fattori determinanti di questo tipo di barriere sono il grado di asimmetria informativa e gli obiettivi confliggenti tra manager e l'impresa (Porter, 1976).

Una forte barriera psicologica è, inoltre, l'attaccamento familiare ed emotivo che impedisce una valutazione ponderata delle decisioni. Sharma e Manikutty, nel

2005, analizzano il ruolo della cultura comunitaria e della struttura familiare quali elementi che influenzano le decisioni di disinvestimento, ponendo a contrasto obiettivi economici e di efficienza con barriere emozionali. Più che per ragioni economiche, il mantenimento di una struttura aziendale è sollecitata dall'identificazione della famiglia con il complesso imprenditoriale. L'attaccamento emotivo e le frizioni sociali impediscono di destrutturare l'attività che si è configurata attorno allo sforzo comune dei componenti della famiglia in più decenni.

All'interno delle barriere manageriali è stata individuata la teoria dell'agenzia in relazione alle operazioni di disinvestimento. In quest'ottica le scelte strategiche vengono fortemente condizionate dal rapporto azionisti e management, soprattutto in relazione al mutamento intervenuto dal 1980 in poi che ha portato le imprese a perseguire strade opposte alla diversificazione conglomerata voluta dai dirigenti aziendali. L'analisi del disinvestimento nell'ambito della teoria dell'agenzia si compone di tre differenti aree di approfondimento, nelle quali risulta evidente la divergenza di interessi tra la proprietà ed il controllo.

Il primo tema riguarda la scelta di diversificazione o disinvestimento, e si enfatizza il valore della composizione della *corporate governance* come fattore determinante. Il successo del manager veniva dipeso da una struttura remunerativa che favoriva la crescita dimensionale spinta fino all'*overdiversification*, motivata dalla stagnazione di alcuni settori economici in cui l'azienda già operava e sfruttando le risorse che ne derivavano per ingrandire l'ambito di attività dell'organizzazione, a discapito degli azionisti che si vedevano sottrarre quei flussi di cassa dalla mancata distribuzione dei dividendi. I manager sono certamente motivati a mantenere tali risorse all'interno della medesima industria, mentre, restituendo parte del capitale ai soci quest'ultimi potrebbero dirigere altrove le proprie disponibilità. Per quale motivo i manager sono riusciti a muovere le imprese verso questa direzione senza essere contrastati dai proprietari? Come sottolineato da alcuni autori, tra i quali Bethel *et al* (1993) e Hoskisson *et al* (1994) si tratta di un problema di *corporate governance*, più precisamente di *poor corporate governance*. L'assenza di un *blockholder* e di un conseguente monitoraggio, ha favorito le strategie di diversificazione poiché il potere era nelle mani dei manager che perseguivano finalità in contrasto con la performance aziendale. Attraverso la pressione degli azionisti di maggioranza i manager, a

cavallo del 1980 sono stati incentivati (o costretti?) a tornare sui propri passi e rimodulare i confini aziendali attraverso processi di disinvestimento. *Sell-off*, *spin-off* ed *equity carve-out* hanno la capacità di risolvere i problemi di agenzia proprio in relazione alla possibilità di riallineare gli obiettivi manageriali, non tanto a quelli degli azionisti, quanto a quelli espressi dall'organizzazione.

Il secondo tema da affrontare è l'influenza dei problemi di agenzia nella scelta della modalità di disinvestimento. In sintesi gli *spin-off* sono preferiti nel caso di una proprietà concentrata, poiché risponde ad un'esigenza di flessibilità strategica nella costruzione del portafoglio dell'azionista dominante, mentre i manager spingono verso *sell-off* capaci di generare risorse finanziari da impiegare in altri progetti di investimento (Bergh e Sharp, 2012). Difficilmente i *carve-out* sono promossi dai dirigenti aziendali, poiché il mercato azionario pone una lente di ingrandimento sulla testa degli stessi dirigenti e del loro operato.

In ultimo, non in ordine di importanza, il conflitto tra azionisti e manager riguarda l'allocazione degli eventuali flussi di cassa in eccesso. I manager spingono verso acquisizioni e fusioni per rispondere alle proprie manie di grandezza e costituire dei veri e propri imperi (*empire building*). Diversamente gli azionisti preferirebbero la distribuzione dei dividendi che viene ostacolata dai dirigenti per tre ordini di ragioni (Peruffo, 2014). In primo luogo può denotare l'incapacità di intravedere progetti alternativi a VAN positivo. Secondariamente la restituzione dei capitali compromette la gestione ed il controllo su di essi esercitato dal management ed in ultimo diminuisce le risorse finanziarie a disposizione per promuovere altri investimenti.

## CAPITOLO 5

La valutazione di una ristrutturazione di portafoglio si presenta complessa e modulare per cui è necessario l'intervento di più fattori capaci di determinare in via previsionale i risultati di un particolare tipo di strategia, soprattutto in relazione ai diversi tipi di operazione che si possono configurare in tale ambito. La decisione di disinvestire un'unità o una divisione necessita di un supporto concreto e la principale dimensione che caratterizza l'analisi finanziaria delle scelte strategiche è il supporto alle decisioni. Tale funzione fornisce le tecniche per misurare la creazione o distruzione di valore associata alla decisione.

In un tale contesto poliedrico le divisioni presentano profili di rischio e prospettive di crescita molto diversi tra di loro, inoltre è presente un confronto con una concorrenza differente in termini di entità e di peso specifico acquisito nel mercato. In questo caso si ricorre ad una valutazione per “somma di parti” (*Sum of Parts valuation-SoP*). Tale tecnica di analisi si sostanzia nella valutazione autonoma di ogni singolo business che compone il portafoglio delle attività dell’impresa. I valori così individuati, anche attraverso diversi procedimenti che rispettano la natura e le specificità delle singole entità, vengono poi sommati per avere come risultato complessivo il valore effettivo della *corporate* che andrà poi confrontato con il valore di mercato e permette di individuare se il gruppo sia sovra o sottovalutato ed eventualmente, in caso di sottovalutazione, procedere ad un disinvestimento in grado di ripristinare il valore reale, andando a chiudere il *value gap* evidenziato dalle differenti valutazioni. La differenza sostanziale nella scelta del criterio di valutazione risiede nello scopo che ha quest’ultima. Bisogna essere consapevoli di cosa cerchiamo e per quale scopo. In secondo luogo la natura e le caratteristiche dell’oggetto di valutazione impongono differenti scelte. In linea generale, per le operazioni di sell-off si ricorre principalmente ad una valutazione *stand alone* attraverso il metodo del *Discounted Cash Flow* e con il metodo dei multipli di transazioni comparabili si può confrontare il *premium price* pagato dall’acquirente per operazioni analoghe di imprese simili. In base al DCF il valore dell’unità è calcolato come la somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri che l’entità stessa sarà in grado di generare. Un’interessante analisi finanziaria di un’operazione di sell-off può essere effettuata attraverso il metodo dei multipli di transazioni comparabili. Diversamente da una valutazione per multipli, tale tipologia è in grado di evidenziare il rapporto tra valori impliciti in un’operazione di compravendita e grandezze economico-patrimoniali di un’impresa. Il vantaggio nell’utilizzo di tale metodo è l’individuazione del *premium price* pagato per operazioni simili. Secondo Porter (1985) il *premium price* è la differenza tra il valore oggettivo di un prodotto e quanto gli acquirenti sono disposti a pagarlo. Nelle operazioni di sell-off più il compratore considererà di valore il business acquisito, maggiore sarà questa differenza.

Nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions* è frequente l'utilizzo di un altro indicatore per commentare il prezzo pagato dall'acquirente e si tratta dell'analisi *Accretion/Dilution* dell'EPS *pro forma*.

La valutazione finanziaria di uno spin-off si compone essenzialmente di tre fasi:

- valutazione della casa madre e dei singoli business
- individuazione del business target da disinvestire
- stima della creazione di valore post disinvestimento attraverso l'analisi delle due entità separate (*parent* e *target*).

La valutazione finanziaria della casa madre viene effettuata secondo lo schema della *Sum of Part valuation*. Per individuare il business target da disinvestire non si prescinde da una valutazione attraverso il *Discounted Cash Flow method* e, in aggiunta, una valutazione attraverso il metodo dei multipli. In linea generale il multiplo è un rapporto in grado di esprimere sinteticamente il valore dell'azienda oggetto di analisi sotto il punto di vista selezionato. Al numeratore si trova l'*Enterprise Value* o l'*Equity Value*, a seconda dell'approccio scelto, mentre al denominatore poniamo una variabile in grado di sintetizzare la capacità di un'impresa di produrre ricchezza.

Il ruolo principale della valutazione finanziaria di un *equity carve-out* risiede nella capacità di apprezzare la società distinta, definendone il *pricing* dell'offerta al pubblico. L'apertura al mercato è la determinante principale per la creazione di valore tramite *carve-out*. Gli analisti finanziari pongono l'attenzione sul profilo di rischio e sulle prospettive di crescita della casa madre e dell'unità *target*, oggetto della quotazione, fornendo dati con maggiore precisione e trasparenza. Tali caratteristiche contribuiscono ad un miglioramento nell'apprezzamento del valore intrinseco dell'unità, ma anche della *parent*, che sceglierà la percentuale della partecipazione da detenere nella disinvestita. Come per uno spin-off la valutazione segue la logica della *Sum of Parts valuation*, per apprendere l'eventuale sottovalutazione del gruppo. A livello di business *target* l'analisi *going concern* partecipa alla definizione del *pricing*,

## CAPITOLO 6

Nell'ultimo capitolo viene proposta l'analisi di 10 operazioni di disinvestimento eterogenee tra loro, con la finalità di dimostrare empiricamente la validità delle affermazioni contenute nelle sezioni precedenti. Diversamente dalle ricerche

precedenti il mio lavoro tenderà, si di illustrare la natura certa dei ritorni azionari, ma in relazione a specifici eventi, illustrati nelle loro particolarità rispetto alla decisione di uscire da determinati business o cedere asset, sulla base delle ipotesi fino a qui sostenute. La dimostrazione verterà sul ruolo strategico del disinvestimento, come possibilità di azione straordinaria e ciclica, all'interno di una vita aziendale coinvolta in mutamenti non solo profondi ma intervallati da archi temporali sempre più brevi e quindi continui.

L'obiettivo principale della ricerca è differenziare i disinvestimenti non in base alla tipologia, ma in relazione alle specificità delle aziende che compongono il campione di ricerca, illustrando il risultato più o meno positivo dell'operazione in funzione degli obiettivi ricercati dal management. La *research question* si compone di due attività di analisi. La prima è atta a verificare la validità della creazione di valore per l'azionista attraverso l'operazione di disinvestimento, misurata tramite la metodologia dell'*event study*. La seconda parte della domanda riguarderà le specificità aziendali in relazione alla creazione di valore e come queste possono influenzare o meno la dimensione dei ritorni positivi, con un'attenzione particolare alle determinanti che hanno portato alla scelta.

Il campione di analisi è formato da 9 società che hanno effettuato 10 operazioni di disinvestimento. La raccolta dei dati, in ragione delle notizie riguardanti l'oggetto del nostro esame, è stato condotto attraverso l'elaborazione di informazioni provenienti dalle banche dati di più testate giornalistiche come Il sole 24 ore, La Repubblica e il Wall street journal. Sono stati visionati anche altri siti minori per cercare conferme e raccogliere ulteriori interessi. Yahoo finance è stato il motore di ricerca utilizzato per individuare i rendimenti dei titoli azionari.

Nella tabella successiva sono riportati i risultati dello studio.

Caso	Tipologia	Data	AR (0;+1)
General Electric-GE Plastic	Sell-off	21 Maggio 2007	-0,1438%
Fiat-Fiat Industrial	Spin-off	21 Luglio 2010	2,0842%
Samsung-Samsung LCD	Spin-off	17 Febbraio 2012	0,9776%
Telecom-La7	Sell-off	4 Marzo 2013	2,9252%
Sony-Sony Vaio	Sell-off	6 Febbraio 2014	3,7024%
Cir-Sorgenia	Sell-off	23 Luglio 2014	2,3324%

Procter & Gamble-Duracell	Sell-off	24 Ottobre 2014	0,0706%
Fiat-Ferrari	Equity carve-out	28 Ottobre 2014	5,5110%
KKR-Fotolia	Sell-off	11 Dicembre 2014	0,5092%
Autogrill-HMS Host	Spin-off	14 Maggio 2015	2,1186%
		CAR (0;+1)	2,0087%

Abnormal Return-10 cases studies. Fonte: elaborazione personale

Sulla base delle decisioni strategiche legate al disinvestimento possiamo suddividere le osservazioni in 5 macro aree che selezionano il campione in specifici gruppi di interesse.



Progetti strategici legati al disinvestimento. Fonte: elaborazione personale

Dai risultati possiamo notare come le determinanti di valorizzazione e risanamento hanno portato a ritorni maggiori e significativi rispetto i tre razionali ulteriormente identificati. Sulla base di queste evidenze posso segnalare come il disinvestimento abbia acquisito maggiore rilevanza strategica rispetto alle operazioni effettuate nel secolo precedente, configurandosi come strumento non solo di correzione ma finalizzato ad una ristrutturazione che possiamo definire strategica e funzionale ad uno sviluppo e crescita di lungo periodo, senza tralasciare per questo la capacità, insita nell'oggetto, di riformulare un piano

finanziario che consente di procedere ad una ristrutturazione ancora una volta finanziaria ed economica in relazione ad attività definite core.

## CONCLUSIONI

L'elaborato ha preso avvio dalla volontà di ripercorrere l'evoluzione delle operazioni di disinvestimento, assicurando di evidenziare un passaggio che possiamo definire a tutti gli effetti strategico e significativo. Il moto perpetuo e dinamico nel quale operano le imprese sprona ad un movimento continuo che coinvolge non solo i processi interni aziendali ma si esplica nella necessità di adattare le proprie attività ad un contesto mutevole e difficilmente disciplinato. Concentrarsi sulle *corporate competence* ed implementarle in nuovi e profittevoli mercati, attraverso strategie di disinvestimento, consente all'impresa di mantenere un equilibrio all'interno del proprio portafoglio e di spingersi verso una crescita sostenibile di lungo periodo.

Sono stati esaminati tre profili del disinvestimento:

- disinvestimento come fonte per un vantaggio competitivo sostenibile e per la creazione di valore
- disinvestimento come strategia consapevole e volontaria
- operazione apprezzata dal mercato azionario e basata su progetti di lungo termine.

I risultati della ricerca si sono mostrati in linea con le ipotesi sostenute e inoltre hanno potuto rimarcare ancora una volta il ruolo positivo finalizzato alla dimensione finanziaria. Il ritorno è stato analizzato in relazione agli obiettivi predisposti dal management sulla base del disinvestimento ed in tutti i casi la significatività dell'annuncio è risultata essenziale per un corretto apprezzamento.

In definitiva ritengo che il disinvestimento si possa inserire all'interno di operazioni straordinarie, necessarie e cicliche che l'azienda dovrebbe sempre tenere in considerazione. Così come le acquisizioni e le fusioni sono motivate da logiche di crescita e sviluppo anche l'uscita da business consente, non solo indirettamente, di muovere le proprie risorse altrove o all'interno dell'impresa diversamente rimodulata creando valore e segnando il passaggio da una visione statica delle attività industriali ad una dinamica di riconfigurazione continua rispetto ai nuovi canali di domanda richiesti dal mercato.

## Bibliografia

- Afshar K.A., Taffler R.J. and Sudarsanam P.S. (1992) "The effect of corporate divestments on shareholder wealth: The UK experience" *Journal of Banking and Finance*, 16: 115-135
- Ang J., Jong A. and Poel M. (2014) "Does familiarity with business segments affect CEO's divestment decisions?" *Journal of Corporate Finance*, 29: 58-74
- Baroncelli A. and Manaresi A. (1997) "Franchising as a foorm of divestment: an italian study" *Industrial marketing management*, 26: 223-235
- Berger P.G. and Ofek E. (1995) "Diversification's effect on firm value" *Journal of Financial Economics*, 37: 39-65
- Bergh D. D. (1995) "Size and relatedness of unit sold: an agency theory and resource-based perspective" *Strategic Management Journal*, 16: 221-239
- Bergh D.D. and Sharp B.M. (2012) "How far do owners reach into the divestiture process? Blockholders and the choice between spin-off and sell-off" *Journal of Management*, 20,10: 1-29
- Berle A. A. and Means G. C. (1932) "The modern corporation and private property" 2° Ed. Harcourt, Brace and World, New York
- Bethel J. E. and Libeskind J. "The effect of ownership structure on corporate restructuring" *Strategic Management Journal*, 14: 15-31
- Bhide A. (1990) "Reversing corporate diversification" *J.Appl: Corporate finance*, 3: 70-81
- Brealy R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S. (2011) "Principi di finanza aziendale" McGraw-Hill, Sesta ed.
- Brauer M. (2006) "What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda" *Journal of Management*, 32,6: 751-785
- Buonocore V. (2009) "Manuale di diritto commerciale" Giappichelli Editore
- Burt S., Dowson J. And Sparks L. (2004) "The international divestment activities of european grocery retailers" *Europea Management Journal*, 22, 5: 483-492
- Capron L., Mitchell W. And Swaminathan A. (2001) "Asset divestiture following horizontal acquisition: a dynamic view" *Strategic management Journal*, 22: 817-844
- Chen P.F. and Zhang G. (2007) "Segment profitability, misvaluation, and corporate divestment" *The Accounting Review*, 82, 1: 1-26
- Coase R.H. (1937) "The nature of the firm" *Economica*, 4: 386-405
- Cohen W.M. and Levinthal D.A. (1990) "Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation" *Cornell University*, 35: 128-152
- Collins D.J. and Montgomery C.A. (2007) "Corporate strategy" McGraw-Hill, p. 166
- Davis G.F., Diekmann K.A. and Tinsley C.H. (1994) "The decline and fall of the conglomerate firms in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form" *American Sociological Review*, 59, 4: 547-570
- Defren T., Bernd W.W. and Ullrich S. (2012) "Divestment management: Success factors in the negotiation process of a sell-off" *Long Range Planning*, 45: 58-276

- Decker C. and Mellewigt T. (2007) "Thirty years after Michel E. Porter: what we know about business exit?" *Academy of Management Perspectives*, 41-55
- Di Maggio P.J. and Powell W.W. (1983) "The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields" *American Sociological Review*, 48, 2: 147-160
- Duhaime I.M. and Grant J.H. (1984) "Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study" *Strategic Management Journal*, 5: 301-318
- Fama E., Fisher L., Jensen M. and Roll. R. (1969) "The adjustment of stock prices to new information" *International Economic Review*, 10,1: 1-12
- Fontana F. e Caroli M. (2009) "Economia e gestione delle imprese" McGraw-hill, Terza ed.
- Gole W.J. (2009) "A structured approach to corporate divestiture transaction" *CMA Management*, 22-25
- Gole W.J. and Hilger P.J. (2008) "Managing corporate divestiture transaction" *Journal of Accountancy*, 48-51
- Hayes R. H. (1972) "New emphasis on divestment opportunities" *Harvard Business Review* 55-64
- Haynes M., Thompson S. and Wright M. (2007) "Executive remuneration and corporate divestment: motivating managers to make unpalatable decisions" *Journal of Business Finance and Accounting*, 34: 792-818
- Harrigan K. R. (1980) "The effect of exit barriers upon strategic flexibility" *Strategic Management Journal*, 1, 165:165-176
- Helfat C.E. and Eisenhardt K. (2004) "Inter-temporal economies of scope, organizational modularity, and the dynamics of diversification" *Strategic Management Journal*, 25: 1217-1232
- Hofstade G. (2001) "Culture's consequences" Thousand Oaks, CA: Sage
- Hoskisson R.E., Johnson R.A., Mosel D.D. (1994) "Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effect of governance, strategy, and performance" *Academy of Management Journal*, 37,5: 1207-1251
- Hunt P. (2004) "Structuring, mergers & acquisition: A guide to creating shareholder value" 2° ed. Aspen Editore
- Jensen M. C. and Meckling W. H. (1976) "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure" *Journal of Financial Economics*, 4: 305-360
- John K. And Ofek E. (1995) "Asset sales and increase in focus" *Journal of Financial Economics*, 37: 105-126
- Lang L.H.P. and Stulz R.M. (1994) "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance" *Journal of Political Economy*, 102,6: 1248-1280
- Lang L.H.P., Poulsen A. and Stulz R. (1995) "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion" *Journal of Financial Economics*, 37:3-37
- Levinthal D.A. and Wu B. (2010) "Opportunity costs and non-scale free capabilities: profit maximization, corporaate scope, and profit margin" *Strategic Management Journa*, 31: 780-801
- Markides C.C. (1993) "Corporate refocusing" *Business Strategy Review*, 4(1): 1-15

- Markides C.C. (1995) "Diversification, restructuring and economic performance" *Strategic Management Journal*, 16: 101-118
- Markides C. C. and Singh H. (1997) "Corporate restructuring: a symptom of poor governance or a solution to past managerial mistake" *European Management Journal*, 15, 3: 213-219
- Matusaka J.G. and Nanada V. (2002) "Internal capital markets and corporate refocusing" *Journal of Financial Intermediation*, 11:176-211
- Mc Williams A. and Siegel D. (1997) "Event studies in management research: theoretical and empirical issues" *Accademy of Management Journal*, 40,3: 626-657
- Meyer J.W. and Rowan B. (1997) "Institutionalized organizations: Formal structures as myth and ceremony" *American Journal of Sociology*, 83, 2: 340-363
- Moliterno T.P. and Wiersema M.F. (2007) "Firm performance, rent appropriation, and the strategic resource divestment capability" *Strategic Managemnt Journal*, 28: 1065-1087
- Montgomery C.A. and Thomas A.R. (1988) "Divestment: motives and gains" *Strategic Management Journal*, 9: 93-97
- Moschieri C. and Mair J. (2011) "Adapting for innovation: Including divestiture in the debate" *Long Range Planning*, 44: 4-25
- Nees D. (1981) "Increase your divestment effectiveness" *Strategic Management Journal*, 2: 119-130
- Peng M.W., Sun S.L., Pinkham B. and Chen H. (2009) "The institution-based view as a third leg for a strategy tripod" *Academy of a Management Perspective*, 23, 3: 63-81
- Penrose E.T. (1959) "The theory of the growth of the firm" Oxford University Press, Oxford
- Peruffo E. (2013) "Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico" Franco Angeli Editore
- Porter M.E. (1976) "Please note location of nearest exit: exit barriers and planning" *California Management Review*, 2: 21-33
- Porter M. (1985) "Competitive advantage: creating and sustaining superior performance" Free press
- Rappaport A. (1981) "Selecting strategies that create shareholder value" *Harvard Business Review*, 139-150
- Rappaport A. (1987) "Stock market signals to managers" *Harvard Business review*, 57-62
- Ritchie J. and Dowlatabadi H. (2014) "Understanding the shadow impacts of investment and divestment decisions: Adapting economic input-output models to calculate biophysical factors of financial returns" *Ecological Economics*, 106: 132-140
- Scott W.R. (2003) "Institutional carriers: reviewing modes of transporting ideas over time and space and considering their consequences" *Industrial and Corporate Change* 12,4: 879-894

- Selznick P. (1957) "Leadership in administration: a sociological interpretation"  
Evaston, IL: Row, Peterson
- Sharma P. and Manikutty S. (2005) "Strategic divestment in family firms: role of family structure and community culture" *Entrepreneurship Theory and Practice*, 293-311
- Shimizu K. And Hitt M. A. (2005) "What constrains or facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effect of organizational inertia" *Journal of Management*, 31: 50-72
- Shleifer A. and Vishny R.W. (1991) "Takeovers in '60s and the 80s:evidence and implications" *Strategic Management Journal*, Winter Special Issues,12: 51-59
- Smith A. (2012) "Totally Wired: On the Trail of the Great dotcom Swindle" Simon & Schuster
- Song S. (2014) "Subsidiary divestment: the role of multinational flexibility" *Manager Internal Review*, 54: 47-70
- Steiner T. L. (1997) "The corporate sell-off decision of diversified firms" *Journal of Finance Research*, 20: 231-241
- Steingold F.S. (2012)"The complete guide to selling a business" Nolo Editore
- Stibel J. (2011) "Don't divest just because the economy is rotten" *Harvard Business Review*
- Sun Tzu "L'arte della guerra" a cura di Andreini A. e Biondi M., Einaudi
- Wachtell, Lipton, Rosen and Katz (2013) "Spin-off guide" [www.wlrk.com](http://www.wlrk.com)
- Warner J.B., Watts R.L. and Wruck K.H. (1988) "Stock prices and top management changes" *Journal of Financial Economics*, 20, 1-2: 461-492
- Wernerfelt B. (1984) "A resource based view of the firm" *Strategic Management Journal*, 5,2: 171-180
- Divestiture survey report 2013. Sharpening your strategy (Deloitte, January 2013)
- Don't miss the exit. Creating shareholder value through divestitures (Boston Consulting Group, September 2014)

## Sitografia

America24.com  
 Ansa.it  
 Bbc.com  
 Bloomberg.com  
 Borsaitaliana.it  
 Cirgroup.com  
 Euronews.com  
 Fca.com  
 Ft.com  
 Ge.com  
 Ilfattoquotidiano.it  
 Ilpost.it

Ilsole24ore.it  
Kkr.com  
Lastampa.it  
Managersonline.com  
Marketwatch.com  
Media.kkr.com  
Milanofinanza.it  
Pg.com  
Repubblica.it  
Reuters.com  
Samsung.com  
Sky.it  
Sony.com  
Telecom.it  
Wallstreetjournal.com  
Wikipedia.com  
Yahoofinance.com