LUISS Guido Carli
LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Strategie d'Impresa

L'operazione di spin-off.
Il caso di Ferrari e FCA

Relatore

Prof. Alessandro Zattoni

Candidato

Martina Cerulli

Matricola 666551

Correlatore

Prof. Franco Fontana

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

Indice

Introduzione……2

Capitolo 1 – L'operazione di spin-off

Paragrafo 1.1 – Definizione, tipologie e confronto con altri metodi di ristrutturazione d'impresa…….5

Paragrafo 1.2 – Motivazioni e implicazioni dell'operazione……..10

Paragrafo 1.3 – Spin-off e mercato…….15

Paragrafo 1.4 – Spin-off e *corporate governance*……...24

Capitolo 2 – Il metodo di analisi del caso di spin-off di Ferrari da FCA

Paragrafo 2.1 – Le ragioni della scelta del caso studio……28

Paragrafo 2.2 – Variabili analizzate e fonti informative……..30

Paragrafo 2.3 – L'approccio di ricerca…….32

Capitolo 3 – Lo spin-off di Ferrari da FCA: l'operazione e i risultati

Paragrafo 3.1 – Il Gruppo FCA……34

Paragrafo 3.2 – Ferrari……..39

Paragrafo 3.3 – Caratteristiche e principali implicazioni dell'operazione……42

Paragrafo 3.4 – Obiettivi e attese…….....47

Paragrafo 3.5 – I risultati dell'operazione……...……..52

Paragrafo 3.6 – Analisi finale: si è trattato di una mera operazione finanziaria?.....66

Conclusione……..68

Bibliografia……..70

Sitografia……..72

Introduzione

La tesi si occupa di analizzare una delle più importanti e frequenti forme di operazioni di finanza straordinaria attuata dalle imprese: lo spin-off. Tralasciando i casi in cui questo prenda vita da università o enti di ricerca, infatti, si sviluppa essenzialmente nell'ambito commerciale e comporta la formazione o separazione di una realtà aziendale indipendente rispetto a un'entità preesistente. In Italia il fenomeno suddetto è spesso identificato con il termine "scissione".

In particolare, in questa tesi l'operazione è presentata riportando un caso studio di recente attuazione e di rilevante autorevolezza nel nostro Paese a causa dei soggetti coinvolti e delle importanti ripercussioni immediate e future, ovvero lo scorporo di Ferrari da FCA. Rispetto a esso si evidenziano le modalità di attuazione, le cause e gli obiettivi dell'operazione, nonché gli effetti generati sulle due realtà una volta distinte, così da comprendere se possa considerarsi o meno un caso di scuola rispetto alle teorie esistenti.

Per eseguire un'analisi generale completa di tale tipo di operazione, sono riportate le conclusioni più importanti della letteratura sviluppatasi finora e i più autorevoli studi empirici effettuati in questo ambito.

Per prima cosa, sono evidenziate le principali caratteristiche dello spin-off, nonché le varie classificazioni e tipi esistenti. Tutto ciò al fine di compiere un confronto con le altre forme di disinvestimento attuabili dalle imprese ed evidenziare le condizioni nelle quali risulti più conveniente per un'organizzazione optare per questa operazione rispetto a un'altra.

Successivamente, si prendono in esame le motivazioni di carattere strategico e finanziario che guidano le aziende verso la scelta di scorporo. In particolare, i principali obiettivi perseguiti possono essere: rifocalizzazione sul *core business* aziendale, eliminazione delle sinergie negative tra casa madre e sussidiaria, esigenze innovative, attuazione di un futuro *takeover*, riduzione dell'asimmetria informativa rispetto al mercato, trasferimento di ricchezza da obbligazionisti ad azionisti, ampliamento del *set* di opportunità d'investimento per gli *stakeholder*.

Dal compimento di uno spin-off si generano, poi, diverse implicazioni, che riguardano differenti sfere della realtà aziendale e agiscono sia sulla *parent company*, ovvero la società che effettua lo scorporo, sia sul business che viene separato. All'interno di tale lavoro, si guarda, dunque, agli esiti generati in termini operativi, contabili, legali, d'imposizione fiscale, di *corporate investment* e di *performance* organizzativa.

Il nodo cruciale dell'analisi è rappresentato dagli effetti che questo tipo di disinvestimento è in grado di generare sul mercato sia nel momento in cui un'organizzazione decida di attuarlo, sia negli orizzonti temporali successivi. Si analizzano, dunque, le principali teorie riguardo l'andamento dei

prezzi azionari e dei rispettivi rendimenti nell'intorno dell'annuncio dell'operazione e nei mesi seguenti, in modo da riuscire a identificare sia gli effetti di breve termine, sia quelli di lungo termine che produce. Inoltre, si esamina come siano diverse le variazioni generate in termini di *stock price* e *stock return* sulla base delle differenti caratteristiche dello spin-off, ad esempio la dimensione e gli obiettivi perseguiti.

Infine, la parte teorica della tesi si conclude con un esame dei principali aspetti di *corporate governance* che influenzano la scelta di spin-off e l'esito dello stesso, tra cui la struttura della proprietà e del CdA e le caratteristiche dell'Amministratore Delegato.

La seconda parte dell'elaborato riguarda la spiegazione del metodo di ricerca attuato nell'ambito del caso studio. Specificatamente, sono esplicitate le motivazioni che hanno condotto all'analisi dello spin-off di Ferrari da FCA, le quali riguardano essenzialmente il rilevante peso specifico dell'operazione, il fatto che i due soggetti coinvolti rappresentino l'apice del sistema industriale italiano e per quanto riguarda Ferrari, l'espressione massima dell'eccellenza del *Made in Italy*. Importanti sono anche i potenziali effetti macro dello scorporo rispetto al settore, allo sviluppo internazionale del Gruppo e al suo assetto proprietario. Inoltre, si chiariscono le principali variabili oggetto di analisi, le fonti impiegate e l'approccio di ricerca attuato.

Utilizzando un procedimento di analisi di tipo deduttivo, una volta studiati gli aspetti teorici più importanti dello spin-off e spiegate le modalità di ricerca rispetto al caso studio, si procede, dunque, alla vera e propria fase empirica, in cui la separazione di Ferrari da FCA è studiata a tutto tondo.

In prima istanza, sono presentate le due aziende coinvolte nell'operazione, mettendo in evidenza caratteristiche generali, assetto proprietario e di *governance*, *performance* organizzative e principali aspetti di *Corporate Social Responsibility*. In seguito, si guarda agli elementi più importanti dell'operazione e alle fasi che l'hanno caratterizzata, dandone anche una classificazione rispetto agli studi riportati nella prima parte della tesi. Si evidenziano, inoltre, le implicazioni generate dalla stessa e gli aspetti di *corporate governance* che l'hanno influenzata.

Particolare attenzione è, inoltre, rivolta alle motivazioni che hanno spinto FCA ad attuare lo scorporo della casa di Maranello. Per cui, si cerca di capire quali siano stati i principali obiettivi e attese generatosi intorno all'operazione, mettendo in evidenza quanto dichiarato non solo dalla casa madre, ma anche dagli analisti e dagli esperti esterni alla realtà aziendale, per verificare l'effettiva manifestazione degli eventi e dei rischi preventivati.

La parte centrale dell'ultimo capitolo della tesi riguarda i risultati dello spin-off. In essa sono mostrati i principali esiti di mercato dell'operazione, legati all'effetto annuncio e all'andamento azionario di lungo termine, ma anche la *performance* organizzativa realizzata. L'obiettivo è studiare se effettivamente il caso studio rispecchi le principali teorie presentate e spiegare le motivazioni

sottostanti nel caso di eventuali discrepanze tra quanto atteso dall'organizzazione e dagli esperti e quanto effettivamente realizzato sia a livello di *performance* generale sia nell'ambito del mercato azionario.

In ultimo, tenendo conto dei limiti legati all'orizzonte temporale di breve termine, si analizzano gli esiti principali dell'operazione al fine di valutare se questa abbia rappresentato un mero espediente finanziario per la casa madre o abbia effettivamente avuto degli obiettivi di miglioramento strategico.

Capitolo 1 - L'operazione di spin-off

1.1 Definizione, tipologie e confronto con altri metodi di ristrutturazione d'impresa

L'operazione di spin-off si sostanzia nella scissione di un'impresa, già esistente o di nuova costituzione, da un'altra, rispetto alla quale quest'ultima mantiene una rilevante influenza in termini di competenze, *know-how* e attività svolte.

In relazione alla tipologia di organizzazioni coinvolte si distingue tra **spin-off industriali** e **spin-off accademici**, riferendosi nel primo caso a scissioni di imprese già esistenti con cui una specifica attività viene trasferita ad una nuova unità indipendente e nel secondo a un fenomeno sviluppatosi maggiormente nell'ultimo decennio con cui si dà vita a imprese *high-tech*, frutto dei risultati della ricerca accademica delle università o dei centri pubblici.

Inoltre, sulla base dell'analisi svolta da Fryges e Wright[1] sulla letteratura sviluppatasi in questo ambito, con l'obiettivo di rendere più chiaro il terreno della ricerca, le varie forme di spin-off possono essere classificate in relazione a due dimensioni: (i) l'ambiente in cui l'operazione prende vita - operando una distinzione tra contesto commerciale, *for-profit* e contesto non commerciale, ovvero quello delle università - e (ii) il modo in cui questa viene attuata – differenziando i casi in cui coinvolga attività nuove da quelli in cui si riferisca ad attività esistenti.

Figura 1.1 – Classificazione delle varie forme di spin-off

		Contesto ambientale	
		Universitario	**Commerciale**
Modalità di attuazione	**Nuova impresa**	-Start-up -Spin-off accademici puri -Spin-off accademici ibridi	-Corporate Spin-off -Employee Spin-off ("a caldo")
	Impresa esistente	Privatizzazione buy-out/buy-in della ricerca universitaria	-Corporate Spin-off puro ("restructuring") -Management buy-out della divisione -Management buy-in della divisione

Fonte: Adattamento da Fryges e Wright (2014)

[1] Fryges, Wright, "The origin of spin-offs: a typology of corporate and academic spin offs", Small Business Economics, 2014

Questo elaborato tratta in particolar modo le operazioni ricomprese nella parte evidenziata della tabella, con riferimento, quindi, al contesto commerciale.

Com'è possibile osservare all'interno della classificazione riportata e come accade ampiamente nella letteratura, l'accezione di ***corporate spin-off*** è attribuita sia ai casi in cui l'operazione dia vita ad una nuova impresa, sia a quelli in cui si riferisca alla scissione di un'attività esistente. Riportando l'esempio di Parhankangas e Arenius[2], infatti, nella definizione di *corporate spin-off* viene ricompresa la formazione di un nuovo business originata da idee sviluppate all'interno della *parent company* trasferite in un'impresa indipendente, ma anche il c.d. *restructuring spin-off*, cioè la cessione di *business unis* già esistenti da parte dell'*incumbent firm*.

La caratteristica principale di tale fattispecie, dunque, a prescindere dalla natura del business costituito, è rappresentata dal trasferimento di conoscenza dalla società madre, in modo informale, attraverso la conoscenza tacita, oppure formale, attraverso la commercializzazione di brevetti e/o licenze.

In aggiunta al trasferimento di *know-how*, l'operazione di *corporate spin-off* comporta anche lo spostamento del capitale umano. A proposito di questo aspetto, si distingue tra *entrepreneurial spin-off*[3] e *assisted spin-off*, riferendosi col primo al caso in cui dipendenti dell'azienda madre decidano di lasciarla per dare avvio ad un proprio business e col secondo ad un'operazione avviata direttamente dalla *parent company*.

Nella situazione in cui si presenti un *entrepreneurial spin-off* con un trasferimento indiretto di proprietà e di *asset* intellettuali, si parla di ***employee spin-off***, fattispecie la cui esistenza viene attestata da Eriksson e Kuhn[4] quando si presenti una start-up in cui più del 50% dei dipendenti si sia trasferito dalla stessa impresa madre. Inoltre, a queste circostanze si fa spesso riferimento con il termine di **spin-off "a caldo"**, il quale scaturisce da situazioni di crisi o di eccedenza occupazionale soprattutto di elevate competenze, che possono aumentare la motivazione delle risorse umane a cambiare lavoro e avviare una propria attività.

Nel secondo quadrante evidenziato nella tabella si sottolineano, invece, le modalità di realizzazione di uno spin-off di attività già esistenti in un contesto commerciale.

Tra queste abbiamo il *management buy-out* e il *management buy-in*, che comportano la creazione di un'entità indipendente in cui la proprietà è concentrata nelle mani del management o di imprese di *private equity*, con un sostanziale finanziamento delle banche.

---

[2] Parhankangas, Arenius, "From a corporate venture to an independent company: A base for a taxonomy for corporate spin-off firms", Research Policy 32, 2003.

[3] Van de Velde et al., "Exploring the boundary between entrepreneurship and corporate venturing: from assisted spin-out to entrepreneurial spin-offs, Ghent University, 2007.

[4] Eriksson, Khun, "Firm spin-offs in Denmark – Patterns of entry and exit", Journal of Industrial Organization, 2006.

Nel caso di **MBO**, i manager già in carica nella società madre acquistano una rilevante porzione di *equity* dell'unità scissa, mentre nel **MBI** si evidenzia un caso di MBO in cui i principali membri del *management team* sono soggetti esterni, non coinvolti in precedenza nella *parent company*. I contesti in cui queste forme operative prendono vita sono soprattutto quelli delle industrie *technology-based*, in cui nell'ambito di un'organizzazione complessa la società trova difficoltà a gestire e comprendere la tecnologia oppure ad incentivare in maniera appropriata il management. In queste condizioni, tutte le capacità superiori e idiosincratiche per gestire un'informazione limitata e incompleta riguardo eventuali nuove opportunità appartengono al management divisionale, a cui viene garantita la giusta autonomia decisionale. Si parla, inoltre, in questi casi di **spin-off "a freddo"**, attuati per rendere più flessibile la struttura e promuovere l'innovazione e l'accesso a nuovi mercati.

Concentrandosi, infine, sulla già citata forma di **spin-off puro** (*"restructuring"*), esistono due principali possibilità di attuazione: 1) spin-off totale: la casa madre cede tutte le azioni della *subsidiary* attraverso la creazione di due società neo-quotate, attribuendo agli azionisti un rinnovato *set* di *stocks* della nuova *parent* e del business separato, in proporzione alla precedente partecipazione; 2) spin-off parziale: l'attività esistente viene separata dalla *parent* la quale, però, mantiene una partecipazione di controllo sotto forma di *corporate venturing*, con l'obiettivo di sfruttare eventuali ritorni di cassa e non di conservarla nel lungo periodo.

Entrambe le operazioni hanno una finalità principalmente ottimizzante, legata all'efficienza, attraverso l'adozione di strutture e processi di *governance* e controllo più specifici per ogni entità.

In questi casi, inoltre, il processo di spin-off ha generalmente una durata compresa tra i quattro e i dieci mesi e consta di tre principali fasi[5]:

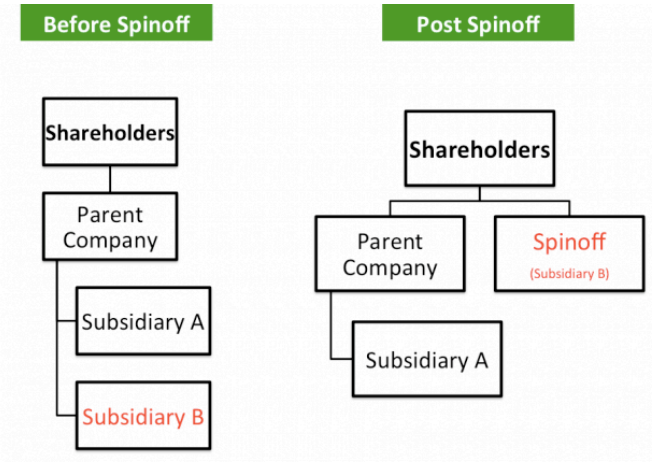
1. Annuncio: comunicazione da parte della casa madre della volontà di eseguire l'operazione di disinvestimento;
2. *Record date*: è la c.d. data di registrazione, in cui s'identificano gli azionisti della *parent company* aventi diritto all'assegnazione delle azioni della *subsidiary* target;
3. *Closing*: data di effettiva quotazione separata delle azioni della sussidiaria da quelle della casa madre, che da questo momento sono scambiate a un prezzo *ex-dividend*.

Dall'analisi fin qui condotta e sulla base della definizione generalmente impiegata, possiamo, dunque, affermare che nell'ambito *for-profit* lo spin-off è un'operazione di scorporo di una sussidiaria o di una divisione della *parent corporation* tradizionalmente effettuata attraverso

[5] Hunt, "Structuring Merger & Acquisition", Aspen, 2004.

l'assegnazione di quote di *equity* della società creata agli azionisti della società madre, in proporzione alla loro preesistente partecipazione. Spesso, inoltre, lo spin-off può essere effettuato attraverso la vendita ai propri manager della sussidiaria o tramite altre forme di *share-ownership* dei dipendenti. L'esito finale di questa forma di ristrutturazione aziendale è la formazione di una nuova società quotata (la sussidiaria *target*), con pieni poteri e con un'entità societaria distinta rispetto alla casa madre.

Figura 1.2 – Struttura aziendale pre e post spin-off



Fonte: btinvest.com

Lo spin-off si configura, dunque, come una delle principali forme di disinvestimento adottabili dalle aziende al fine dell'*exit* totale o parziale da un business. Insieme a esso, sono classificate come tali altre due operazioni di fondamentale importanza: l'equity carve-out e il sell-off.

Con l'equity carve-out, la *parent company* cede una quota minoritaria (flottante inferiore al 20%) o maggioritaria (flottante almeno pari all'80%) delle azioni di una *subsidiary* a un'entità societaria di nuova costituzione, attraverso un'IPO sul mercato regolamentato. In questo caso, la *business unit target* ottiene un maggior grado di autonomia, mentre la casa madre mantiene un forte potere di indirizzo strategico.

Con il sell-off, si realizza, invece, una cessione privata a titolo definitivo delle azioni di un business, con un cambiamento totale dell'assetto proprietario della sussidiaria e con un pagamento corrispettivo sotto forma di azioni o *cash*.

Di seguito sono riportate le principali differenze tra le tre forme di disinvestimento.

Figura 1.3 – Principali differenze tra le diverse forme di disinvestimento

	Spin-off	Equity carve-out	Sell-off
Modifiche alla proprietà	No	Si	Si
Modifiche al controllo	Si	Possibile	Si
Monitoraggio del mercato dei capitali	No	Si	No
Acquirenti esterni	No	Si	Si
Creazione di una nuova impresa	Si	Si	No
Aumento delle risorse finanziarie	No	Si	Possibile

Fonte: Peruffo (2013)

Al di là delle difformità strutturali, confrontando l'equity carve-out e lo spin-off, si può riscontrare che, *ceteris paribus*, la probabilità di attuazione del primo rispetto al secondo[6]:

- cresce all'aumentare del valore ricavabile dalla casa madre per mezzo del controllo della sussidiaria (presenza di sinergie operative tangibili o intangibili);
- aumenta in funzione del bisogno di liquidità e di capitale della *parent*;
- è funzione positiva dell'attrattività del mercato della *subsidiary*;
- si riduce al crescere del livello di tassazione marginale;
- aumenta all'incrementarsi dei benefici generabili da sinergie nel *financial reporting*[7].

In riferimento, invece, alla scelta tra sell-off e spin-off è possibile affermare che[8]:

- nel caso di valutazioni particolarmente basse del valore intrinseco della sussidiaria, è preferibile lo spin-off;
- in presenza di *asset* che presentano *under-performance* rispetto al loro pieno potenziale è più probabile che questi siano ceduti attraverso un sell-off;
- gli spin-off sono da prescegliere in periodi di ottimismo degli investitori;
- l'effetto annuncio dei sell-off ha riscontri maggiormente positivi rispetto allo spin-off;
- imprese che decidono di cedere completamente la *subsidiary*, ottengono una *performance* operativa e uno *stock return* migliore nel lungo periodo.

[6] Frank, Harden, "Corporate restructurings: a comparison of equity carve-outs and spin-offs", Journal of Business Finance & Accounting, 2001.
[7] Creare un *financial repo*rting consolidato della casa madre e della sussidiaria può generare benefici sia in caso di correlazione positiva (se l'obiettivo è la massimizzazione dei profitti) sia in caso di correlazione negativa (se l'obiettivo è garantire un effetto *"smoothing"*/di compensazione dei profitti) tra gli *earnings streams*.
[8] Prezas, Simonyan, "Corporate divestitures: spin-offs vs sell-offs", Journal of Corporate Finance, Giugno 2015.

Come si può ben comprendere, dunque, la scelta tra le tre forme di *divestment* dipenderà dagli obiettivi strategici e finanziari che l'impresa intende raggiungere, nonché dai risultati attesi e dalle implicazioni in termini di *performance* e di *value creation*.
Al fine di comprendere in maniera più approfondita i razionali principali che portano le organizzazioni ad attuare un'operazione di spin-off e le implicazioni che lo stesso è in grado di produrre, si rimanda al paragrafo successivo.

1.2 Motivazioni e implicazioni dell'operazione

Come introdotto nel paragrafo precedente, diversi sono gli elementi presi in considerazione dai CdA aziendali al fine della scelta tra le varie forme di disinvestimento possibili. Certamente, da non trascurare nell'analisi e nella pianificazione dell'operazione sono: le performance attuali dell'organizzazione nel suo complesso e della *subsidiary* target, i risultati attesi in futuro, nonché tutte le potenziali implicazioni dal punto di vista strategico, finanziario, operativo, di *governance*, legale e contabile.
Focalizzandosi sullo spin-off, e in particolare sul c.d. spin-off puro, la letteratura, attraverso innumerevoli analisi empiriche, ha rintracciato diverse motivazioni strategiche e finanziarie che spingono l'impresa alla sua attuazione. All'interno di questo lavoro vengono, dunque, riportate quelle ritenute più importanti in termini di frequenza e d'impatto sulla *performance*.

Tra i razionali strategici si riscontrano:

- *Re-focusing* sul *core business*
- Eliminazione sinergie negative
- Innovazione.

Tra i razionali finanziari, invece, sono ricompresi:

- Riduzione dell'asimmetria informativa
- Creazione di una *capital structure* più confacente alle caratteristiche del business
- Trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti
- *Clientele effects*
- *Takeover*.

Come dimostrato da John e Ofek nel 1995[9], la grande maggioranza dei segmenti aziendali ceduti nelle operazioni di spin-off non presenta una correlazione con il *core business* della casa madre e ha una dimensione non particolarmente rilevante. Ciò mette in evidenza l'obiettivo principale perseguito dalle imprese attraverso questa forma di disinvestimento: concentrare la propria attenzione sulle attività portanti dell'azienda, in un'ottica di maggior efficacia ed efficienza.
Gran parte del valore creato mediante uno spin-off può, quindi, essere misurato attraverso i risultati conseguiti dalla *parent company* grazie al suo **maggior focus sugli altri business**. Molto spesso, inoltre, gli esiti delle operazioni causate da questa motivazione sono più elevati rispetto agli altri casi in termini di ritorni generati dall'annuncio e dal valore azionario nel lungo periodo, nonché in termini di *performance* operativa[10].
Una seconda motivazione strategica per l'operazione di spin-off riguarda **l'eliminazione delle sinergie negative** tra la casa madre e la sussidiaria. Queste ultime si presentano nel momento in cui vige una condizione di cannibalizzazione delle attività derivante dalla gestione unitaria di più business. La separazione in questo caso diventa una necessità per l'organizzazione, che potrà ridurre il *diversification discount*[11], specializzarsi maggiormente su alcune attività e migliorare la qualità degli investimenti eliminando il costo della c.d. sovvenzione incrociata, tipica forma di inefficienza presente nelle imprese diversificate[12].
La scelta di attuazione di un *corporate* spin-off può, inoltre, essere dettata da motivazioni strettamente legate all'**innovazione**. Come accennato nel paragrafo precedente, infatti, nel momento in cui la *business unit target* viene separata dalla *parent company*, ha la possibilità di godere di vantaggi legati alla specializzazione delle risorse umane, delle attività e degli investimenti. Tutto ciò comporta una maggiore capacità di cogliere, esplorare e sfruttare opportunità di business prima impensabili e quindi di subentrare in nuovi mercati o impiegare nuove tecnologie. A giocare un ruolo chiave è, in questo caso, la riduzione dell'incertezza, la quale implica maggiori e più chiare informazioni sul settore di attività della BU e maggiore flessibilità strategica per la *parent*.

Passando ad analizzare le motivazioni finanziarie di questa tipologia di disinvestimento, una delle più importanti è rappresentata dalla **riduzione dell'asimmetria informativa** rispetto al mercato. Attraverso lo spin-off, infatti, l'investitore ha la possibilità di valutare non più le *performance* e i risultati aggregati dell'impresa nel suo complesso, ma quelli specifici della divisione. Ciò permette

[9] John, Ofek, "Asset sales and increase in focus", Journal of Financial Economics 37, 1995.
[10] Desai, Jain, "Firm performance and focus: long-run stock market performance following spin-offs", Journal of Financial Economics 54, 1999.
[11] Sottovalutazione delle azioni di un'impresa conglomerata, calcolabile come differenza tra la somma dei valori intrinseci di tutte le BU e la capitalizzazione di mercato della società diversificata nel suo complesso.
[12] Fluck, Lynch, "Why do firms merge and then divest? A Theory of Financial Synergy", Journal of Business 72, 1999.

di comprendere in maniera più chiara e attendibile il valore degli *asset* e delle *operation* delle diverse entità, mitigando il problema dell'*adverse selection*. In questo modo, l'azienda riesce a esplicitare e estrarre tutto il valore di un business sottovalutato dal mercato, il quale mentre prima dell'operazione si trovava obbligato a ricorrere a capitale esterno per finanziare opportunità di crescita, attraverso lo spin-off e a seguito dello stesso può avvantaggiarsi del "*fair value*" attribuito alle sue azioni e al successivo apprezzamento dell'*equity*.

Un secondo aspetto finanziario rilevante connesso allo spin-off è dato dal miglioramento nell'allocazione del capitale[13] che questo è in grado di apportare. Con la separazione della *business unit target*, infatti, il management può comprendere in maniera più chiara il profilo di rischio della sua attività *core* e disegnarne la **struttura di capitale più adeguata**, bilanciando la componente fissa e quella variabile in relazione alle caratteristiche ed esigenze strategiche specifiche del business.

Inoltre, la scelta di attuazione di uno spin-off può essere dettata dalla volontà di generare un **trasferimento di ricchezza dai *bondholders*** agli *shareholders*. E' stato dimostrato, infatti, che gli obbligazionisti della *parent company*, a seguito del disinvestimento, registrano una riduzione del prezzo delle loro quote di capitale di debito dovuta alla perdita di controllo sugli *asset* ceduti della società. Tutto ciò trova però un bilanciamento nell'incremento del valore azionario, con rilevanti ritorni positivi per gli *shareholders* al momento dell'annuncio dell'operazione. Lo spin-off può, dunque, essere considerato, in relazione al meccanismo di assegnazione delle partecipazioni, una sorta di dividendo in natura per gli azionisti della casa madre.

Quando si parla, invece, di ***clientele effects*** come motivazione finanziaria dello spin-off, ci si riferisce al caso in cui la scelta di tale strategia abbia lo scopo ultimo di sfruttare tutti i cambiamenti generati sullo *stock price* della società al modificarsi delle condizioni contrattuali e al conseguente aggiustamento delle *stock holdings* degli investitori. In un mercato imperfetto accade, infatti, che la separazione della società, e quindi delle sue azioni, in due entità distinte e il connesso ampliamento del *set* di opportunità d'investimento, generino un effetto positivo. Tutto ciò poiché investitori in precedenza non interessati ad acquistare quote unificate della società madre e della sussidiaria possono godere, successivamente allo spin-off, della possibilità di acquisire azioni di un unico business, magari più rispondenti alle loro esigenze in termini di rischio, tipologia di industria, *rating* e *dividend yield*. In particolare, il riscontro positivo più rilevante che si può rintracciare sul mercato a causa dei *clientele effects*, è dato dagli eccezionali ritorni sullo *stock price* in corrispondenza della

[13] Gertner, Powers, Scharfstein, "Learning about internal capital markets from corporate Spin-offs", Quarterly Journal of Economics 109, 2000.

c.d. *ex date*, nonostante in quella specifica circostanza l'investitore non goda di un sistematico avvento di nuova informazione[14].

Infine, la decisione d'implementazione di uno spin-off può essere presa esclusivamente in relazione alla possibilità di un successivo ***takeover***, con l'obiettivo di favorirlo nel caso sia amichevole o di ostacolarlo nel caso sia ostile. Di fronte alla minaccia di scalate ostili, infatti, attraverso tale operazione l'organizzazione può rendere più costosa per lo scalatore l'acquisizione del controllo, innalzando il valore di mercato delle azioni; mentre, qualora l'obiettivo sia una futura completa cessione del business, la separazione della *parent company* e della *subsidiary*, attraverso gli effetti sulla dimensione e sulla focalizzazione, possono rendere più plausibile la possibilità di acquisizione.

Dopo aver analizzato le motivazioni e le potenziali implicazioni strategiche e finanziarie della scelta di spin-off, è opportuno considerare ulteriori tipologie di effetti che si possono generare su un'organizzazione a seguito di tale operazione.

Dal punto di vista operativo, nel momento in cui la sussidiaria acquista piena autonomia, si registrano diverse conseguenze sulla sua attività. Essa può, ad esempio, sfruttare il livello di *entrepreneurship* di una piccola impresa e allo stesso tempo godere di *asset* materiali e immateriali di una grande organizzazione (Teece, 1988) e può usufruire di una migliore strutturazione dei processi decisionali, così da determinare in maniera più chiara e attenta le caratteristiche del *business environment* e gli obiettivi da raggiungere. Inoltre, l'indipendenza consente di velocizzare i processi di apprendimento, di eliminare il problema di eventuali conflitti d'interesse con la *parent company* e di gestire in maniera focalizzata il *brand*, l'immagine e l'identità aziendali.

La sussidiaria, una volta scorporata, può sfruttare le relazioni e le informazioni acquisite per mezzo dell'ex casa madre[15] e, nonostante la perdita di accesso al mercato dei capitali interno alla *parent*, ha la possibilità di ricorrere a opportunità di finanziamento e di investimento esterne maggiormente confacenti alle caratteristiche del suo business, il quale, per mezzo della quotazione sui mercati, potrebbe essere sottoposto a una rapida crescita legata all'afflusso di nuove risorse.

Fondamentali sono, poi, gli impatti sulla ***performance* organizzativa** e sul ***corporate investment***. Infatti, come dimostrato in un importante studio del 1996[16], l'eliminazione delle diseconomie generate dalla diversità dei business e dalla dimensione inefficiente dell'impresa diversificata che si attua attraverso lo spin-off, comporta una crescita di valore per gli *asset* tangibili dell'impresa,

[14] Vijh, "The Spin-off and Merger Ex-date Effects", Journal of Finance 49, 1994.

[15] eliminando il conflitto d'interesse tra la casa madre e la sussidiaria, quelli che erano i competitors della *parent* possono iniziare a intrattenere relazioni collaborative con la BU sotto forma di clienti, fornitori o partner.

[16] Johnson, Klein, Thibodeaux, "The effects of spin-offs on corporate investment and performance", Journal of Financial Research, 1996.

nonché dei miglioramenti nei margini di cassa generati dalle vendite. D'altra parte, poiché nel contesto della conglomerata la consistente presenza di debito ad alto rischio genera delle problematiche di *underinvestment*, attraverso tale operazione è possibile tornare ad incentivare l'attuazione di investimenti con un *net present value* positivo.

Rilevanti sono anche le **implicazioni legali** che lo spin-off genera sull'organizzazione e che differiscono in base all'ordinamento giuridico vigente.

Negli Stati Uniti, ad esempio, qualora prima dell'operazione la società sia strutturata in gruppo, lo spin-off si manifesterà esclusivamente in una distribuzione di azioni della sussidiaria agli *shareholders* della casa madre e in una conseguente quotazione delle stesse sul mercato. Mentre, se prima della transazione la *parent company* consta di una struttura a SBU, essa avrà l'obbligo di costituire una specifica entità legale per la sussidiaria prima di intraprendere la distribuzione delle sue quote azionarie.

In Italia, lo spin-off è assimilabile alla fattispecie della "scissione", regolamentata all'interno del Codice Civile. Differentemente da quanto stabilito nell'ordinamento statunitense, in questo caso è prevista anche la separazione parziale della BU, non è legalmente obbligatoria l'assegnazione proporzionale delle azioni e la decisione di quotazione del business scisso a seguito dell'operazione dipende dalla discrezionalità degli amministratori.

Dal punto di vista della tassazione, invece, mentre in Italia l'operazione è *tax free*, negli Stati Uniti affinché risulti neutrale è necessaria la sussistenza di specifiche condizioni stabilite all'interno della sezione 355 dell'IRC (*Internal Revenue Code*). Ad esempio: lo spin off deve essere usato per trasformare le entrate ordinarie da dividendo per gli azionisti in *capital gain*, deve avere una valida finalità di business, deve sussistere una quota di controllo della sussidiaria di almeno l'80%, la *parent* e la BU devono presentare un'operatività attiva in quello specifico business da almeno cinque anni.

Infine, la scelta di attuazione dello spin-off presenta ripercussioni anche sotto l'**aspetto contabile**.

Nell'ambito degli US GAAP tale operazione è ricompresa nelle c.d. *discontinued operations* della *parent company*, la cui valutazione deve basarsi sul *book value* degli *asset* distribuiti e il cui trattamento deve essere assimilato a quello di una sorta di dividendo. Con riferimento al bilancio della *subsidiary*, inoltre, poiché non si genera alcuna voce attribuibile ad avviamento, i conti sono riportati al costo storico senza necessità di aggiustamenti al *fair value*.

Per quanta riguarda i principi IFRS, d'altra parte, contrariamente a quelli statunitensi non stabiliscono nuove disposizioni o metodi per identificare e misurare gli effetti contabili di uno spin-off, ma richiamano i dettami generali della loro disciplina. In particolare, fanno riferimento ai principi stabiliti per le varie forme di vendita o abbandono di attività di business, ovvero a tutte

quelle operazioni che possono essere definite "*business reorganizations*". Per questo, in conformità a quanto stabilito nelle sezioni 27 e 35 IAS, la sussidiaria non deve essere più inserita nel bilancio consolidato dal momento in cui si registra una perdita di controllo della casa madre e nel corso dello spin-off devono essere effettuati tutti gli aggiustamenti necessari rispetto al valore contabile dei suoi *asset*.

Per rendere ancor più chiara e completa l'analisi rispetto all'argomento oggetto di questo elaborato, nei paragrafi successivi si rileveranno altri importanti elementi di un'operazione di spin-off. In particolare, si approfondiranno alcune riflessioni già accennate sulle conseguenze che si registrano sul mercato dei capitali e si evidenzieranno tutti gli aspetti legati alla *corporate governance* e al *management*.

1.3 Spin-off e mercato

Lo spin-off, rispetto ad altre forme di *corporate reorganization* quali fusioni, OPA e disinvestimenti, comporta una più agevole possibilità di stima preventiva e di valutazione *post* della risposta del mercato. Ciò accade per almeno tre ordini di motivi:

1) la continuità della proprietà, la quale implica che ogni cambiamento nel valore dell'*equity* generato dall'operazione ricada su un unico *set* di azionisti ordinari;

2) l'assenza di una vendita, la quale comporta che lo *stock price* al momento dell'annuncio non sia influenzato dai prezzi attesi per l'acquisto o la vendita di *asset*;

3) il coinvolgimento di un'unica impresa nella scelta di *reorganization*, il quale rende meno probabile la perdita d'informazioni nel mercato dei capitali, rispetto al caso di uno scambio inter-organizzativo.

Uno degli aspetti più importanti riguardo la risposta del mercato all'operazione di spin-off è rappresentato dall'**effetto annuncio**. In linea generale, esso si riferisce a un cambiamento nel comportamento degli agenti economici, dovuto alle attese legate al provvedimento dichiarato dall'organizzazione, indipendentemente dal fatto che questo sia poi effettivamente attuato o meno.

Nel caso specifico, numerose analisi empiriche dimostrano che la conseguenza primaria sul mercato dei capitali al momento dell'annuncio di uno spin-off è il manifestarsi di rendimenti positivi anomali sullo *stock price* della *parent firm*. Infatti, prendendo a riferimento i ventisei più autorevoli *event studies* effettuati in relazione allo *spin-off announcement*, nel periodo di analisi impiegato dai

ricercatori il ritorno medio generatosi sulle azioni ammonta a circa il 3,02%[17]. Di seguito sono presentati gli ulteriori dati rilevanti.

Figura 1.4 – Statistiche principali riguardo gli abnormal return dei ventisei event studies più autorevoli

Mean	3.02%
Standard deviation	1.90
Median	2.90
Maximum	7.80%
Minimum	-5,29%
Number of positive observations	67
Total number of observations	69

Fonte: Veld, Veld-Merkoulova (2009)

Figura 1.5 – Dati sui ventisei event studies più autorevoli riguardo l'effetto annuncio

	Study	Country	Research period	Observations	Event window	Cumulative average abnormal return (%)
1	Schipper and Smith (1983)	US	1963-1981	93	(-1,0)	2.84***
2	Hite and Owers (1983)	US	1963-1981	123	(-1,0)	3.3***
3	Miles and Rosenfeld (1983)	US	1963-1980	55	(0, 1)	3.34***
4	Rosenfeld (1984)	US	1963-1981	35	(-1,0)	5.56***
5	Copeland et al. (1987)	US	1962-1982	188	(-1,0)	3.03***
6	Denning (1988)	US	1970-1982	42	(-6,6)	2.58[n.r.]
7	Seifert and Rubin (1989)	US	1968-1983	51	(-1,0)	3.26***
8	Ball et al. (1993)	US	1968-1990	39	(-1,0)	2.55[n.r.]
9	Vijh (1994)	US	1964-1990	113	(-1,0)	2.90***
10	Allen et al. (1995)	US	1962-1991	94	(-1,0)	2.15***
11	Michaely and Shaw (1995)	US	1981-1988	9	(-1,1)	3.19[n.r.].
12	Slovin et al. (1995)	US	1980-1991	37	(0, 1)	1.32**
13	Seward and Walsh (1996)	US	1972-1987	78	(-1,0)	2.6***
14	Johnson et al. (1996)	US	1975-1988	104	(-1,0)	3.96***
15	Daley et al. (1997)	US	1975-1991	85	(-1,0)	3.4***
16	Desai and Jain (1999)	US	1975-1991	144	(-1,1)	3.84***
17	Krishnaswami and Subramaniam (1999)	US	1978-1993	118	(-1,1)	3.28***
18	Mulherin and Boone (2000)	US	1990-1999	106	(-1,1)	4.51***
19	Maxwell and Rao (2003)	US	1976-1997	79	(0, 1)	3.59***
20	Veld and Veld-Merkoulova (2008)	US	1995-2002	91	(-1,1)	3.07***
21	Kirchmaier (2003)	Western Europe	1989-1999	48	(-1,1)	5.4***
22	Veld and Veld-Merkoulova (2004)	Western Europe	1987-2000	156	(-1,1)	2.62***
23	Sudarsanam and Qian (2007)	Western Europe	1987-2005	157	(-1,1)	4.82***
24	Murray (2000)	UK	1992-1998	25	(-1,1)	-0.19
25	Schauten et al. (2001)	UK	1989-1996	23	(-1,1)	2.13[n.r.]
26	Sin and Ariff (2006)	Malaysia	1986-2002	85	(-1,0)	1.80*

[n.r.]Significance level is not reported for this event window; ***significance at the 1% level; **significance at the 5% level; *significance at the 10% level.

Fonte: Veld, Veld-Merkoulova (2009)

[17] Veld, Veld-Merkoulova, "Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence", International Journal of Management Reviews, 2009.

Per comprendere più approfonditamente l'incremento di ricchezza degli azionisti provocato da questa tipologia di disinvestimento, è opportuno fare riferimento a una delle prime e più importanti analisi empiriche riguardo all'effetto annuncio, ovvero quella di Miles e Rosenfeld (1983)[18], la quale pur essendo datata riesce a cogliere in maniera molto evidente l'effetto preso in esame.
Essa analizza l'andamento del prezzo di cinquantacinque titoli nell'intorno dell'*announcement day* e, in particolare, poiché impiega il metodo del rendimento medio aggiustato, esamina sia il c.d. "*comparison period*" sia l' "*observation period*". Infatti, considerando che il giorno 0 corrisponde al primo giorno di negoziazione precedente alla pubblicazione dell'annuncio sul *Wall Street Journal*, il "*comparison period*" va dal giorno -240 al -121 ed è impiegato per calcolare il valore del rendimento giornaliero da utilizzare per il computo di quello atteso nell' "*observation period*", il quale, invece, si estende dal giorno -120 al +60. Gli indicatori utilizzati per la determinazione dei rendimenti sono l'AAR (*Average Adjusted Return*) e il CAAR (*Cumulative Average Adjusted Return*), così calcolati:

$$\mathrm{AAR}_d = \frac{\sum_{i=1}^{n} e_{id}}{n}$$

n = numero di titoli compresi nel campione
e_{id} = rendimento aggiustato per il titolo i nel giorno d
AAR_d = Average Adjusted Return al giorno d

$$\mathrm{CAAR}_d = \sum_{k=-120}^{d} \mathrm{AAR}_k$$

I risultati ottenuti, a dimostrazione degli *abnormal returns* legati all'annuncio, vedono per tutti i 181 giorni di osservazione, un CAAR del 22,1% e dei significativi AARs a partire dal giorno 0 a quelli immediatamente successivi, in particolare il +1. In seguito ad esso, tali rendimenti fluttuano in maniera casuale in relazione al rapido inglobamento di tutte le informazioni riguardo lo spin-off all'interno dello *stock price*, dimostrando un livello di efficienza semi-forte del mercato riguardo a tale evento. Inoltre, dal giorno -120 al -11 il CAAR si attesta intorno ad una percentuale media del 13,42%, di cui più della metà riferibile al periodo da -120 a -61.

[18] Miles, Rosenfeld, "The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth", The Journal of Finance, 1983.

Figure 1.6 e 1.7 – AARs e CAARs nei principali intervalli temporali legati all'annuncio

DAY	AAR	CAAR
−120	−0.0014	−0.0014
−110	−0.0025	−0.0017
−100	0.0019	0.0069
− 90	0.0022	0.0226
− 80	0.0023	0.0470
− 70	−0.0011	0.0583
− 60	0.0056	0.0799
− 50	0.0006	0.0935
− 40	0.0095	0.1231
− 30	0.0026	0.1166
− 20	0.0024	0.1362
− 10	0.0002	0.1340
− 9	0.0002	0.1362
− 8	0.0047	0.1409
− 7	0.0017	0.1420
− 6	−0.0004	0.1422
− 5	−0.0032	0.1390
− 4	0.0031	0.1422
− 3	0.0095	0.1516
− 2	0.0107	0.1623
− 1	0.0042	0.1665
0	0.0082	0.1747
1	0.0252	0.1999
2	0.0036	0.2035
3	0.0042	0.2077
4	−0.0048	0.2030
5	0.0060	0.2090
6	0.0056	0.2147
7	−0.0042	0.2105
8	−0.0030	0.2075
9	0.0027	0.2102
10	0.0001	0.2103
20	0.0063	0.2143
30	−0.0024	0.1948
40	0.0023	0.2018
50	0.0105	0.2192
60	−0.0033	0.2214

Cumulative Average Adjusted Returns over Selected Intervals

Interval	CAAR	*t*
−120 through +60	0.2214	4.546**
−120 through −61	0.0743	2.653**
− 60 through −11	0.0596	2.328*
− 10 through − 1	0.0326	2.860**
− 10 through +10	0.0764	4.602**
0 through + 1	0.0334	6.549**
+ 2 through +10	0.0104	0.963
+ 11 through +60	0.0111	0.434

* Significant at the 5% level.
** Significant at the 1% level.

Fonte: Miles, Rosenfeld (1983)

Gli autori mettono, inoltre, in evidenza una differenza di risultato in relazione alla dimensione dello spin-off. Infatti, sulla base dei dati rinvenibili nel campione, i *large spin-off*, che si riferiscono allo scorporo di una sussidiaria con un *equity market value* almeno pari al 10% del valore di mercato delle azioni ordinarie dell'organizzazione, mostrano un CAAR del 30%, attribuibile principalmente all'intervallo dei 110 giorni precedenti l'operazione; mentre gli *small spin-off* in cui la *subsidiary* presenta un *market value* più basso del 10% del valore dell'*equity* dell'organizzazione, mostrano dei CAARs statisticamente rilevanti esclusivamente nell'intervallo tra il giorno 0 e il +1, generando dunque dei minori effetti in termini di *shareholders wealth*. Il cambiamento *post* annuncio degli AARs nei *large spin-off*, così come quello negli *small spin-off*, può derivare da errori di classificazione che pregiudicano i rendimenti, poiché non basati sul *market value* reale.

Prendendo in considerazione il contributo di Schipper e Smith[19], il guadagno ottenuto dagli azionisti per mezzo dell'annuncio può essere fatto risalire prevalentemente ad alterazioni generate

[19] Schipper, Smith, "Effects of recontracting on shareholders wealth – The case of voluntary spin-offs", Journal of Financial Economics 12, 1983.

nei contratti del portafoglio organizzativo. Tra questi, gli autori fanno particolare riferimento a: 1) quello tra *bondholders* e *shareholders*; 2) quello tra *shareholders* e organi regolatori; 3) quello tra manager e *stockholders*. Nel primo caso, il maggior vantaggio registrato sul mercato per gli azionisti sarebbe da imputare al trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti, già accennato in precedenza; nel secondo esso, invece, dipenderebbe da un alleggerimento dei vincoli regolamentari e fiscali, realizzabile per mezzo dello scorporo; mentre, nel terzo caso il maggior valore deriverebbe da una più elevata produttività del management, legata alla specializzazione.

Da qui è possibile, dunque, rilevare delle importanti evidenze empiriche:

- *abnormal returns* inferiori per gli spin-off non *tax-free*;
- rendimenti più elevati per gli spin-off che generano vantaggi fiscali o regolamentari;
- incremento della *shareholders wealth* maggiore in caso di scorporo di sussidiarie *unrelated* rispetto alla casa madre.

Da queste ultime affermazioni risulta, quindi, fondamentale valutare le differenze nell'intensità degli effetti generati dall'annuncio di spin-off e le loro motivazioni.

Chammanur e Yan[20] si concentrano sull'entità dei benefici privati del controllo a favore dell'*incumbent firm*, affermando che sia qualora questi siano elevati sia quando siano bassi, l'azienda riscontra dei ritorni positivi sul mercato.

Nel momento in cui il mantenimento della sussidiaria è vantaggioso, ma il livello di ricchezza della casa madre è basso, quest'ultima decide di eseguire lo spin-off per rendere gli investitori consci del suo effettivo valore e far in modo che la loro valutazione si aggiusti verso l'alto, nell'ottica di una migliore gestione a seguito dell'operazione. Quando, invece, i benefici del controllo sono bassi, la *parent company* attraverso lo spin-off cede lo stesso al management divisionale, rendendo il mercato capace di aspettarsi una crescita dei *cash-flow* e una futura possibilità di *takeover*. In entrambi i casi, dunque, l'*announcement effect* è positivo ed è tanto maggiore quanto più è elevata la probabilità dell'esistenza di un nuovo *management team* con abilità più confacenti alle caratteristiche della BU.

Un diverso impatto sull'entità dei rendimenti anomali generati con l'effetto annuncio è, poi, imputabile agli obiettivi che le aziende intendono perseguire attraverso tale operazione di disinvestimento. Infatti, accade che, quando l'organizzazione intenda incrementare *l'industrial focus*, perseguire vantaggi fiscali o regolatori e, come detto in precedenza in relazione allo studio di Rosenfeld e Miles, goda di una dimensione rilevante, il livello degli *abnormal returns* risulti più alto rispetto agli altri casi, tra cui ad esempio il *back to basics* e la riduzione dell'asimmetria informativa. In particolare, i livelli di rendimento per gli *shareholders* sono di circa l'1,3% nel caso

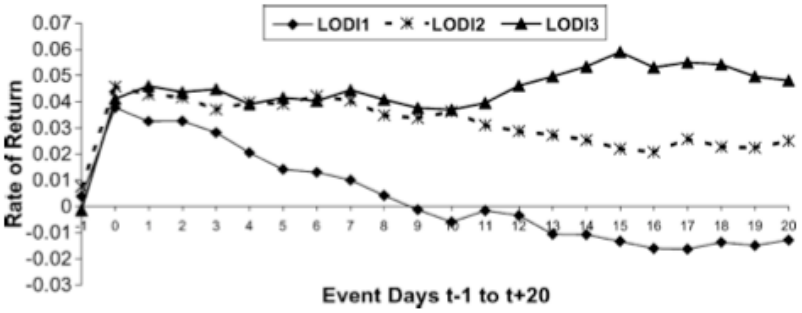
[20] Chammanur, Yan, "A theory of corporate spin-offs", Journal of Financial Economics 72, 2004.

di focalizzazione sul *core business*, si attestano intorno all'1% nel caso di *tax* e *regulatory advantages* e al 2,7% per imprese di grandi dimensioni.

Inoltre, l'*announcement effect* registra dei coefficienti significativamente negativi, intorno al -1,1%, quando l'operazione di scorporo è portata a termine. Infatti, la reazione del mercato, in questa occasione, è meno favorevole rispetto ad operazioni non completate. Una possibile motivazione potrebbe essere legata a un'attesa maggiore da parte degli operatori e ad un *set* informativo ridotto rispetto a quello che accompagna gli spin-off non *completed*.

Wheatley, Brown e Johnson[21] hanno, infine, posto l'attenzione sull'impatto del livello di *disclosure* della sussidiaria *target* nel determinare i rendimenti anomali dell'annuncio sul mercato dei capitali. Essi hanno evidenziato che per imprese con distinti gradi di trasparenza informativa mentre al momento dell'annuncio non si registrano differenze relativamente ai CARs della *parent firm* (circa del 3%), nel periodo successivo si evidenziano degli andamenti significativamente differenti. In particolare, nel caso di $LODI_1$ (Level Of DIsclosure), il più basso, si registra un cambiamento rilevante nell'andamento dei CARs già dal quinto giorno dopo l'annuncio, il quale diventa ancora più forte intorno al decimo; nel caso di $LODI_2$, l'intermedio, il *drift* negativo è più lieve e diviene più significativo intorno al quindicesimo giorno; in ultimo, nel caso di $LODI_3$, il più alto, i rendimenti anomali non registrano alcun cambiamento notevole nell'andamento.

Figura 1.8 – Andamento dei rendimenti della casa madre sulla base del livello di disclosure



Fonte: Wheatley, Brown, Johnson (2005)

Un secondo aspetto rilevante riguardo la risposta del mercato all'operazione di spin-off è legato alla ***performance* di lungo periodo delle azioni**. Numerose ricerche hanno, infatti, dimostrato che fino a un massimo di tre anni dopo l'annuncio di spin-off sia la *parent company* sia la *subsidiary* registrano dei rendimenti anomali significativamente positivi sullo *stock market*. In particolare,

[21] Wheatley, Brown, Johnson, "Line-of-business disclosure and spin-off announcement returns", Review of Quantitative Finance and Accounting, 2005.

secondo Cusatis, Miles e Woolridge[22] tali risultati sarebbero da imputare all'attività di *corporate restructuring* posta in essere a seguito dello spin-off, la quale non potendo essere completamente prevista a monte dagli investitori, genera un maggior valore rispetto a quello stimato e atteso. Gli autori utilizzano due misure della *performance* realizzata dalle aziende, che si fondano sulla c.d. *buy-and-hold investment strategy*: il rendimento puro, calcolato per i diversi orizzonti temporali d'interesse, e il *matched-firm-adjusted return*, la media delle differenze tra i rendimenti *buy-and-hold*[23].

Come è possibile notare nella seguente tabella, sulla base dei parametri impiegati, specialmente durante il secondo anno le *performance* registrate risultano particolarmente elevate.

Figura 1.9 - Rendimenti della casa madre e della sussidiaria per diversi orizzonti temporali dopo lo spin-off (6, 12, 24, 36 mesi)

	Common stock return			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Raw returns	7,70%	19,90%	52%	76%
Matched-firm-adjusted returns	-1%	4,50%	25%	33,60%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Per quanto riguarda la *parent company*, i risultati considerati sono esclusivamente quelli registrati dall'*ex-date*, ovvero la data a partire dalla quale le azioni della casa madre sono scambiate senza più considerare il controllo sulla *subsidiary target*. Come anticipato, si possono evidenziare dei riscontri particolarmente positivi del mercato, nella maggioranza dei casi dovuti al c.d. *takeover premium*, legato alle operazioni straordinarie che vengono realizzate principalmente nel secondo anno successivo allo spin-off.

[22] Cusatis, Miles, Woolridge, "Restructuring through spinoffs: the stock market evidence", Journal of Financial Economics 33, 1993.
[23] Sommatoria delle differenze tra i rendimenti delle due entità separate e quelli delle due entità accorpate.

Figura 1.10 – Rendimenti medi della parent company a partire dall'ex-date

	Firms merged or taken over (PARENT)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	21,80%	42,80%	56,90%	69,60%

	Firms not merged or taken over (PARENT)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	4,40%	7,70%	21,80%	9,90%

	Firms merged or taken over (PARENT - no takeover premium)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	8,60%	19,30%	25,10%	25,20%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Inoltre, il beneficio dell'attività di ristrutturazione si può riscontrare anche con riferimento alle *subsidiaries* che, nel caso siano state sottoposte a fusione o scissione, hanno *performance* superiori rispetto alle altre. Come è possibile notare nella tabella, i migliori risultati si registrano tra il secondo e il terzo anno successivi allo spin-off, proprio perché questo rappresenta il periodo maggiormente favorevole per l'attuazione delle operazioni di finanza straordinaria.

Figura 1.11 – Rendimenti medi della subsidiary dopo lo scorporo definitivo

	Firms merged or taken over (SUBSIDIARY)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	14%	11,80%	61,30%	99,30%

	Firms not merged or taken over (SUBSIDIARY)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	-3,60%	3,30%	18,90%	22,50%

	Firms merged or taken over (SUBSIDIARY - no takeover premium)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	7,70%	1,90%	26,70%	35,60%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Dunque, andando a computare il valore complessivo generato dallo spin-off, considerando l'effetto annuncio e il *market value* della sussidiaria e della casa madre a seguito dell'operazione, il rendimento aggiustato realizzato nei due anni successivi allo spin-off si aggirerebbe intorno al 24%.
Approfondendo la ricerca intrapresa da Cusatis et al., Desai e Jain[24] si sono, invece, concentrati sull'analizzare le differenze nella *performance* di lungo periodo tra gli spin-off *focus-increasing* e quelli *non-focus-increasing*. Essi hanno sottolineato che, nei tre anni successivi allo spin-off, esclusivamente le operazioni generate dalla volontà di incrementare il *focus* sul *core business* presentano dei rendimenti statisticamente rilevanti sullo *stock market*. In particolare, in questi casi accade che il ritorno in termini di *market value* per la *parent* e la *subsidiary* abbinate si aggiri attorno all'11% per il primo anno, al 21% nel secondo e al 33% nel terzo.
Le motivazioni principali che gli autori adducono per garantire una spiegazione all'assenza di *performance* altrettanto rilevanti per i *non-focus-increasing* spin-off, sono da far risalire al fatto che in genere tali operazioni vengono realizzate al fine di ridurre gli alti livelli di debito, superare una condizione di *financial distress* oppure di separare una sussidiaria *underperforming*.
Inoltre, Desai e Jain mettono in risalto la presenza di alcune differenze nei ritorni anomali *post* spin-off, nel caso d'incremento del *focus*, tra la *parent* e la s*ubsidiary*. Infatti, la *performance* sullo *stock market* della sussidiaria è più elevata rispetto a quella della casa madre, probabilmente per il fatto che la prima gode di una dimensione minore e di una maggiore specializzazione.

Figura 1.12 – Rendimenti post spin-off a seconda che sia o meno focus increasing

	POST SPIN-OFF ABNORMAL RETURNS					
	Combined firms		**Parent company**		**Subsidiary**	
	Focus-increasing	Non Focus-increasing	Focus-increasing	Non Focus-increasing	Focus-increasing	Non Focus-increasing
EX+1 to EX+12	11,12%	-0,96%	6,79%	5,79%	22,02%	0,21%
EX+1 to EX+24	20,77%	-7,66%	17,54%	-6,95%	47,69%	8,05%
EX+1 to EX+36	33,36%	-14,34%	25,37%	-10,51%	54,45%	-21,85%

Fonte: Adattamento da Desai, Jain (1999)

Infine, gli studi più recenti su questo tema, si sono concentrati principalmente sulle differenze di risultato secondo i territori di origine delle aziende. Ad esempio, Veld e Veld-Merkoulova (2004), ma anche Sudarsanam e Qian (2007), attraverso le loro ricerche, hanno dimostrato che diversamente da quanto accade per le imprese statunitensi, nel caso di quelle europee è meno

[24] Desai, Jain, "Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs", Journal of Financial Economics 54, 1999.

probabile riscontrare dei ritorni anomali significativi sul mercato a seguito dell'operazione di spin-off.
Analizzati gli aspetti più rilevanti legati alla *performance* di mercato di breve e lungo periodo realizzata da un'organizzazione in corrispondenza di un'operazione di spin-off, si passerà ora a considerare aspetti endogeni all'impresa, ovvero quelli legati alla *corporate governance*.

1.4 Spin-off e *corporate governance*

Un aspetto fondamentale da analizzare nell'ambito dell'operazione di spin-off è sicuramente rappresentato dalla sua relazione con la *corporate governance*. Accade, infatti, che la scelta di scorporo di una sussidiaria e le connotazioni che essa assume siano strettamente correlate con le caratteristiche e i comportamenti del management e degli organi proprietari della società.
Facendo riferimento alla teoria dell'agenzia e alla controversia sul *diversification discount*, è possibile affermare che il management con atteggiamento opportunistico tende a mostrarsi riluttante di fronte alla scelta di attuazione di uno spin-off. Questo accade in quanto, privilegiando il proprio interesse personale, chi gestisce un'azienda preferisce non veder ridotta l'entità degli *asset* sotto il proprio controllo, nonostante in alcuni casi tale operazione, attraverso una diminuzione dello *scope* aziendale, consenta di creare una struttura più efficiente e massimizzante rispetto al caso dell'impresa conglomerata. Le motivazioni addotte dalla letteratura per fornire una spiegazione a tali atteggiamenti sono diverse e tra queste vengono ricomprese:

1. l'*empire building*, ovvero il comportamento con cui il management si dimostra più interessato a espandere la propria *business unit*, gli *staff level* alle sue dipendenze e il valore economico degli *asset* sotto il suo controllo, piuttosto che a implementare e a sviluppare attività che generino benefici per gli azionisti;
2. la riduzione del rischio, la quale si esplica nella diversificazione del portafoglio di attività e di business dell'impresa conglomerata e che il management non riscontrerebbe nel caso di riduzione dell'ambito di gestione;
3. l'*overconfidence*, cioè l'eccessiva fiducia nei propri mezzi e nelle proprie capacità che porta all'attuazione di decisioni non ottimali, dettate prevalentemente dall'istinto;
4. l'inerzia, ovvero la rigidità del management che mantiene una traiettoria di azione già esplorata e per questo portatrice di minore incertezza, piuttosto che esplorare nuovi campi.

Oltre a tali elementi riguardanti la riluttanza del management di fronte ad una decisione di scorporo, esistono delle caratteristiche della *corporate governance* di una società che la rendono più o meno propensa a uno spin-off. Le variabili da prendere in considerazione in questo ambito, possono essere, in particolare, racchiuse in quattro categorie[25]:

1. Struttura della proprietà
2. Caratteristiche del CEO (*Chief Executive Officer*)
3. Struttura del CdA
4. Caratteristiche finanziarie.

Per quanto riguarda la **struttura della proprietà**, le evidenze empiriche dimostrano che l'attuazione di uno spin-off è fortemente influenzata dalla percentuale di azioni detenute da *outsiders*[26]. Accade, infatti, che al crescere della quota di *shares* sotto il controllo di soggetti esterni al *Board* e al *top management* aziendale, la probabilità dello scorporo di una BU aumenti.
In riferimento alle **caratteristiche del CEO**, la variabile ritenuta positivamente correlata con la decisione di *divestment* è la remunerazione. In particolare, nella maggior parte dei casi l'introito dell'Amministratore Delegato di una società che sceglie di attuare uno spin-off è più elevato, in relazione al riconoscimento delle sue maggiori competenze e della qualità migliore delle sue *skills*.
Rispetto alla **struttura del CdA**, è possibile affermare che aspetti rilevanti ai fini di tale *corporate restructuring* sono la dimensione e l'eterogeneità. Per quanto riguarda la prima, molteplici studi hanno dimostrato che *Board* poco numerosi sono più abili nel monitoraggio della gestione e dell'andamento aziendale, mitigano più agevolmente il problema del *free riding* e presentano una maggiore apertura e propensione al dialogo[27]. Tutte queste caratteristiche fanno sì che in generale la scelta di attuazione di uno spin-off si evidenzi in occasione di CdA con dimensioni ridotte.
In riferimento all'eterogeneità sussiste, invece, una relazione positiva con la decisione di attuazione di uno spin-off. Infatti, accade che quando il Consiglio di Amministrazione presenti una differente commistione di generi ed età, nonché amministratori esterni e interni alla realtà aziendale, la propensione al *restructuring* sia maggiore.
Infine, un aspetto da non tralasciare è rappresentato dalle **caratteristiche finanziarie**. In particolare, in caso di spin-off, l'indicatore del *Payout Ratio* (Dividendo/Reddito netto) si presenta

[25] Ahn, Walker, " Corporate Governance and the spin-off decision", Journal of Corporate Finance 13, 2007.
[26] Con questo termine ci si riferisce a soggetti esterni al top management e al CdA.
[27] Yermack, "Higher market valuation of company with small board of directors", Journal of Financial Economics 40, 1996.

come particolarmente basso rispetto agli altri casi e a seguito dell'operazione si registra un miglioramento in termini di *Market-to-Book Ratio*.

Tali evidenze empiriche, dunque, consentono di concludere che, qualora l'organizzazione presenti quelle che sono le caratteristiche della *corporate governance* definita "efficiente" dalla letteratura, ovvero quelle sopra elencate, si registrerà una maggiore propensione all'attuazione di un'operazione straordinaria come lo spin-off, intesa in questo senso come una scelta *value-increasing*.

Oltre agli studi connessi con la teoria dell'agenzia e con la probabilità di attuazione dello spin-off, una parte della letteratura si è, invece, focalizzata sulla composizione strutturale del management della *subsidiary* in un'operazione di questo tipo.

In particolare, procedendo attraverso analisi campionarie, è stato dimostrato che circa il 21% del *top management* della società scorporata attraverso lo spin-off è rappresentato da soggetti esterni, mentre circa il 48% è costituito dai manager della *parent company*[28], piuttosto che da quelli divisionali. Ciò accade poiché le variabili prese in considerazione nella strutturazione del *team* gestionale dello spin-off sono sia l'*expertise firm-specific* del capitale umano, sia l'abilità riguardo la *corporate governance*. Dunque, attraverso la scelta della combinazione suddetta, l'obiettivo dell'organizzazione è di unire le abilità amministrative del *top management* della casa madre, che mancano al management divisionale, con la conoscenza specializzata di quest'ultimo riguardo il business della *subsidiary*.

Un ruolo importante è poi ricoperto dal contributo degli *outsiders* che, apportando nuove *skills*, prospettive e capacità all'interno della società, riducono il rischio di autoreferenzialità e d'inerzia. Sempre in questo ambito, è stato dimostrato che i casi in cui soggetti esterni vengono coinvolti in misura rilevante nel *top management*, sono principalmente quelli che vedono le industrie di appartenenza della *parent* e della sussidiaria, nonché i loro livelli di profittabilità particolarmente discordanti.

La scelta di un corretto *management team* per lo spin-off comporta, inoltre, degli importanti riscontri anche sul mercato. Accade, infatti, che quando vi sia il passaggio di un *top manager* della *parent* alla *subsidiary* oppure si presenti la gestione combinata di un manager divisionale con uno dell'ex casa madre i risultati realizzati siano migliori, specialmente in relazione all'effetto annuncio e al valore di mercato della BU.

Infine, nella maggior parte dei casi si registra un *overlap* tra il management della divisione *target* e quello della *parent*. Ad esempio, nel campione analizzato da Wruck e Wruck, circa il 90% degli

[28] Wruck, Wruck, "Restructuring top management: evidence from corporate spin-offs", Journal of Labor Economics 20, 2002.

spin-off prevedeva la presenza nel *top management* di almeno un *insider* e tra questi il 33% si manteneva in una *top position* in entrambe le società.

Un ultimo aspetto da rilevare, infine, è che solitamente le imprese scorporate a seguito di uno spin-off constano di una maggiore quantità di provvedimenti anti-*takeover* rispetto a organizzazioni comparabili in termini di dimensione e di *industry*[29]. Ciò si verifica in quanto, diversamente da altre operazioni, come ad esempio l'IPO, nello spin-off è il management della *parent company* a definire la struttura di *governance* della sussidiaria, senza la necessità di un appoggio o autorizzazione degli azionisti.

Inoltre, solitamente accade che la casa madre abbia protezioni da scalate ostili inferiori rispetto allo spin-off. Quando tale condizione non si riscontra, però, la *parent* registra significativi ritorni sul mercato sia relativamente all'*announcement effect*, sia riguardo la *performance* operativa successiva all'operazione.

[29]Daines, Kausner, "Agents protecting agents: an empirical study of takeover defenses in spinoffs", Stanford University, 2004.

Capitolo 2 – Il metodo di analisi del caso di spin-off di Ferrari da FCA

Dopo aver ampiamente analizzato la letteratura riguardante l'operazione di spin-off, è opportuno prendere ora in esame le motivazioni della scelta del caso studio che vede coinvolte FCA e Ferrari, nonché le modalità con cui questo verrà esplorato ed esaminato all'interno del capitolo successivo.

2.1 Le ragioni della scelta del caso studio

In riferimento alle ragioni che hanno condotto all'analisi di questa operazione, sicuramente elementi essenziali da considerare sono: l'importanza delle realtà coinvolte, la valenza interna ed esterna dello spin-off, la grande disponibilità di dati e informazioni, nonché l'ampia risonanza prodotta nella stampa sia a livello nazionale che internazionale. FCA rappresenta, infatti, il settimo gruppo automobilistico al mondo, è quotata sul New York Stock Exchange e sulla Borsa di Milano e rappresenta l'apice e la storia del sistema industriale italiano, di cui è stata la principale *holding* per tutto il XX secolo. Ferrari, simbolo dell'eccellenza del *Made in Italy*, è uno dei *brand* automobilistici di lusso più importanti a livello globale, riconosciuto nel 2013 e nel 2014 come il più influente al mondo e con un valore stimato di 4,8 miliardi di dollari (2016)[30].

Il Cavallino, in particolare, gode di fama e prestigio non solo nel nostro Paese, ma anche all'estero, mentre FCA grazie alla sempre più vigorosa politica d'internazionalizzazione, avviata fin dalle origini del Gruppo, si sta ampliando ai fini del raggiungimento di una dimensione globale. Si può ben comprendere, quindi, come l'attuazione della scelta così drastica di separazione abbia prodotto un forte impatto a livello mediatico e abbia scatenato varie ipotesi sul futuro e sulle prospettive di FCA successivamente all'operazione. In particolare, a tale decisione è stata accostata la possibilità di un'uscita progressiva della famiglia Agnelli dal settore delle auto, annunciata anni fa e ribadita più volte da John Elkann[31]. Ciò significherebbe l'allontanamento dal sistema industriale nazionale di una delle più importanti realtà che ne hanno segnato la storia, attraverso un cambio di proprietà che con certezza sposterebbe ulteriormente il *focus* di FCA dal mercato nazionale a quello estero, con rilevanti ripercussioni in termini occupazionali e di investimento. La contropartita dichiarata esplicitamente negli intenti della casa madre consiste, invece, nell'estrinsecazione del reale valore borsistico di Ferrari, l'*asset* più redditizio, prestigioso e amato di FCA, attraverso il passaggio di controllo da Fiat ad Exor e la conseguente opportunità di una rapida corsa del titolo e delle

[30] www.mark-up.it (dati rintracciati dalla classifica sui top brand 2016 stilata da Brand Finance).
[31] Plateroti, "Se il mercato scommette sul nuovo piano industriale", Il Sole 24 Ore, 10 Settembre 2014.

performance commerciali nel mercato statunitense e in quello nazionale. Ciò che, in sostanza, tale spin-off avrebbe l'obiettivo di realizzare è mantenere in Italia il controllo della Ferrari e trasformare la Fiat in azienda globale, ampliando il numero di soci e di mercati d'influenza[32].

Inoltre, in relazione alla possibilità di un cambio al vertice, lo spin-off gode di una straordinaria rilevanza oltre che in termini macro, rispetto ai mercati in cui andrebbe a concentrarsi la strategia di FCA, anche in termini d'impatto esterno sull'intero comparto *automotive*. Infatti, già a partire dalla quotazione sul New York Stock Exchange, si è resa evidente la volontà di FCA di sfruttare tale mercato non solo per la sua importanza in termini di circolazione di capitali, ma anche per la ricerca di un *partner* industriale o di un vero e proprio acquirente. Obiettivo che si è andato via via consolidando nelle fasi successive dell'operazione di scorporo di Ferrari, nelle quali il Presidente John Elkann e l'Amministratore Delegato Sergio Marchionne[33] hanno dichiarato apertamente la volontà di avviare un processo di consolidamento del settore automobilistico. In particolare, nei piani di FCA vi è una forte apertura al dialogo e alla collaborazione con altre aziende del settore, soprattutto al fine della condivisione dei rilevanti investimenti legati alle sempre maggiori esigenze d'innovazione. In quest'ottica un mercato come quello statunitense è in grado di garantire facilità negoziali con le maggiori società automobilistiche, nonché condizioni più favorevoli di contrattazione e di protezione da un eventuale *takeover*.

Riguardo l'impatto interno dello spin-off, la sua importanza si lega essenzialmente alla possibilità di valorizzazione delle due realtà coinvolte attraverso un apprezzamento separato da parte degli investitori. Lo scorporo di Ferrari consente, infatti, di cogliere a pieno il reale valore del suo *brand* e del contributo fornito ai risultati della casa madre, evidenziando punti di forza e di debolezza di entrambe, in un'ottica di miglioramento strategico. Il rischio maggiore assunto è, però, quello di veder rafforzata la posizione della casa di Maranello e, al contrario, di rendere evidenti le criticità di FCA; aspetto questo che sarà successivamente analizzato considerando le *performance* realizzate dai titoli azionari sul mercato, ma anche in termini di vendite, risultati operativi e profitti rilevabili dai *report* aziendali.

In ogni modo, l'entità dell'operazione di spin-off è assai rilevante: il suo valore complessivo si aggira intorno ai 4 miliardi di euro ed essa si accompagna a importanti operazioni di rifinanziamento sia per la casa madre che per la sussidiaria. Le risorse così raccolte consentiranno all'azienda di attuare l'ambizioso piano strategico per il periodo 2014-2018 e gli ingenti investimenti in esso dettagliati, di un ammontare intorno a 48 miliardi di euro.

Da non tralasciare è, poi, l'attualità del tema e la forte attenzione dei *media* su tutte le fasi dell'operazione e sui risultati raggiunti. L'annuncio dello spin-off è, infatti, avvenuto a fine ottobre

[32] Plateroti, "Exor ora corre sul cavallino", Il Sole 24 Ore, 30 ottobre 2014.
[33] www.milanofinanza.it

2014 e il processo di scorporo ha preso effettivamente avvio i primi giorni di gennaio 2016. Essendo le date così recenti, gli esiti sono ancora *in costruendo* e di giorno in giorno è possibile arricchire il bagaglio d'informazioni a disposizione, valutando se effettivamente il caso di Ferrari e FCA può essere considerato "di scuola".

2.2 Variabili analizzate e fonti informative

Per raggiungere l'obiettivo di valutazione e classificazione dell'operazione in relazione alle ipotesi finora espresse in letteratura, all'interno di questo elaborato lo spin-off prescelto come oggetto di studio verrà analizzato a tuttotondo, tenendo sempre a riferimento le teorie riportate nel primo capitolo. In particolare, si descriveranno le caratteristiche dell'operazione, rilevando le sue diverse possibilità di classificazione sulla base delle distinzioni elaborate da Fryges e Wright e dagli autori a essi contemporanei e si analizzeranno gli aspetti legati alla *corporate governance* rifacendosi alle teorie di Ahn e Walker.

Inoltre, si prenderanno in esame tutte le probabili e dichiarate motivazioni che hanno spinto il Consiglio di Amministrazione di FCA a optare per l'attuazione di un'operazione di finanza straordinaria come lo scorporo di Ferrari, sottolineando quali aspetti di natura strategica e finanziaria siano prevalsi. Si studierà, quindi, se effettivamente l'operazione sia stata dettata e/o abbia comportato una rifocalizzazione sul *core business* e, quindi, sia stata fautrice di un miglioramento di *performance* delle unità scisse attraverso la riduzione del *diversification discount* e la chiarificazione al mercato del reale valore delle BU, e se abbia avuto degli effetti in termini d'innovazione per quanto riguarda l'intero settore *automotive*.

Si farà, poi, riferimento a tutti gli aspetti riguardanti gli investitori, specialmente gli azionisti che sono stati coinvolti in prima persona nello spin-off, valutando le implicazioni dirette e indirette generate su di essi dall'operazione in termini di condizioni contrattuali, rendimenti, prezzi, *cash-flow*, dividendi e rischio degli investimenti. Tutto ciò al fine di verificare la sussistenza delle teorie riguardanti l'effetto annuncio e la *performance* azionaria di lungo periodo a seguito dello spin-off per il caso studio prescelto, nonché valutare se questo sia stato accompagnato da prospettive di ulteriori operazioni straordinarie tra cui il *takeover*.

Dunque, la finalità che s'intende perseguire attraverso questa trattazione riguardo lo spin-off attuato da FCA non è meramente descrittiva o esplicativa; piuttosto si vuole esplorare l'operazione anche nei suoi aspetti più incerti, sui quali risultano accese o potrebbero scaturire eventuali questioni, ad

esempio in merito a quanto dichiarato dalla stampa e dagli opinionisti e quanto, invece, sostenuto dall'azienda. In quest'ottica, un aspetto sicuramente da considerare sta nel cogliere le reali motivazioni e attese che hanno condotto alla scelta di scorporo della casa di Maranello. Alcuni[34] sostengono, infatti, che tale operazione sia stata dettata esclusivamente dalla volontà di risanare la situazione debitoria di FCA, che a fine 2015 ammontava a circa 7 miliardi di euro e prevedeva scadenze di cassa per i successivi tre anni intorno a 19 miliardi, utilizzando Ferrari come mezzo di creazione dei *cash flow* necessari e modificando di conseguenza la sua struttura di capitale, attraverso nuove operazioni di rifinanziamento.

Al fine di garantire l'affidabilità dei dati riportati si farà, inoltre, riferimento a fonti autorevoli[35] e il più possibile eque e imparziali.

In particolare, nella descrizione dell'operazione e delle sue principali caratteristiche si guarderà al Prospetto relativo all'IPO del 10% datato 20 ottobre 2015, al Prospetto Informativo della quotazione di Ferrari sul Mercato Telematico Azionario e a tutte le informazioni contenute in uno specifico Comunicato destinato agli investitori, inserito sul sito *Corporate* dell'azienda di Maranello.

Per quanto riguarda l'analisi delle motivazioni, degli obiettivi e delle attese in riferimento allo spin-off, si prenderanno in esame i comunicati aziendali, le dichiarazioni rilasciate dal *top management* e le opinioni degli analisti, per avere un quadro più chiaro e attendibile dell'operazione, senza considerare esclusivamente i soggetti coinvolti in modo diretto. Per fare ciò, si guarderà a tutte le informazioni e comunicazioni presenti sulle principali fonti nazionali e internazionali operanti in ambito finanziario, tra cui Bloomberg, Wall Street Journal, Milano Finanza, The guardian, Reuters, The Economist, Il Sole 24 Ore.

Nell'ambito della valutazione della risposta di mercato si analizzeranno variabili quali gli andamenti dei prezzi e i *trend* dei rendimenti della casa madre e di Ferrari, la loro eventuale variazione legata all'operazione e le sue probabili cause. Nello specifico saranno esaminati i prezzi di chiusura aggiustati giornalieri delle azioni e i rendimenti medi relativi nell'intorno della data di annuncio dello spin-off, in particolare nei giorni immediatamente precedenti e successivi e, impiegando l'approccio di Miles e Rosenfeld, nell'arco temporale che va dal giorno -120 al +60; ciò al fine di valutare l'esistenza dell'a*nnouncement effect* nell'ambito del caso studio prescelto e quantificarne l'entità.

Per quanto riguarda, invece, la *performance* di lungo periodo sullo *stock market* di FCA e di Ferrari e l'impatto sul valore azionario a partire dall'*ex-date*, ci si potrà attenere, vista la vicinanza

[34] Tra questi anche Luca Cordero di Montezemolo, ex presidente di Ferrari, il quale ha dichiarato con tono ironico: "Ferrari è diventata il bancomat di FCA".

[35] Consob, Borsa Italiana, documenti e *report* aziendali, comunicati ufficiali.

temporale dell'evento, esclusivamente ai risultati relativi al periodo massimo dei sei mesi seguenti l'operazione. Infatti, le ultime fasi della stessa hanno avuto luogo i primi giorni di gennaio 2016 e alla stesura dell'elaborato è possibile esclusivamente eseguire delle proiezioni e previsioni per i periodi successivi, tenendo a mente le evidenze empiriche e le teorie sviluppatesi nel corso del tempo riguardo lo spin-off. Per quanto riguarda questi dati si farà specifico riferimento a quanto riportato da Borsa Italiana e dai principali siti di analisi delle quotazioni[36], mentre al fine di studiare gli effetti dello spin-off sulla *performance* organizzativa e sugli investimenti aziendali si prenderanno in esame le più significative relazioni finanziarie della *corporate*, i *sales reports* e gli indici fondamentali di bilancio. In particolare, si analizzeranno *l'Annual Report* 2015, per valutare gli esiti successivi all'annuncio, nonché le Relazioni Finanziarie riguardanti il primo e il secondo trimestre del 2016, per comprendere gli effetti conseguenti al completamento dell'operazione avvenuto a gennaio, con particolare attenzione ai valori dell'EBIT, dei ricavi netti e dell'indebitamento. Infine, sarà possibile considerare i risultati prettamente commerciali legati allo spin-off, facendo riferimento ai *Sales Report* mensili e studiare tutti gli eventuali cambiamenti registrati rispetto alle vendite, anche nella prospettiva di raggiungimento dei *target* previsti nel piano industriale 2014-2018.

2.3 L'approccio di ricerca

Il metodo di analisi dei dati si rifarà principalmente alla statistica descrittiva, con l'obiettivo di studiare tutte le informazioni relative all'operazione e ricavarne dei dati di sintesi, indicatori degli esiti e degli effetti generati sul mercato e sulla gestione interna.

In particolare, si analizzerà il caso studio con un metodo principalmente di tipo quantitativo, in cui attraverso un approccio atomistico si evidenzieranno i legami tra i diversi fattori presi in esame, così da verificarne l'attinenza o meno a quelle che sono le teorie e le conclusioni generali ricavate finora nell'ambito di operazioni come lo spin-off. Il procedimento seguito sarà, quindi, di tipo deduttivo: una volta definiti i tratti tipici e generali di uno scorporo aziendale e messe in evidenza le ipotesi principali sul tema, si guarderà al caso di FCA e Ferrari al fine di evidenziare punti di contatto e di contrasto con quanto dichiarato nella parte teorica, attraverso un'attenta analisi empirica.

[36] Principalmente Yahoo Finance.

In particolare dal punto di vista statistico, i dati principali che saranno analizzati sono gli AARs e i CAARs delle azioni di FCA e di Ferrari negli archi temporali più prossimi all'annuncio, ovvero 0;1, e -10;+100, nonché nel periodo che va da -120 a +60. In questo modo sarà possibile valutare la presenza e computare l'entità degli eventuali *abnormal returns* generati dall'operazione in relazione all'annuncio. Inoltre, sarà preso in esame l'andamento di tali rendimenti anche nel periodo precedente l'*ex-date*. Estendendo, poi, l'orizzonte di analisi ai sei mesi successivi al completamento dell'operazione, si verificherà l'esistenza di un reale incremento del valore azionario nel lungo termine, da cui sarà possibile determinare se effettivamente si sia registrato un apprezzamento dell'*equity* delle due realtà ormai distinte, grazie alla riduzione dell'asimmetria informativa, e dunque un cambiamento nella loro capitalizzazione di mercato (riduzione del *diversification discount* nel caso dell'impresa madre).

Altri dati quantitativi che saranno presi in esame, oltre a quelli azionari, si riferiscono alla *performance* operativa aziendale e alla sua struttura di capitale. Tra questi si farà, ad esempio, riferimento all'EBIT e ai ricavi netti registrati nel Q1 e nel Q2 da FCA e da Ferrari e si confronteranno con i risultati dei periodi precedenti al fine di verificare la sussistenza di eventuali miglioramenti legati alla specializzazione sul *core business*, si analizzerà la struttura del debito così da valutare il cambiamento apportato dalla separazione e l'effetto sugli investimenti e sui margini di cassa legati alle vendite.

Per giungere a conclusioni valide in quest'ambito, occorrerà poi verificare le ragioni che hanno condotto all'attuazione dell'operazione guardando ad aspetti più qualitativi, sempre standardizzati e tipicizzati nell'ambito delle descrizioni teoriche generali. Ci si servirà, dunque, dell'analisi non solo dei principali testi prodotti internamente all'azienda e da parte di analisti e studiosi, ma anche dei più autorevoli articoli di stampa sul tema.

Dove sarà possibile, si azzarderanno delle previsioni su probabili andamenti futuri delle variabili prese in considerazione, facendo ricorso alle tecniche della statistica inferenziale.

Tutto ciò farà luce e chiarirà gli elementi essenziali che hanno portato FCA a prendere tale decisione straordinaria riguardo la sua "gallina dalle uova d'oro", Ferrari; in particolare, sottolineando il "perché" dello spin-off, il "come" questo è stato implementato e i risultati che ha consentito di raggiungere.

Capitolo 3 – Lo spin-off di Ferrari da FCA: l'operazione e i risultati

3.1 Il Gruppo FCA

FCA è una società per azioni di diritto olandese quotata a Milano e a New York, nata il 12 ottobre 2014 dalla fusione di Fiat S.p.A. e Chrysler Group LLC. Fiat S.p.A. è stata attiva esclusivamente dal 1° gennaio 2011 al 12 ottobre 2014, avendo preso vita dallo scorporo da Fiat Group dei business degli strumenti agricoli e industriali, poi confluiti nella nuova Fiat Industrial.
Fiat era stata fondata nel 1899 a Torino con la denominazione Fabbrica Italiana Automobili Torino e già a partire dagli anni '30 aveva iniziato una significativa espansione all'estero. Dai primi anni del 2000 la gestione della società ha registrato una svolta attraverso la nomina di Luca Cordero di Montezemolo come Presidente, di John Elkann come Vice Presidente e di Sergio Marchionne come Amministratore Delegato. Nel 2008 è stato avviato un rilevante processo di trasformazione legato ai cambiamenti nelle caratteristiche del mercato e alla crisi economica globale, con l'obiettivo di ampliare la scala della propria attività e garantirsi in questo modo forza competitiva nel settore di appartenenza. Così nel 2009 Fiat ha intrapreso accordi con Chrysler LLC e ha ottenuto una quota del 20% di FCA US, anche denominata Chrysler Group LLC. L'operazione si è conclusa nel 2014 con l'acquisizione del controllo totale da parte di FCA della sussidiaria FCA US.
Dall'unione delle due realtà suddette si è costituito il settimo gruppo automobilistico al mondo, il quale comprende 15 marchi, ha una presenza industriale in 40 paesi, intrattiene rapporti commerciali in più di 150 nazioni e consta di 84 centri di ricerca e sviluppo.
FCA con i suoi veicoli si rivolge principalmente a un mercato di massa attraverso i *brand* Abarth, Alfa Romeo, Fiat, Fiat Professional, Chrysler, Dodge, Lancia, Jeep e RAM, i quali sono supportati da Mopar, altro marchio del Gruppo, che si occupa di *Customer Care* e assistenza *post*-vendita. Tra le attività dell'azienda vanno ricomprese, inoltre, la progettazione e produzione di vetture di lusso, facenti riferimento a Maserati e, fino allo scorporo definitivo di gennaio 2016, a Ferrari, il settore delle componenti con Magneti Marelli, dei sistemi di produzione industriale con Comau e quello della produzione di elementi in ghisa e alluminio per l'*automotive* con Teksid.
I macrosegmenti operativi di FCA sono, quindi, sei: quattro corrispondono alle *region* geografiche in cui il Gruppo è presente, ovvero NAFTA (USA, Canada, Messico e Caraibi), LATAM (Sud e Centro America), APAC (paesi dell'Asia-Pacifico) e EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa), mentre gli altri operano a livello globale e sono rappresentati dalle Componenti e dai Marchi di lusso.

Figura 3.1 – I brand presenti nelle quattro region definite da FCA

	NAFTA	LATAM	APAC	EMEA
Abarth	X		X	X
Alfa Romeo	X		X	X
Chrysler	X	X	X	X
Dodge	X	X	X	
Fiat	X	X	X	X
Fiat Professional			X	X
Jeep	X	X	X	X
Lancia				X
Ram	X	X		

Fonte: Annual Report 2015 FCA

Per quanto riguarda l'assetto proprietario del Gruppo, i principali azionisti sono Exor S.p.A. con una quota intorno al 29,19% e Baillie Gifford & Co. con circa il 5,27%.

Exor è una società d'investimento il cui 52% del capitale è sotto il controllo della Giovanni Agnelli & Co. S.a.p.az., guidata dai membri delle famiglie Agnelli e Nasi, che si occupa di acquisire, gestire e cedere quote partecipative in società pubbliche e private. Tra i suoi principali investimenti, oltre a FCA, vi sono anche CNH Industrial, Ferrari, Juventus Football Club e Partner Re, nonché partecipazioni in settori diversificati a livello internazionale.

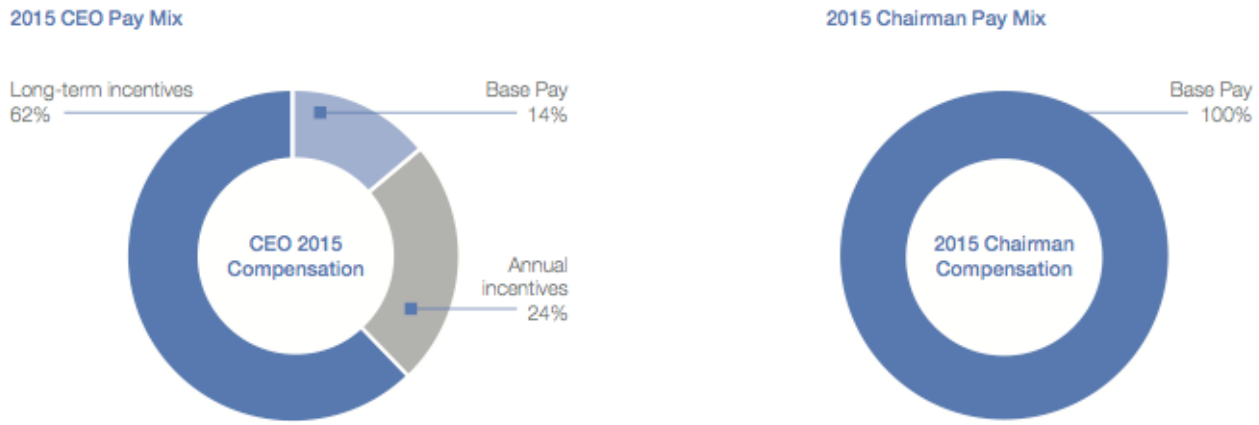
Baillie Gifford & Co. è una società di gestione d'investimenti fondata a Edimburgo nel 1908, oggi gestita da 41 membri sotto forma di *partnership* la quale si occupa di attività per un valore nel complesso superiore a 130 miliardi di sterline.

Dai dati rinvenuti al 31 gennaio 2016, inoltre, circa 280 milioni di azioni FCA, il 22%, sono possedute da investitori statunitensi.

Il Consiglio di Amministrazione del Gruppo è composto da undici membri, tutti responsabili delle scelte strategiche adottate. Di questi due membri sono esecutivi, il Presidente John Elkann e l'AD Sergio Marchionne, e si occupano della gestione quotidiana della società, mentre nove sono non esecutivi e non sono gravati da tale onere. Data la quotazione di FCA sul NYSE e le regole dettate da questo mercato, inoltre, sette degli amministratori sono identificabili come indipendenti.

La remunerazione degli amministratori esecutivi, escluso il Presidente per il quale si prevede solo un salario fisso, si compone di: salario base, remunerazione variabile di breve termine e di lungo termine, schema pensionistico *post* mandato e *benefit* di vario tipo.

Figura 3.2 – Composizione della remunerazione degli amministratori esecutivi



Fonte: Annual Report 2015 FCA

Per quanto riguarda i *bonus* variabili di breve termine, gli obiettivi e le misure di *performance* a essi collegati vengono definiti annualmente e solitamente sono rappresentati dall'EBIT e dal profitto netto aggiustati, nonché dall'indebitamento industriale netto, i quali pesano in misura identica, dunque per un terzo, sul suo valore totale. La remunerazione variabile di lungo termine dipende, invece, da due indicatori tra loro indipendenti, i quali pesano ognuno per il 50% su tale quota di *compensation*: il profitto netto aggiustato e il *Total Shareholder Return* (TSR) relativo. Il valore soglia per ottenere il premio è il raggiungimento dell'80% del *target* per quanto riguarda il profitto netto aggiustato, mentre per il TSR relativo l'obiettivo minimo da raggiungere per FCA è classificarsi nella settima posizione o in una migliore in un *set* di undici imprese comparabili.

La remunerazione degli amministratori non esecutivi, invece, non può dipendere in nessun modo dai risultati finanziari dell'azienda, quindi essi non possono essere inclusi in nessun piano d'incentivazione e non godono di alcuna forma di *variable compensation*. La loro *fee* è fissa e può essere per metà *cash* e in azioni ordinarie FCA o solo in azioni ordinarie e qualora l'amministratore partecipi anche ad altri organi all'interno della società, le ulteriori remunerazioni possono essere garantite solo in forma *cash*.

Figura 3.3 – Remunerazione dei membri del CdA di FCA per l'anno 2015

Directors of FCA	Office held	In office from/to	Annual fee (€)	Annual Incentive[1] (€)	Other Compensation (€)	Total (€)
ELKANN John Philipp	Chairman	01/01/2015 - 12/31/2015	1,802,760	—	128,309[2]	**1,931,069**
MARCHIONNE Sergio	CEO	01/01/2015 - 12/31/2015	3,605,521	6,297,419	126,620	**10,029,560**
AGNELLI Andrea	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	183,240[3]	—	—	**183,240**
BRANDOLINI D'ADDA Tiberto	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	183,240[3]	—	—	**183,240**
EARLE Glenn	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	201,563[3]	—	—	**201,563**
MARS Valerie	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	194,581[3]	—	—	**194,581**
SIMMONS Ruth J.	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	187,821[3]	—	6,220[2]	**194,041**
THOMPSON Ronald L.	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	215,306[3]	—	6,220[2]	**221,526**
WHEATCROFT Patience	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	196,982[3]	—	5,898[2]	**202,880**
WOLF Stephen M.	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	196,982[3]	—	6,220[2]	**203,202**
ZEGNA Ermenegildo	Director	01/01/2015 - 12/31/2015	187,821[3]	—	5,478[2]	**193,299**
Total			**7,155,817**	**6,297,419**	**284,965**	**13,738,201**

Fonte: Annual Report 2015 FCA

La *Corporate Governance* di FCA consta, oltre al CdA, di altri organi: l'*Audit Committee*, composta da quattro membri, di cui almeno tre amministratori non esecutivi, la quale assolve a tipiche funzioni di controllo; la *Compensation Committee,* composta da tre membri, che si occupa di tutti gli aspetti legati al sistema di remunerazione dell'azienda; la *Governance and Sustainability Committee*, composta da tre membri, la quale è responsabile della supervisione sull'attività e sulla composizione del CdA e del monitoraggio sulla sostenibilità delle politiche, pratiche, strategie e *performance* aziendali e, infine, il *Group Executive Council*, un organo alla cui guida è posto l'Amministratore Delegato, il quale si compone di responsabili di funzione e di settori operativi e gode di poteri decisionali in merito alla gestione aziendale.

Al fine della creazione di valore per gli azionisti, inoltre, il Gruppo opera attraverso una strategia basata su un modello di *governance* il più possibile integro e trasparente e su prodotti sicuri e competitivi, intraprende relazioni fondate sullo scambio di apprendimento reciproco con tutti i *partner* e garantisce il massimo rispetto delle comunità locali, dell'ambiente e dei diritti umani.

Oltre agli obiettivi suddetti che si riferiscono al lungo termine, FCA ha definito dal punto di vista più operativo, legato all'orizzonte temporale 2014-2018, quelli che sono i suoi principali *target* strategici nel breve periodo. Nello specifico, il Gruppo intende rafforzare il suo portafoglio di *brand*, con un *focus* particolare su Jeep e sui marchi *luxury* e *premium*, incrementare i propri volumi e consentire una più efficiente gestione dei costi, al fine di un aumento dei margini e di un

miglioramento nella struttura di capitale. Per il 2018 si prevede, quindi, un azzeramento del debito e il raggiungimento di un utile di 5 miliardi e di un fatturato di 132 miliardi. La capogruppo mira a rendere nodo centrale del suo sviluppo Jeep, che offre modelli in grado di generare cassa e finanziare quelli degli altri marchi. Per questo è stata prevista una crescita della produzione di +160%, passando da 735.000 a 1,9 milioni di unità nel 2018, con uno sviluppo più sostenuto negli Stati Uniti e in Cina.

Importanti sono, inoltre, gli investimenti definiti per Alfa Romeo e Maserati. Riguardo Alfa Romeo, l'ammontare stabilito per l'attuazione della strategia *premium* di rilancio del *brand* si aggira intorno a 5 miliardi di euro, con cui si prevede la realizzazione di otto nuovi modelli e la produzione entro il 2020 di 400.000 unità annue[37]. In particolare, la crescita deve essere trainata dagli stabilimenti italiani di Cassino e Mirafiori e la strategia mira a ristrutturare a pieno il marchio dal tipico stile italiano in NAFTA, APAC ed EMEA. Per Maserati, invece, unico restante *brand* di lusso di FCA a seguito dello spin-off, il piano prevede l'impiego di 2 miliardi di euro per la creazione di quattro nuovi modelli e il passaggio da 15.000 a 75.000 pezzi prodotti ogni anno.

Anche in riferimento ai marchi Fiat e Chrysler sono stati previsti degli obiettivi di crescita nella produzione, con *target* per il 2018 rispettivamente di 1,9 milioni e di 800.000 vetture prodotte all'anno. Si è, inoltre, stabilito che Chrysler sarà il *brand* principale del Nord America, con una più ampia gamma di prodotti, e per Fiat si tenderà a effettuare un riposizionamento del marchio nell'area EMEA, in particolare attraverso il modello 500.

Negli obiettivi di FCA vi è, poi, quello di una crescita a livello globale attraverso la localizzazione della produzione per il marchio Fiat in Cina e India, per mezzo di *joint venture*, e per il marchio Jeep in Brasile e Cina, al fine di aumentare le vendite in LATAM e APAC. Inoltre, tra i vari *goal* sono ricompresi anche quello d'incremento delle vendite in NAFTA, attraverso l'offerta di prodotti più competitivi per il mercato, e un aumento delle risorse manifatturiere in EMEA, utili a garantire un maggior potenziale di *export*.

Nel 2014, le *performance* realizzate sono state positive considerando le attese del piano industriale. Le consegne sono cresciute del 6% rispetto all'anno precedente e hanno generato un incremento dei ricavi fino a 96 miliardi di euro, mentre l'EBIT aggiustato e il profitto netto hanno raggiunto rispettivamente i 3,7 miliardi e i 955 milioni. La liquidità disponibile, inoltre, alla fine dell'anno ha raggiunto un valore pari a 26,2 miliardi (crescita di 3,5 miliardi di euro rispetto alla fine del 2013) e l'indebitamento industriale netto è risultato inferiore rispetto ai target con un valore di 7,7 miliardi.

Per quanto riguarda le quattro *region*, nell'area NAFTA le vendite sono cresciute del 15% e in particolare negli Stati Uniti la quota di mercato è passata dall'11,4% del 2013 al 12,4%; in LATAM

[37] Inizialmente gli obiettivi per il marchio Alfa Romeo erano stati definitivi per il 2018, ma nel 2016 sono stati rinviati al 2020.

i risultati sono stati positivi ma inferiori rispetto all'anno precedente a causa di una riduzione della domanda che non ha comunque intaccato la posizione di *leadership* in Brasile e non ha impedito un incremento della quota di mercato in Argentina; in APAC si sono registrati rilevanti guadagni grazie alla crescita dei volumi e l'area EMEA ha mostrato i primi segni di ripresa.
Per quanto riguarda l'anno 2015 e i primi sei mesi del 2016 le *performance* organizzative saranno analizzate in seguito in relazione ai risultati dello spin-off, così come sarà fatto anche per quelle azionarie che, inoltre, terranno conto del periodo del 2014 in cui è stato effettuato l'annuncio dell'operazione.
In termini di *Corporate Social Responsibility,* nel 2016, per l'ottavo anno consecutivo FCA è stata inclusa nel *Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*, il quale racchiude le aziende migliori nella spinta verso un'economia circolare, che avviene attraverso iniziative in merito all'ambiente, alla socialità, ma anche ad ambiti più economici come la gestione del *brand* e della catena del valore. Il Gruppo è stato, poi, inserito nel *Climate Performance Leadership Index (CPLI)*, per la sua attenzione e il suo impegno rispetto al cambiamento climatico ed è stato premiato con il *Best Employers for Healthy Lifestyles Gold Award* negli Stati Uniti. Lo stabilimento di Melfi ha ottenuto il prestigioso riconoscimento *Special Award Original Equipment Manufacturing: SMART Digital Operations 2016*, il *car-sharin*g ENJOY ha registrato più di 420.000 iscritti, per oltre 5 milioni di noleggi in Italia ed è stata recentemente annunciata un'importante *partnership* con Google per il progetto di guida autonoma.

3.2 Ferrari

Come FCA, Ferrari è una società per azioni di diritto olandese quotata a Milano e a New York. L'azienda è stata fondata nel 1947 a Maranello da Enzo Ferrari con il nome Auto Costruzioni Ferrari, anche se molto spesso la sua nascita si fa risalire al 1929, anno di fondazione della Scuderia a Modena. Il Gruppo Fiat nel 1969 ne acquisì il 50% e alla morte del fondatore, nel 1988, la quota azionaria controllata si è accresciuta fino al 90%, mentre il restante 10% è rimasto nella mani di Piero Ferrari, figlio di Enzo. Nel 2006, il 5% dell'azienda è stato acquistato dalla Mubadala, una finanziaria degli Emirati Arabi che ha, tra l'altro, promosso la costruzione del più grande parco a tema del mondo, il Ferrari *World*. Tale quota è stata, però, riacquisita nel corso del 2010 da Fiat e tre anni dopo Ferrari S.p.A. è stata incorporata nella società di diritto olandese New Business Netherlands N.V., rinominata Ferrari N.V. alla quotazione sul NYSE, avvenuta il 21 ottobre 2015.

La Casa di Maranello possiede uno dei marchi *leader* del lusso nel mondo e oltre a produrre vetture di prestigio e sportive di alta fascia, si occupa anche di auto da corsa, che le hanno consentito nel tempo di essere la società più titolata nel Campionato del Mondo di Formula 1 e una delle più vincenti negli altri campionati per vetture sportive. L'azienda ha, oggi, il suo centro di progettazione e produzione a Maranello, da cui le auto vengono distribuite in più di 60 mercati, attraverso una rete di 178 rivenditori autorizzati in 199 punti vendita.

La strategia adottata da Ferrari è quella della produzione a volume ridotto, in grado di garantire l'unicità e l'esclusività delle sue vetture e far in modo che ognuna di esse rappresenti per design, innovazione, stile di guida e prestazioni, la forma più eccellente del *Made in Italy*.

I mercati in cui l'azienda opera sono suddivisi essenzialmente in quattro macro-aree: EMEA, Americhe (USA, Canada, Messico, Caraibi, Centro e Sud America), Grande Cina (Cina, Hong Kong e Taiwan) e resto dell'APAC (si riferisce principalmente a Giappone, Australia, Singapore, Indonesia e Corea del Sud). L'area EMEA rappresenta il mercato principale con una percentuale del 44% delle consegne totali, seguita dalle Americhe con il 34,5%, la Grande Cina detiene una quota dell'8% mentre il resto dell'APAC del 14%[38]. Negli ultimi anni, data la significativa crescita economica riscontrata nelle economie emergenti, la società ha avviato una forte espansione in Medio Oriente, Cina, Giappone e resto dell'Estremo Oriente, riducendo invece le consegne nelle Americhe e ancora di più in Europa. Dal 2002 è stata, inoltre, attivata una forte politica di *branding* che, dopo l'inaugurazione del primo Ferrari *Store* a Maranello, ha portato alla costituzione di più di trenta punti vendita in tutto il mondo, di cui 12 di proprietà e 25 in *franchising*, i quali si occupano di commercializzare beni di lusso e *lifestyle* con il marchio aziendale. L'attività promozionale e gli investimenti di marketing del Cavallino si concentrano in particolare sul Campionato di Formula 1, nonostante i risultati non entusiasmanti degli ultimi anni.

In riferimento all'assetto proprietario, nella fase antecedente lo spin-off il 90% delle azioni Ferrari era di proprietà di FCA e il restante 10% era posseduto da Piero Ferrari, figlio del fondatore dell'azienda. Come si vedrà in seguito, successivamente all'operazione, Exor, in qualità di principale azionista della casa madre, ha assunto una quota rilevante del Cavallino mentre Piero Ferrari ha mantenuto la sua partecipazione iniziale.

Per quanto riguarda la *Corporate Governance*, precedentemente allo spin-off Ferrari era organizzata come previsto per il Gruppo FCA nel suo complesso e in seguito all'operazione non ha visto mutare in misura sostanziale il suo assetto in questo ambito, tranne che per il numero di membri del CdA. Infatti, prima dell'operazione di scorporo dalla casa madre, il *Board* era composto da otto membri, di cui due esecutivi e sei non esecutivi, mentre sulla base della delibera

[38] Dati rintracciati sull'Annual Report 2015 e quindi risalenti al 31/12/2015.

dell'Assemblea degli azionisti del 15 aprile 2016 sono stati rieletti i vecchi amministratori e ne sono stati nominati altri cinque non esecutivi, tra cui John Elkann.

La remunerazione degli amministratori esecutivi si compone come previsto nel caso di FCA sia di componenti fisse che di componenti variabili, mentre per quelli non esecutivi è prevista una retribuzione annuale di $200.000, a cui vanno aggiunte le ulteriori *fee* legate alla partecipazione agli altri organi di *governance* presenti all'interno dell'azienda. Questi ultimi sono identici a quelli di FCA e ricoprono le medesime funzioni. Dunque, anche all'interno di Ferrari si riscontrano l'*Audit Committee* e la *Compensation Committee,* entrambe composte da tre membri, la *Governance and Sustainability Committee*, composta da quattro membri e il *Group Executive Council*.

Come anticipato, la strategia di Ferrari consiste nel mantenere relativamente basso il numero di auto prodotto annualmente, al fine di garantire l'esclusività di ogni vettura, utilizzare tecnologie il più possibile all'avanguardia e limitare eventuali impatti negativi legati alla volatilità delle vendite. Per questo anche per il periodo 2014-2018 è previsto il mantenimento di 7.000 auto prodotte all'anno, con un possibile aumento graduale fino a 9.000 per il 2019, connesso alle opportunità che potrebbero crearsi nei mercati emergenti. Inoltre, Ferrari non intende in nessun modo imitare *competitors* come Porsche, Bentley e Lamborghini che stanno ampliando le loro linee di prodotto con SUV a elevate *performance*, mantenendo la sua strategia focalizzata sul mercato di nicchia delle auto sportive e di lusso. L'azienda ha, poi, previsto per l'orizzonte temporale del piano industriale la necessità di un forte *focus* sull'accrescimento del valore del *brand* e un obiettivo di redditività di oltre il 15% dei ricavi per il 2018.

Nel 2014 Ferrari ha venduto 7.255 automobili in tutto il mondo, in rialzo rispetto alle 7.000 del 2013, segnando una crescita delle vendite in particolare nelle Americhe, ma anche nella Grande Cina e nel resto dell'APAC e registrando un calo nella zona EMEA. I ricavi netti sono cresciuti del 18%, raggiungendo circa 2,8 miliardi di euro, così come l'EBIT e il profitto netto che hanno segnato un aumento intorno al 7%. Il tutto in linea con gli obiettivi che la società si è prefissata di raggiungere per il 2014-2018.

Anche in riferimento a Ferrari i risultati operativi e quelli registrati sui mercati nell'anno 2015 e nei primi sei mesi del 2016 saranno analizzati in seguito in merito agli esiti dello spin-off.

Dal punto di vista della *Corporate Social Responsibility*, la società di Maranello è molto attenta a promuovere una cultura e un ambiente di sostenibilità, in grado di assicurare il benessere dei suoi *stakeholder* nel lungo termine. Particolarmente importanti sono gli investimenti degli ultimi anni per l'impiego di sistemi di produzione *eco-friendly*, per l'utilizzo di energie rinnovabili e per la riduzione delle emissioni delle sue automobili. Ferrari è, inoltre, particolarmente avanti nell'ottemperare ai requisiti previsti per la *deadline* del 2020.

L'ottica alla sostenibilità si riscontra anche nell'ambito dell'ambiente di lavoro e dell'attenzione nei confronti dei dipendenti, come nel caso del programma *Onsite Wellness "Formula Benessere"* legato alla prevenzione da malattie e alla salute delle persone Ferrari e delle loro famiglie.

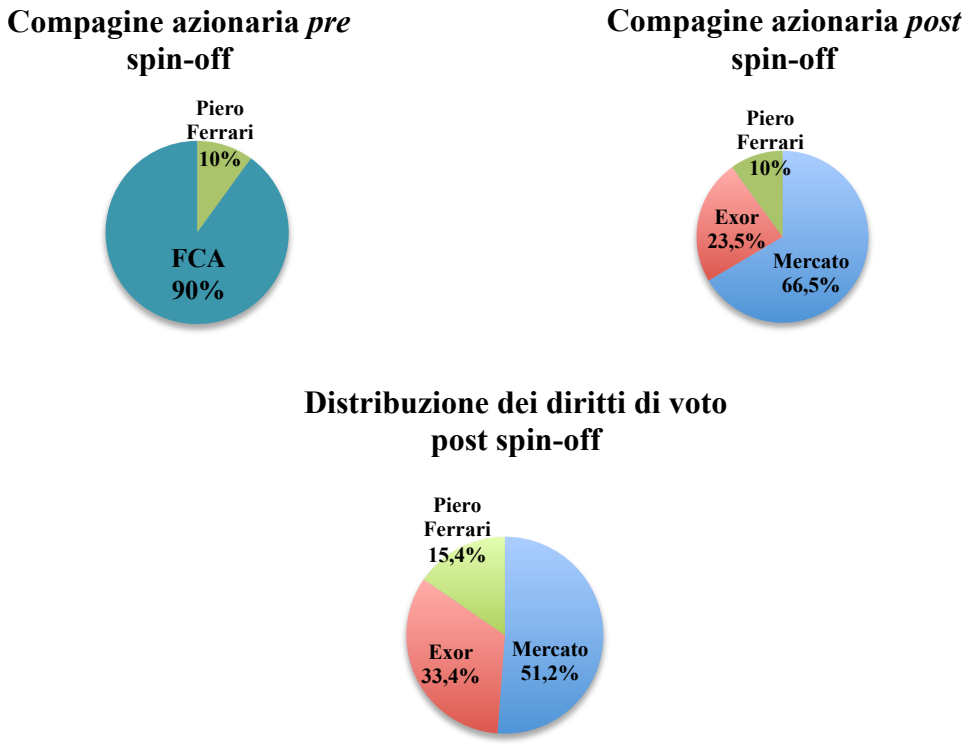
3.3 Caratteristiche e principali implicazioni dell'operazione

Per quanto riguarda nello specifico l'operazione di spin-off, il processo di separazione ha preso avvio il 24 maggio 2013, data in cui Ferrari S.p.A. è stata incorporata nella società di diritto olandese New Business Netherlands *N.V.*. L'annuncio è, invece, avvenuto il 29 ottobre 2014, quando il Consiglio di Amministrazione di FCA ha dichiarato apertamente la sua volontà di scorporo del business Ferrari dalla dipendenze della casa madre. Nella metà di ottobre dell'anno successivo la società di Maranello ha fatto richiesta di quotazione delle proprie azioni ordinarie presso il New York Stock Exchange (NYSE) e ha depositato il prospetto informativo definitivo dell'IPO del 10% delle *outstanding shares* di Ferrari *N.V.*, nuova denominazione nel frattempo assunta da New Business Netherlands *N.V.*; operazione il cui valore è stato stimato in circa un miliardo di euro. Il debutto a Wall Street del Cavallino è, quindi, avvenuto il 21 ottobre 2015 e ha previsto il collocamento di 100 milioni di azioni FCA (di cui 35 milioni di azioni proprie e 54 di azioni a reintegrazione del capitale cancellato a seguito dell'esercizio del diritto di recesso dei soci Fiat), nonché l'emissione di un *bond* convertendo del valore di circa 2 miliardi di euro.
Il 3 dicembre 2015 l'assemblea dei soci FCA riunitasi ad Amsterdam, ha inoltre stabilito in via definitiva lo scorporo di Ferrari dalla casa madre con il 99,8% di voti a favore e la quotazione delle azioni ordinarie della casa di Maranello sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Lo spin-off è stato, dunque, completato il 3 gennaio 2016, le azioni FCA hanno incorporato il valore di Ferrari fino al 31 dicembre, mentre a partire dal 4 gennaio hanno iniziato ad essere scambiate *ex*-Ferrari sia a New York sia a Milano.
Inoltre, il 5 gennaio 2016, *record date* dell'operazione, gli azionisti di FCA hanno ricevuto un pagamento in contanti di 0.01 Euro per ogni azione detenuta, il quale è stato accreditato, al netto di ogni ritenuta fiscale applicabile, il 13 gennaio 2016. Tale *cash-flow* corrisponde al valore nominale di ogni titolo azionario emesso in una fase intermedia della separazione prevista dal diritto olandese che comporta, successivamente all'emissione di azioni *ad interim*, il loro riscatto e, quindi, la necessità di un pagamento nei confronti degli *shareholders*. Tale *step* si riferisce all'operazione iniziale di ristrutturazione con la quale è stata instituita Ferrari *N.V.* come nuova *holding company*

della casa di Maranello.

Prima dello spin-off, le azioni di Ferrari erano per il 90% di proprietà di FCA e per il 10% di Piero Ferrari; con lo scorporo definitivo la partecipazione dell'80% rimasta nelle mani della casa madre a seguito dell'IPO sul NYSE è stata distribuita su base *pro-quota* agli azionisti e ai proprietari di obbligazioni convertibili. In particolare il meccanismo di assegnazione prevedeva l'attribuzione di un'azione Ferrari ogni dieci FCA per gli *shareholders* e il conferimento di 0.77369 azioni ordinarie Ferrari per ogni obbligazione convertibile FCA. In questo modo, Piero Ferrari ha mantenuto una quota del 10% del capitale sociale, a cui corrisponde circa il 15,4% dei diritti di voto, mentre Exor S.p.A., *holding* della famiglia Agnelli, detiene oggi il controllo del 23,5% dell'*equity* e di circa il 33,4% dei diritti di voto.

Figura 3.4 – Cambiamenti nell'assetto proprietario di Ferrari e attuale distribuzione dei diritti di voto



Fonte: Elaborazione personale

A dicembre 2015, inoltre, Exor e Piero Ferrari hanno sottoscritto un patto parasociale ai fini di blindare il controllo della casa di Maranello. Esso prevede un impegno di consultazione per la definizione e l'esercizio di una posizione comune sui punti all'ordine del giorno nelle Assemblee degli azionisti, un diritto di prelazione a favore di Exor e un diritto di prima offerta per Piero

Ferrari, nel caso in cui quest'ultimo decidesse di cedere le sue quote[39].

Secondo la classificazione prevista da Fryges e Wright, inoltre, l'operazione di scorporo attuata da FCA rappresenta un caso di ***corporate spin-off*** **puro** di tipo *restructuring*. Essa, infatti, è consistita nella separazione del business di Ferrari, già esistente e non di nuova costituzione, dalle attività della casa madre in un ambito commerciale e ha previsto il mantenimento del medesimo *management team* per la sussidiaria. Inoltre, poiché l'iniziativa della separazione è stata intrapresa dalla *parent company* e non direttamente dai manager aziendali, si può attribuire a tale spin-off l'ulteriore caratterizzazione di ***assisted spin-off***.

La **scissione** da FCA è stata, poi, **totale** in quanto tutte le azioni Ferrari sotto il suo controllo sono state cedute attraverso l'IPO e attraverso l'assegnazione agli azionisti e agli obbligazionisti convertibili in base a specifici criteri di proporzionalità. Gli *shareholders* di FCA oggi detengono, dunque, azioni della casa madre nella stessa quantità precedente alla separazione e azioni di Ferrari *ex-novo*, essendo ormai le due identità distinte e indipendenti.

Per quanto riguarda gli esiti fiscali dell'operazione, in base alla legislazione olandese, italiana e statunitense essa è in linea generale configurabile come ***tax-free*** per gli azionisti di FCA, mentre per gli obbligazionisti gli eventuali guadagni o perdite riscontrati risultano rispettivamente tassabili o deducibili. Inoltre, per i principi olandesi e italiani il flusso di cassa di 0.01 Euro ad azione viene considerato come un dividendo nel caso in cui sia superiore alla base imponibile legata alle partecipazioni detenute nella fase intermedia, precedente al *demerger* completo; in riferimento alla legislazione americana, invece, tale flusso è considerabile in assoluto, senza alcuna condizione, alla stregua di un dividendo tassabile.

Sulla ***corporate governance*** è possibile affermare, rifacendosi alle teorie di Ahn e Walker e alle variabili da questi prese in considerazione, che il caso di FCA e Ferrari le rispecchi in gran parte.

[39] ilsole24ore.com

Figura 3.5 – Caratteristiche della corporate governance di FCA a confronto con quella efficiente proposta da Ahn e Walker

	Caratteristiche della corporate governance efficiente	**Caratteristiche della corporate governance di FCA**
Struttura della proprietà	Numeto elevato di *outsiders*	Marchionne ha una quota dell'1,1% e John Elkann del 5%
Retribuzione del CEO	Alta	Marchionne nel 2015 al primo posto tra i manager più retribuiti d'Italia
Numero membri del CdA	Basso	Leggermente al di sopra della media in Italia
Eterogeneità del CdA	Alta	3 donne su 11 membri + alta eterogeneità dei *background*
Caratteristiche finanziarie	*Payout Ratio* bassi	*Payout ratio* nulli

Fonte: Elaborazione personale

Riguardo alla struttura della proprietà, l'ipotesi sviluppata e testata empiricamente dagli studiosi afferma che maggiore è il numero di azionisti esterni al CdA e al *top management* partecipanti alla compagine azionaria di una società, maggiore è la probabilità di attuazione dello spin-off. Questo perché l'*inside ownership* mentre da una parte allinea gli interessi dei manager e degli azionisti, dall'altra potrebbe spingere i primi a estrarre dalla loro attività benefici privati a scapito degli *shareholder* esterni. Su questo aspetto il caso studio risulta, quindi, conforme alla teoria in quanto gran parte degli azionisti di FCA erano al momento della decisione di separazione e sono ancora oggi *outsiders*. Basti pensare che la quota di capitale controllata da Marchionne a fine 2015 era dell'1,1% e quella di John Elkann era di circa il 5%[40].

Anche per quanto riguarda le caratteristiche del CEO e in particolare la sua retribuzione, il *case study* si può considerare attinente alle evidenze empiriche rintracciate dai due autori. Sergio Marchionne, infatti, sia per il 2015 sia per il 2014 è stato al primo posto tra i manager di società quotate più retribuiti in Italia, con un importo annuo della retribuzione (2015) di 54,5 milioni di Euro derivanti dalle aziende da lui gestite: Exor e le sue controllate, Sgs e Philip Morris. Solo FCA gli ha garantito una remunerazione di 10 milioni di euro, l'86% dei quali legati a *bonus* proporzionali ai risultati di bilancio[41].

[40] espresso.repubblica.it
[41] repubblica.it

In relazione alla struttura del CdA, FCA rispetto alla media delle società quotate in Italia[42], presenta un numero di membri leggermente superiore, di undici amministratori, ma tale aspetto non sembra aver influito negativamente sulla scelta di spin-off. Secondo le teorie di Ahn e Walker, infatti, esclusivamente *Board* più ristretti sarebbero in grado di garantire una maggiore e più adeguata apertura al dialogo e all'attuazione di operazioni di finanza straordinaria per la società, in quanto possono mitigare il problema del *free-riding*.

Per quanto riguarda l'eterogeneità del CdA, tra gli undici membri vi sono tre donne, ma in questo caso a giocare un ruolo chiave sulla gestione efficiente della *corporate governance* e sulla scelta di attuazione dello spin-off è stata sicuramente la varietà dei *background* e delle esperienze pregresse degli amministratori.

Sulle caratteristiche finanziarie è possibile affermare che lo spin-off di Ferrari da FCA sia stato legato a *Payout Ratio* bassi, dal 2012 pari a zero, in quanto agli azionisti ordinari non è stato distribuito alcun dividendo, e che l'operazione abbia comportato delle variazioni nei valori di mercato delle due società scisse, come si vedrà in seguito.

In relazione al *management team* della sussidiaria, un aspetto rilevante da sottolineare è che non è stata apportata alcuna variazione, esso si è mantenuto identico alla fase antecedente lo scorporo, privilegiando, dunque, la volontà di garantire alla BU indipendente una conoscenza specializzata del business di appartenenza.

Passando, infine, a considerare i principali **rischi** di tale disinvestimento **per gli azionisti**[43], questi sono essenzialmente connessi alla risposta di mercato che l'operazione, al momento dell'attuazione e nelle fasi successive, ha generato in termini di estrinsecazione del reale valore delle due realtà distinte e alle ripercussioni sui prezzi e i rendimenti degli investimenti. In particolare, Ferrari, una volta divenuta indipendente, non poteva garantire ai neo-azionisti la liquidità del mercato e una negoziazione attiva dei suoi titoli di recente quotazione e sottoponeva alla possibilità di perdite connesse a una riduzione del prezzo delle azioni ordinarie. Ancora oggi, poi, la composizione della compagine azionaria comporta l'eventualità che nel corso del tempo si possano riscontrare divergenze di interessi tra Piero Ferrari e gli *ousiders* e quindi una riduzione di efficienza nella gestione operativa e nella *corporate governance*. La casa di Maranello presentava e presenta una limitata capacità di pagamento di dividendi e al momento dello scorporo la realtà Ferrari doveva darsi una consistenza operativa e amministrativa autonoma, che è in costruzione ancora oggi vista la recente attuazione dell'operazione.

---

[42] Il numero medio di membri del CdA di società quotate in Italia è dieci. (da Galgano, "Le nuove regole del mercato finanziario", CEDAM, 2009)

[43] Si fa riferimento ai rischi principali riportati nel prospetto realizzato da Ferrari per l'ammissione alla quotazione sul MTA.

Inoltre i soci di FCA, attraverso il meccanismo di conversione, si sono trovati in possesso di un investimento separato in un business con caratteristiche differenti rispetto a quello della casa madre, senza avere più l'espediente della diversificazione. Dunque, dopo lo spin-off, essi si sono sottoposti a rischi generici quali la volatilità della domanda dei beni di lusso, la capacità di conservazione del valore di un *brand* così prestigioso come quello della casa di Maranello, nonché alla strategia di produzione a volume ridotto da questa attuata.

3.4 Obiettivi e attese

Una volta riportati i principali elementi che hanno caratterizzato l'operazione di spin-off di Ferrari da FCA, si passerà ora a considerare le motivazioni, le attese e gli obiettivi che hanno guidato tale scelta di disinvestimento. Questi sono stati molteplici, alcuni effettivamente dichiarati dall'azienda, altri dedotti dalla stampa o intuiti dagli analisti finanziari.

Figura 3.6 – Obiettivi e vantaggi principali dello spin-off nelle opinioni di FCA, della stampa e di alcuni analisti[44]

	FCA	**Stampa e Analisti**
Obiettivo principale	Estrinsecazione del reale valore di Ferrari	Miglioramento della struttura di capitale della casa madre
Principali vantaggi per Ferrari	-Mantenimento e accrescimento del valore del *brand* -Conservazione del legame con il territorio italiano -Gestione più efficiente attraverso l'autonomia operativa e finanziaria (sfruttamento del livello di *enterpreneurship* della piccola impresa) -Riconoscimento del valore effettivo della sussidiaria da parte del mercato	Stessi vantaggi dichiarati da FCA
Principali vantaggi per FCA	-Maggiore focalizzazione sui *core business* -Eliminazione eventuali sinergie negative -Attuazione di una strategia globale senza vincoli legati a Ferrari	-Riduzione del livello d'indebitamento -Attuazione completa del piano industriale -Rispetto dei *target* per il 2018 -Entrata di rilevanti flussi di cassa

Fonte: Elaborazione personale

[44] Certamente quelle che si mostrano sono delle tendenze. Quanto riportato non sta a significare che il *top management* di FCA non abbia previsto come ulteriore obiettivo dello spin-off anche il miglioramento della struttura di capitale e che alcuni analisti e giornalisti non abbiano rintracciato ulteriori motivazioni nell'operazione.

L'obiettivo principale dello spin-off manifestato da FCA è stato quello di **estrinsecazione del reale valore di Ferrari**. Nelle intenzioni del Gruppo, infatti, rendere il Cavallino indipendente avrebbe consentito di esprimerne a pieno il potenziale e di preservare la rinomata tradizione italiana di cui l'azienda è da sempre simbolo indiscusso, attraverso il mantenimento e l'accrescimento delle caratteristiche che l'hanno resa unica. Nelle attese generali antecedenti lo spin-off, infatti, esso avrebbe permesso agli investitori di percepire l'effettivo valore di Ferrari e del suo contributo alla *performance* della *parent company*, nonché di dimostrare le potenzialità del suo management attraverso la totale libertà finanziaria e operativa di azione, senza più vincoli nei confronti della casa madre.

In sostanza, si è voluto realizzare un investimento sul valore globale del marchio Ferrari, il quale non essendo più legato solamente al mondo delle auto, ma all'ambito del lusso in generale avrebbe potuto offrire a Exor la possibilità futura di divenire un aggregatore dei *brand* del settore attraverso fusioni e alleanze[45]. Il risultato di questa mossa si sarebbe riscontrato in un apprezzamento di mercato e, quindi, nell'evidenziarsi di uno scostamento positivo rispetto al valore iscritto in bilancio. Già al momento della definizione del piano industriale per il periodo 2014-2018, infatti, Ferrari presentava un *book value* di 1,2 miliardi di euro, mentre nelle stime dei *broker* il suo valore era in realtà compreso tra 3,3 e 5,4 miliardi[46]. La separazione attraverso un miglioramento del *focus* sul proprio business, avrebbe reso ancora più chiare per la sussidiaria le linee strategiche da perseguire al fine di garantirsi il già consolidato successo e vedere ulteriormente accresciuta la propria *performance*.

Per FCA, inoltre, l'operazione avrebbe potuto generare una maggiore focalizzazione sugli altri business del portafoglio aziendale. Attraverso un auspicato incremento di efficacia ed efficienza dell'attività della casa madre, ci si attendeva un più rapido raggiungimento dei *target* stabiliti nel piano industriale in particolare sui business portanti dell'azienda, senza abbandonare del tutto il segmento delle auto sportive di lusso. La capogruppo, infatti, aveva stabilito già in precedenza di spingere sui *core brand*, soprattutto Jeep, ma anche di rilanciare il comparto sportivo e *luxury* con ingenti investimenti in Alfa Romeo e Maserati. Quindi, lo scorporo di Ferrari, avrebbe garantito, attraverso le risorse fornite, la crescita e lo sviluppo di lungo termine della casa madre.

FCA potrebbe, poi, aver rintracciato come punto a favore della separazione del Cavallino la possibilità di eliminazione di eventuali sinergie negative tra questo e i suoi restanti business. Nella fase *pre* spin-off, infatti, l'azienda operava in un mercato *core* in cui i segmenti prevalenti erano gli A, B, C e D degli standard automobilistici europei e agiva, come si vedrà meglio in seguito,

[45] Dichiarazione di Giuseppe Berta, economista esperto di *automotive* (Panorama, "Ferrari, scorporo da FCA e quotazione a Milano: ecco le ragioni", 4 dicembre 2015).
[46] Business Plan 2014-2018 Ferrari

nell'ottica di una strategia globale sia in termini di *mix* produttivo sia di localizzazione geografica. Ferrari, invece, sulla base di quanto descritto nel *business plan*, voleva mantenere salda la sua unicità e rafforzare ulteriormente la strategia di nicchia. Tutto ciò era possibile mantenendo il suo controllo e la sua proprietà in Italia e operando su attività in grado di caratterizzarla sempre più come un *brand* del lusso. Da queste divergenze di obiettivi e di piani, il mantenimento del Cavallino nel Gruppo avrebbe potuto creare delle inefficienze ed effetti distorsivi in termini d'investimenti e di sovvenzione incrociata.

In ultimo, al di là degli aspetti legati alle sinergie, la casa madre immaginava che, attraverso lo spin-off del Cavallino, si sarebbe potuta favorire la suddetta strategia globale e, dunque, un incremento della capitalizzazione di mercato del Gruppo fino a raggiungere i livelli dei principali *competitors*, in particolare dei produttori americani. Prima della quotazione sul NYSE e sul MTA[47] il valore di FCA al netto di Ferrari era stimato intorno agli 11 miliardi di euro, poco sotto Peugeut (capitalizzazione di 12 miliardi di euro) e di molto inferiore rispetto a GM (capitalizzazione di 46 miliardi di euro)[48]. Quello che si auspicava era, quindi, liberare valore dall'operazione di scissione e dall'emissione di un prestito obbligazionario a conversione obbligatoria sulla borsa di New York, grazie ai segnali positivi che questi avrebbero potuto garantire al mercato.

Certamente, però, per realizzare un livello di capitalizzazione alla stregua di GM, FCA era perfettamente consapevole della necessità di attuare un'operazione di fusione in grado di incrementare la massa critica della società e di avviare il processo di consolidamento dell'*automotive* più volte invocato da Marchionne e John Elkann, per la razionalizzazione della capacità produttiva e la condivisione dei costi. Dunque, una delle prospettive su cui il Gruppo ha poggiato la scissione di Ferrari è stata quella di ulteriori operazioni di finanza straordinaria a costituzione di un grande gruppo mondiale dell'*automotive*, fondamentale anche nell'ottica dell'innovazione. Sin dalle origini di questa idea, i soggetti indicati da Marchionne come i più adeguati sembravano essere GM o Ford ma, poiché le trattative si trovavano già a una fase di stallo prima dello spin-off, l'AD ha messo in campo la possibilità di stringere accordi con imprese *high-tech*, tra cui ad esempio Google, Apple e Tesla, sia nell'ambito dell'eco-compatibilità sia per quanto riguarda le vetture intelligenti in grado di condursi in maniera autonoma.

Rispetto all'argomento della crescita della capitalizzazione, alcuni analisti si presentavano scettici in quanto ritenevano gli investitori influenzabili dal fatto che difficilmente si sarebbe potuto realizzare in pieno quanto previsto nel piano industriale. Altri, al contrario, sostenevano che FCA potesse riuscire addirittura a raddoppiare il suo valore, come si era trovata a fare in breve tempo in occasione della fusione con Chrysler e la quotazione a Wall Street. L'obiettivo dell'alleanza con un

[47] Dati riferiti alla metà di ottobre 2015.
[48] firstonline.info

grande gruppo avrebbe, inoltre, potuto sostenere FCA dal mancato rispetto dei *target* 2014-2018.
D'altra parte la stampa e alcuni analisti hanno riscontrato come principale motivazione dello spin-off di Ferrari la volontà di migliorare la **struttura di capitale di FCA** e renderla più adeguata possibile alla **realizzazione dell'ambizioso piano industriale 2014-2018**, con una riduzione sostanziale del livello d'indebitamento. Le risorse apportate dallo scorporo, infatti, erano indispensabili ai fini dei *target* che la casa madre si era predisposta e avrebbero consentito di generare rilevanti flussi di cassa.
Questo è stato l'aspetto più controverso dell'operazione: molti hanno creduto che lo spin-off rappresentasse esclusivamente un espediente per ridurre il livello d'indebitamento della casa madre, non adatto a supportare gli obiettivi predefiniti. Si sono accese, quindi, diverse polemiche, tra cui è spiccata quella di Luca Cordero di Montezemolo che ha dichiarato: "Ferrari è diventata il bancomat di FCA". Affermazione smentita dal *top management* della casa madre che ha, invece, continuato a sostenere la necessità delle operazioni legate allo spin-off in un'ottica di maggiore indipendenza della sussidiaria dal punto di vista finanziario, ma soprattutto finalizzata alla conservazione dell'eccellenza dei suoi prodotti.
Per quanto riguarda in linea generale l'effetto atteso sul valore delle azioni per il *post* spin-off, la maggior parte del mercato credeva in un apprezzamento o in un andamento stabile del titolo FCA. In particolare, su dieci *report* analizzati da Reuters otto prevedevano per il dopo spin-off prezzi obiettivo superiori o uguali a quelli relativi ad agosto 2015. Ciò soprattutto grazie ai miglioramenti dei margini registrati dal Gruppo nell'area NAFTA, alla possibilità di nuove valorizzazioni di *asset*, alla fiducia nel rilancio di Alfa Romeo e alle prospettive di M&A; elementi che sostenevano la forza del titolo nonostante il peso del debito e le incognite sul raggiungimento degli obiettivi previsti. Kristina Church, analista di Barclays, d'altra parte, prevedeva principalmente rischi di breve periodo legati alla presenza di azionisti FCA tali solo al fine di accesso a partecipazioni in Ferrari. Ciò comportava la possibilità di un gran numero di vendite nell'immediata fase *post* spin-off, quindi, il timore di un andamento positivo del titolo subito dopo l'annuncio, come reazione emotiva di attaccamento al Cavallino, e un crollo dopo l'operazione[49].
Una volta espressa la volontà di separazione di Ferrari, invece, FCA si presentava fiduciosa, sostenendo che l'opportunità per i suoi soci di divenire anche soci Ferrari potesse spingere gli investitori ad acquistare con ancora più enfasi azioni del Gruppo, con aumento del flottante sul mercato americano, in cui non si era ancora registrato un vero e proprio decollo, e incasso di un miliardo circa di euro.
Per quanto riguarda il titolo Ferrari, invece, da un lato alcuni, come l'analista Gabriele Gambarova,

[49] Fonte Reuters

raccomandavano l'acquisto del titolo a causa della crescita dei ricavi in media del 9% annuo, al momento della definizione del *business plan* 2014-2018, dovuta ad aumenti dei prezzi e alla concessione di licenze sul marchio. Altri, invece, come Max Warburton, raccomandavano la vendita poiché sostenevano che difficilmente Ferrari avrebbe potuto giustificare una capitalizzazione superiore ai 5 o 6 miliardi di euro, non godendo di una rapida crescita, presentando delle problematiche sul mercato cinese e impiegando una quantità di capitale di molto superiore rispetto a un produttore di beni di lusso[50].

Un altro problema si registrava poi, intorno alla capacità di Ferrari di investire abbastanza per restare ai vertici della tecnologia, operando disgiuntamente dalla casa madre. Molti si dichiaravano fiduciosi grazie al mantenimento del *target* medio di 1,5 nuovi prodotti lanciati annualmente che la società di Maranello aveva mantenuto negli ultimi anni e alla garanzia di una gamma fresca e tecnologicamente all'avanguardia che aveva sempre assicurato. Inoltre, nel piano industriale si prospettava un possibile aumento di volumi e di generazione di cassa in grado di assicurare risorse per proseguire con la solita cadenza di lanci e mantenere gli elevati livelli d'innovazione attesi dai clienti di questo marchio esclusivo.

Un altro rischio legato all'operazione e sollevato da S&P poco dopo l'annuncio era connesso ai suoi probabili effetti diluitivi sulla redditività di FCA. Infatti, nonostante Ferrari nel 2013 contribuisse ai ricavi della casa madre in misura ridotta, per circa 2,3 miliardi di euro, i suoi margini operativi di profitto erano più alti, intorno al 16%. Per questo, a seguito dell'operazione, si sarebbero potuti evidenziare rilevanti rischi legati all'estrinsecazione di eventuali debolezze di FCA privata della casa di Maranello.

L'opinionista di Forbes Joe Cornell[51], invece, ha sostenuto l'esito positivo dell'operazione esplicato in una crescita delle capitalizzazioni delle due entità, una volta distinte, e ha affermato che le risorse apportate dallo spin-off e da tutte le operazioni ad esso legate sarebbero state utili alla casa madre non solo per sostenere il *business plan*, ma anche per proteggersi da eventuali andamenti distorti dei volumi di vendita.

[50] ilsole24ore.com
[51] Cornell, "Fiat Chrysler to IPO Ferrari", forbes.com, 19 Agosto 2015.

3.5 I risultati dell'operazione

Ai fini di cogliere il valore dell'operazione di spin-off attuata da FCA nei confronti di Ferrari, di seguito saranno analizzati i principali effetti da questa generati. Per prima cosa si prenderanno in esame i risultati riscontrati sul mercato nell'intorno dell'annuncio e nel periodo dei sei mesi successivi al completamento dello scorporo, così da valutare se il caso studio prescelto possa considerarsi "di scuola" rispetto alle teorie riportate nel primo capitolo. In seguito, saranno effettuate ulteriori valutazioni di dati rilevanti ai fini di mostrare se le attese espresse dagli analisti e dall'azienda, nonché gli eventuali rischi che si sarebbero potuti generare a seguito dell'operazione, abbiano avuto effettivamente luogo una volta completata. La tabella seguente riporta una sintesi degli eventi preventivati a monte dell'operazione e descritti nel paragrafo precedente, con indicazione di quelli che si sono verificati o meno nella realtà dei fatti e i principali dati che lo dimostrano.

Figura 3.7 – Principali attese e rischi dell'operazione, con indicazione della loro eventuale manifestazione

Attese positive sullo spin-off	Manifestazione effettiva	Alcuni dati
1) Crescita del valore riconosciuto a Ferrari e conseguente creazione di ricchezza per gli azionisti	No	Il titolo dopo lo spin-off ha toccato i minimi storici, arrivando a scambiare le sue azioni a 30 Euro
2) Apprezzamento o andamento stabile del titolo FCA	No	Prezzo medio del titolo FCA dopo l'*ex-date* di 6,50 Euro a Milano e di 7,23 Euro a New York, mentre il prezzo obiettivo è tra 9,4 e 11,4 Euro
3) Più rapido raggiungimento degli obiettivi del business plan sia per la sussidiaria che per la casa madre	Si	Revisione al rialzo degli obiettivi previsti per il 2016 sia per Ferrari che per FCA
4) Attuazione ulteriori operazioni di finanza straordinaria da parte di FCA	No	Il *top management* ha dichiarato di non aver trovato ancora il *partner* giusto, ma ciò è nei piani dell'azienda molto probabilmente entro il 2018
5) Raggiungimento di un livello di capitalizzazione di FCA comparabile con quello dei *competitor*	No	Capitalizzazione di FCA a settembre 2016 tra 7 e 8 miliardi di Euro (Volkswagen 63 miliardi, Ford 49 miliardi)

Rischi dello spin-off	Manifestazione effettiva	Alcuni dati
1) Sopravvalutazione di Ferrari	Si	Elevati prezzi di quotazione (47 Euro a Milano e 52 Euro a New York) e multipli elevatissimi
2) Andamento positivo subito dopo l'annuncio e crollo al completamento dell'operazione per il titolo FCA	Si	Prezzo medio del titolo FCA a Milano da 8,76 a 6,50 Euro, a New York da 9,55 a 7,23 Euro
3) Estrinsecazione delle debolezze della casa madre a seguito dello scorporo del Cavallino (tra cui effetti diluitivi sulla redditività)	Da valutare nel lungo periodo	Per ora gli effetti diluitivi sulla redditività non sono stati rilevanti
4) Incapacità di Ferrari di autosostenersi e di mantenere lo stesso livello di innovatività e di capacità d'investimento	Da valutare nel lungo periodo	Per ora le performance della sussidiaria non sembrano essere state influenzate negativamente dallo spin-off

Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda l'**effetto annuncio**, considerando che il giorno 0 nel caso specifico rappresenta il vero e proprio *announcement day*, in cui è stato pubblicato il comunicato stampa da parte della società in relazione all'intenzione di scorporo di Ferrari, è possibile notare che si sono registrati ritorni anomali positivi[52] specialmente nell'intervallo -1;0, con dei valori intorno al 12% a Milano e al 10% a New York. In seguito, come evidenziato anche nello studio di Miles e Rosenfeld, i rendimenti hanno presentato delle fluttuazioni casuali legate al rapido inglobamento d'informazioni nello *stock price*.

Per quanto riguarda i ritorni cumulati nel periodo -10;+10, questi hanno raggiunto circa il 30% a Milano e il 28% a New York, mentre tra il giorno -120 e il +60 si è registrato un rendimento cumulato rispettivamente intorno al 37% a Piazza Affari e al 25% sul NYSE. Da tali dati risulta, quindi, evidente che la gran parte dei ritorni cumulati generati in relazione all'annuncio di tale spin-off sia attribuibile a un intervallo temporale ristretto intorno all'evento. Questa caratteristica è tipica dei c.d. *small spin-off*, ovvero quelle operazioni di scorporo che vedono coinvolte sussidiarie con un valore inferiore al 10% della casa madre; d'altra parte, però, un CAAR intorno al 30% si riscontra esclusivamente nel caso di *large spin-off*. Come affermato nel primo capitolo, infatti, nella fase dell'annuncio possono subentrare degli errori di classificazione connessi al fatto che questo sia, nella maggior parte dei casi, antecedente alla quotazione della sussidiaria sul mercato. Dunque, la tendenza alla crescita del CAAR di FCA dopo il giorno 0 sta a dimostrare l'apprezzamento del mercato su Ferrari e la sua sottovalutazione rispetto al reale valore nella fase *pre*-annuncio. Come anticipato, infatti, anche al momento della definizione del piano industriale 2014-2018 vi era uno scostamento tra il *book value* del Cavallino, di 1,2 miliardi, e la stima dei *broker*, tra 3,3 e 5,4 miliardi.

[52] Nel computo dei ritorni sull'investimento è stata utilizzata la formula del rendimento giornaliero nel continuo, quindi $\ln(P_t/P_{t-1})$.

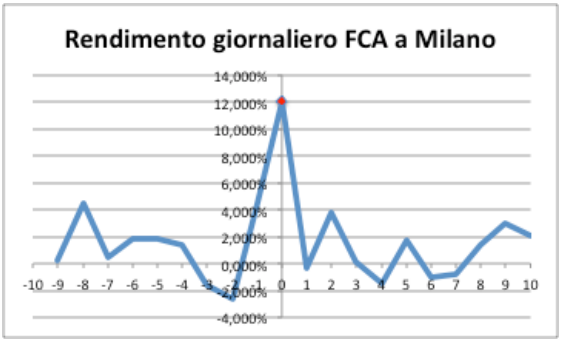
Figura 3.8 – Prezzi e rendimenti giornalieri FCA nel periodo -10;+10

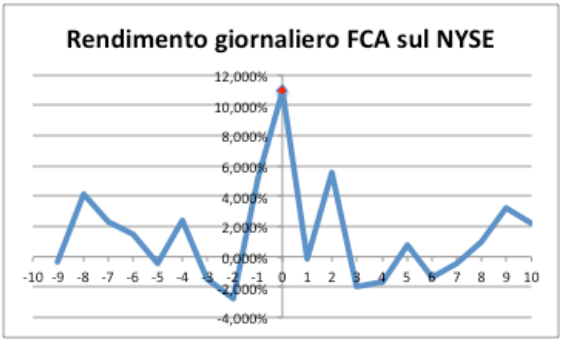
FCA Milano

Data	Giorni (rispetto all'annuncio)	Prezzo di chiusura aggiustato	Rendimento giornaliero	Rendimento giornaliero cumulato
15/10/14	-10	4,58		
16/10/14	-9	4,59	0,218%	0,218%
17/10/14	-8	4,8	4,474%	4,692%
20/10/14	-7	4,82	0,416%	5,107%
21/10/14	-6	4,91	1,850%	6,957%
22/10/14	-5	5	1,816%	8,774%
23/10/14	-4	5,07	1,390%	10,164%
24/10/14	-3	4,99	-1,590%	8,574%
27/10/14	-2	4,86	-2,640%	5,934%
28/10/14	-1	5,08	4,427%	10,361%
29/10/14	0	5,73	12,040%	22,402%
30/10/14	1	5,71	-0,350%	22,052%
31/10/14	2	5,93	3,781%	25,833%
03/11/14	3	5,94	0,168%	26,001%
04/11/14	4	5,85	-1,527%	24,474%
05/11/14	5	5,95	1,695%	26,169%
06/11/14	6	5,89	-1,014%	25,156%
07/11/14	7	5,84	-0,853%	24,303%
10/11/14	8	5,92	1,361%	25,664%
11/11/14	9	6,1	2,995%	28,659%
12/11/14	10	6,23	2,109%	**30,768%**
Valori medi		5,42	1,538%	

FCA New York

Data	Giorni (rispetto all'annuncio)	Prezzo di chiusura aggiustato	Rendimento giornaliero	Rendimento giornaliero cumulato
15/10/14	-10	5,76		
16/10/14	-9	5,74	-0,348%	-0,348%
17/10/14	-8	5,98	4,096%	3,748%
20/10/14	-7	6,12	2,314%	6,062%
21/10/14	-6	6,21	1,460%	7,522%
22/10/14	-5	6,18	-0,484%	7,038%
23/10/14	-4	6,33	2,398%	9,436%
24/10/14	-3	6,24	-1,432%	8,004%
27/10/14	-2	6,07	-2,762%	5,242%
28/10/14	-1	6,39	5,138%	10,380%
29/10/14	0	7,13	10,958%	21,337%
30/10/14	1	7,12	-0,140%	21,197%
31/10/14	2	7,53	5,599%	26,796%
03/11/14	3	7,38	-2,012%	24,784%
04/11/14	4	7,26	-1,639%	23,144%
05/11/14	5	7,32	0,823%	23,967%
06/11/14	6	7,22	-1,376%	22,592%
07/11/14	7	7,19	-0,416%	22,175%
10/11/14	8	7,26	0,969%	23,144%
11/11/14	9	7,5	3,252%	26,397%
12/11/14	10	7,67	2,241%	**28,638%**
Valori medi		6,74	1,432%	





Fonte: Elaborazione personale da dati Yahoo Finance

Inoltre, il valore medio dei rendimenti giornalieri nell'orizzonte temporale -10;+10, rispettivamente di 1,5% a Milano e 1,4% a New York, è simile a quello empiricamente rintracciato da Veld e Veld-Merkoulova (intorno all'1,3%) per spin-off c.d. *focus increasing*. Risulta, quindi, probabile che, nell'immediatezza dell'annuncio, il mercato abbia colto in quest'operazione un'opportunità di maggiore focalizzazione sugli altri business del Gruppo e, quindi, di crescita per la casa madre, nel rispetto del *business plan* 2014-2018.

Un altro elemento da considerare è rappresentato dalla ***performance* azionaria di lungo periodo** della casa madre e della sussidiaria al completamento dello spin-off. In particolare, poiché l'operazione di scorporo di Ferrari da FCA è stata portata a termine a gennaio 2016, l'orizzonte temporale più ampio passibile di analisi è rappresentato dai sei mesi successivi all'*ex-date*, corrispondente al 4 gennaio 2016.

Prima di analizzare tale periodo, è importante sottolineare come nella fase successiva all'annuncio

ma antecedente l'*ex-date*, il titolo FCA abbia registrato sul mercato *performance* particolarmente positive, da molti ricondotte all'effetto di attaccamento al Cavallino da parte degli investitori. Infatti, specialmente a marzo e, con leggere oscillazioni, fino a dicembre 2015 il prezzo del titolo ha evidenziato una crescita sostanziale, che l'ha condotto a raggiungere in alcune fasi un valore più che doppio rispetto alla data dell'annuncio, spesso superiore a 10 euro e raramente inferiore agli 8 euro. Inoltre, al 31 dicembre 2015 la casa madre era valutata circa 17 miliardi, mentre a Ferrari era attribuito un valore intorno agli 8 miliardi.

Nei sei mesi successivi allo scorporo definitivo, invece, FCA non ha registrato rendimenti anomali positivi sullo *stock market*. Al contrario, a Milano dal 4 gennaio fino ai due mesi seguenti si è evidenziato un calo dei prezzi, una ripresa sostanziale ad aprile e a luglio un ritorno ai valori minimi registrati a febbraio, generando una corrispondente variazione dei rendimenti. A New York le movimentazioni di prezzo sono state sostanzialmente simili, ma con un livello di variabilità dei rendimenti leggermente inferiore.

Rispetto ai sei mesi che hanno preceduto lo spin-off, quindi, la situazione del titolo FCA sia sul mercato statunitense sia su quello italiano, è peggiorata. A Milano si è passati da un prezzo medio giornaliero di 8,76 a 6,50 euro, mentre a New York questo è sceso da 9,55 a 7,23 euro. Un operatore che, quindi, avesse compiuto un investimento sul titolo FCA il 4 gennaio 2016 e lo avesse ceduto sei mesi dopo, intorno al 4 luglio, avrebbe registrato sia a Milano sia a New York, una perdita con un rendimento negativo intorno al -35%[53].

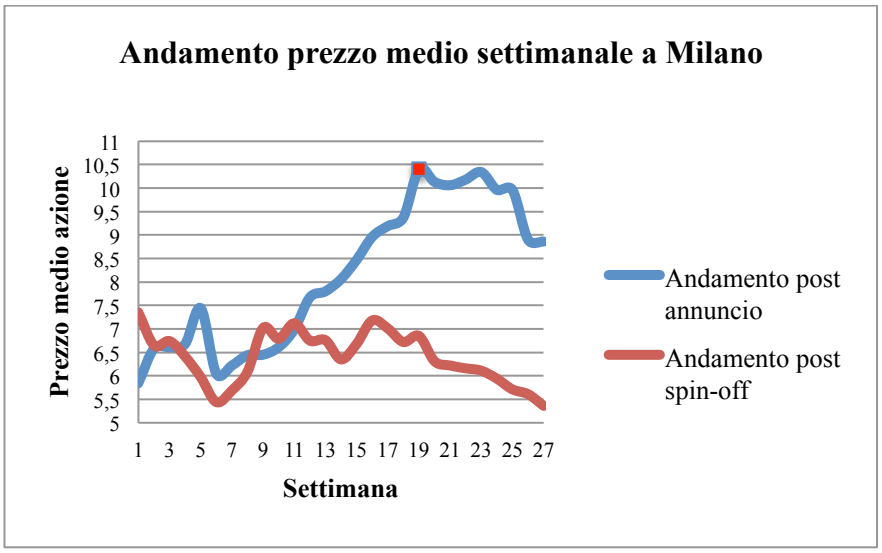
Per comprendere il contrasto con la fase immediatamente successiva all'annuncio, un soggetto che, invece, avesse deciso di investire per un orizzonte temporale di sei mesi sulle azioni della casa madre tra novembre 2014 e maggio 2015, avrebbe potuto realizzare un rendimento positivo con valori ad esempio di +35% e +50%[54].

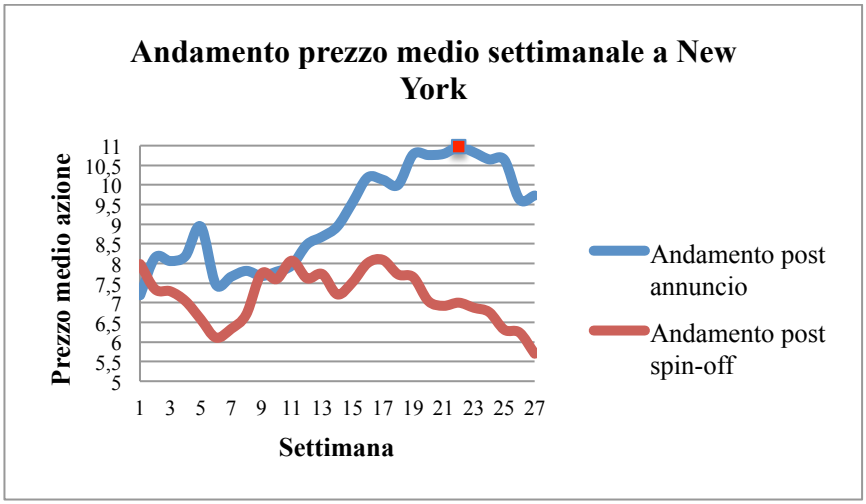
Di seguito si presentano dei grafici che mostrano gli andamenti contrastanti dei prezzi azionari medi settimanali tra i sei mesi immediatamente successivi all'annuncio (l'orizzonte temporale preso in considerazione è 04/11/2014 – 04/05/2015) e quelli seguenti al completamento dello scorporo (l'orizzonte temporale preso in considerazione è 04/01/2016 – 04/07/2016).

[53] Per computare tale rendimento negativo di un eventuale investimento a sei mesi si è considerato il periodo 04/01/16 – 04/07/14 e i valori di prezzo registrati rispettivamente nelle due date a Milano (8,15 e 5,36 euro) e a New York (9 e 5,68 euro) dal titolo FCA.

[54] Per computare tale rendimento positivo di un eventuale investimento a sei mesi si è considerato il periodo 04/11/14 – 04/05/15 e i valori di prezzo registrati rispettivamente nelle due date a Milano (7,26 e 9,73 euro) e a New York (5,85 e 8,86 euro) dal titolo FCA.

Figura 3.9 – Andamenti prezzi medi settimanali post annuncio e post spin-off a Milano e a New York





Fonte: Elaborazione personale

Dunque, le attese della maggior parte degli analisti sono state confutate dalla realtà dei fatti. FCA non ha mantenuto o incrementato il valore delle sue azioni rispetto agli ottimi risultati di agosto 2015 e ha registrato un crollo subito dopo l'*ex-date*, successivo al periodo positivo *post*-annuncio.

La conclusione che si può trarre da questi dati, i quali mostrano *performance* tutt'altro che positive di FCA, è che l'orizzonte temporale dei sei mesi successivi al completamento dell'operazione non possa considerarsi effettivamente significativo al fine della creazione di valore per gli azionisti. I prezzi dei due titoli stanno via via accogliendo le informazioni aggiuntive che la gestione separata consente di offrire al mercato, si sta riducendo il grado di asimmetria informativa tra la casa madre e gli investitori sia sul reale valore di FCA sia su quello di Ferrari e ci vorrà ancora tempo prima

che possa estrinsecarsi a pieno la vera identità delle due realtà distinte. Inoltre, nella maggior parte dei casi i migliori risultati connessi a uno spin-off si riscontrano nel secondo e nel terzo anno successivi al completamento dell'operazione, in quanto questi risultano i più favorevoli per l'attuazione di ulteriori operazioni di finanza straordinaria, in grado di offrire una crescita di ricchezza per gli *shareholders*. Elemento questo che è nei piani di Marchionne e che probabilmente si cercherà di attuare prima del suo abbandono, previsto per il 2018.

Oltre alla cessazione delle trattative con GM e Ford, John Elkann a maggio 2016 ha dichiarato che nemmeno Peugeut potrebbe rappresentare un *partner* adeguato ai fini della crescita dimensionale prospettata dall'azienda. Per raggiungere la massa critica dei grandi gruppi americani e dei principali *competitor* FCA deve, quindi, attendere ancora, anche se in termini di *mix* di prodotto e di esposizione geografica è molto vicina all'obiettivo. Importanti sono le recenti voci di una trattativa tra Samsung e FCA riguardo la cessione di Magneti Marelli, la quale permetterebbe all'azienda di abbassare ulteriormente il livello d'indebitamento, di vedere ridotto l'attuale sconto del 30% sui mercati rispetto a Ford e GM e di estrinsecare il reale valore di alcuni *asset* sottovalutati.

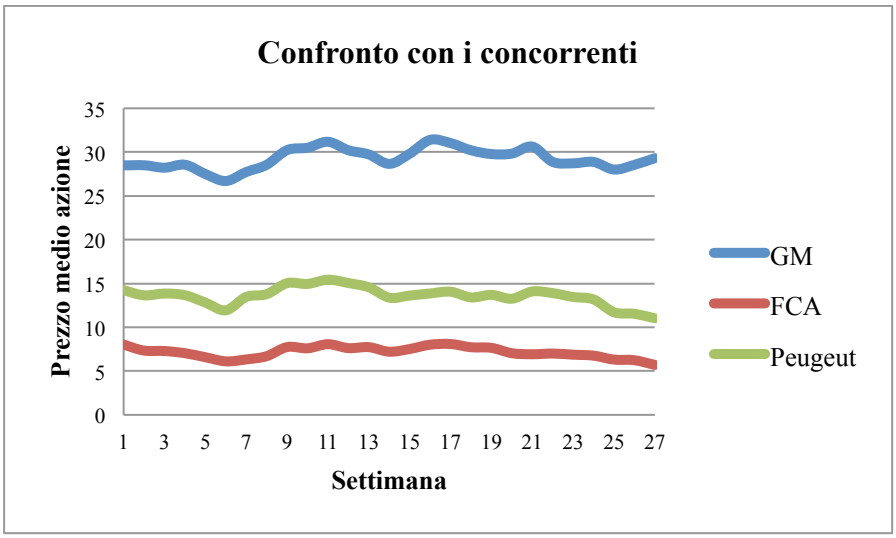
Per quanto riguarda l'innovazione, inoltre, il Gruppo ha avviato una collaborazione con il *Google Self-Driving Car Project* attraverso il quale sarà eseguita una sperimentazione dei sistemi e delle tecnologie di guida autonoma Google su vetture FCA.

La crescita dei valori di mercato, quindi, dovrebbe arrivare in futuro. Gli analisti hanno, infatti, stabilito come prezzo obiettivo dei titoli di FCA un valore tra i 9,4 e gli 11,4 euro circa, cosicché la casa madre dovrà raggiungere una capitalizzazione residua, senza la Rossa, intorno a 10 miliardi. Oggi il valore si aggira sia a Milano che a New York tra i 7 e gli 8 miliardi di euro e comparato con i grandi concorrenti risulta poco significativo. Basti pensare che il Gruppo Volkswagen ha una capitalizzazione intorno a 63 miliardi, Ford Motor Co. di 49 miliardi, GM di circa 48 miliardi e Peugeut di 10 miliardi[55].

Il valore della *performance* azionaria negativa registrata nel *post* spin-off, al di là degli aspetti che saranno analizzati in seguito, deve essere però ridimensionato. Essa, infatti, non dipende unicamente da caratteristiche e attese legate al Gruppo, poiché anche alcuni dei principali *competitor* di FCA hanno registrato andamenti simili dei prezzi azionari, in alcuni casi con variabilità maggiori, a partire dal 4 gennaio ai sei mesi successivi.

[55] Dati che si riferiscono a metà settembre 2016.

Figura 3.10 – Andamento prezzi azionari settimanali dei principali competitor nei sei mesi successivi allo spin-off



Fonte: Elaborazione personale

Il negativo andamento del mercato nel periodo analizzato e la mancata crescita della capitalizzazione del Gruppo, inoltre, potrebbero essere ricondotti al fatto che quest'operazione non sia stata interpretata dagli operatori come *focus increasing*. Gli scetticismi che l'hanno circondata possono, infatti, aver trasmesso agli investitori un segnale negativo legato alla possibilità che la società di Maranello sia stata scorporata esclusivamente al fine di fare cassa e ridurre il livello d'indebitamento della casa madre per il raggiungimento dei *target* 2014-2018, da molti ritenuti irraggiungibili e particolarmente ambiziosi.

Tali scetticismi sulla base dei dati di bilancio sembrano, però, essere particolarmente infondati. Nel 2015 FCA ha presentato risultati in linea o migliori rispetto ai *target* stabiliti per il periodo: le consegne si sono attestate intorno ai 4,7 milioni; i ricavi netti hanno registrato una crescita del 18% rispetto all'anno precedente con un valore di 110,6 miliardi di euro, soprattutto dovuto ai risultati nelle aree NAFTA ed EMEA; l'EBIT aggiustato è sorprendentemente aumentato del 43% grazie al forte incremento di volume dell'area NAFTA e l'utile netto *adjusted* ha raggiunto i 2 miliardi di euro.

Anche la *performance* organizzativa del primo semestre 2016, immediatamente successiva al completamento dell'operazione, sembra prospettare un anno positivo per l'azienda. Oltre alla poco significativa riduzione delle consegne (-1%), infatti, i valori finanziari principali risultano perfettamente in linea con i *target* inizialmente previsti per l'anno in corso: i ricavi netti ammontano a 54 miliardi e l'obiettivo per la fine dell'anno era di un valore superiore a 110 miliardi, l'EBIT

adjusted è di 3 miliardi con un *target* finale intorno ai 5, il profitto netto ha un valore di 800 milioni e per fine anno doveva raggiungere 1,9 miliardi. Nel secondo trimestre 2016, inoltre, vi è stata anche una riduzione dell'indebitamento industriale netto, soprattutto dovuta al sostanzioso flusso di cassa operativo, alla riduzione dell'indebitamento lordo e al rifinanziamento a tassi più favorevoli.
I risultati realizzati nella prima parte del 2016 hanno, inoltre, fatto sì che l'azienda abbia rivisto al rialzo i *target* complessivi del periodo: ricavi netti superiori a 112 miliardi di euro, EBIT *adjusted* superiore a 5,5 miliardi e utile netto aggiustato superiore a 2 miliardi.

Figura 3.11 – Principali risultati finanziari FCA secondo trimestre 2016 e primo semestre 2016

FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES – Risultati finanziari

1° Semestre					2° Trimestre			
2016	2015 [1]	Variazione		(in milioni di euro, salvo quando diversamente indicato)	2016	2015 [1]	Variazione	
2.261	2.284	(23)	(1)%	Consegne (in migliaia di unità)	1.175	1.191	(16)	(1)%
54.463	54.383	80	—	Ricavi netti	27.893	28.540	(647)	(2)%
2.367	1.922	445	+23%	EBIT	1.060	1.226	(166)	(14)%
3.007	2.101	906	+43%	EBIT adjusted [2]	1.628	1.401	227	+16%
799	284	515	+181%	Utile netto	321	257	64	+25%
1.237	403	834	+207%	Utile netto adjusted [2]	709	372	337	+91%
0,502	0,180	0,322	+179%	EPS diluito (in euro)	0,199	0,167	0,032	+19%
0,783	0,259	0,524	+202%	EPS diluito adjusted [2] (in euro)	0,448	0,243	0,205	+84%
5.474	5.049 [4]	425		Indebitamento netto industriale [2]	5.474	6.593 [3]	(1.119)	
25.374	27.786 [4]	(2.412)		Debito	25.374	26.555 [3]	(1.181)	
24.748	24.557 [4]	191		Liquidità disponibile complessiva	24.748	24.296 [3]	452	

Fonte: Semi-annual Report FCA 2016

È possibile, dunque, affermare che FCA sia riuscita effettivamente a raggiungere in maniera più rapida gli obiettivi definiti nel *business plan*. D'altra parte, però, immaginare che le *performance* positive realizzate nella prima metà del 2016 riguardo i business restanti, una volta separata Ferrari, siano del tutto imputabili all'effetto di maggior *focus* legato allo spin-off, risulta improbabile. Infatti, già a fine 2015 il mercato delle auto in Italia aveva mostrato una forte ripresa con un +15,75% rispetto al 2014 e FCA aveva registrato una crescita delle immatricolazioni ancora superiore del 18,34%. Gli esperti prevedevano, inoltre, per il 2016 un ulteriore incremento di +5%, legato all'incoraggiante andamento degli ordini negli ultimi mesi del 2015, ad alcuni segnali di miglioramento nell'economia e nella produzione industriale, trainati dal settore auto e alla futura introduzione di nuovi modelli di automobili prodotte a livello nazionale[56].
Anche per quanto riguarda gli USA, sulla base delle previsioni di Bank of America-Merrill Lynch, il mercato delle auto sembra essere in forte ripresa, con una potenziale crescita delle

[56] repubblica.it

immatricolazioni nel 2018 a 20 milioni rispetto ai 17,5 del 2015. Tale andamento positivo sarebbe trainato dalla prospettiva di 58 nuovi modelli prodotti ogni anno (38 sono i lanci registrati finora) e di cambiamento da parte delle *Big Three*[57] delle loro gamme, per una percentuale tra l'84 e l'88%, tra il 2017 e il 2020[58].

Sulla base di tali argomentazioni, si spiega anche il perché gli obiettivi predefiniti di aumento delle vendite in NAFTA ed EMEA siano stati effettivamente realizzati nel primo semestre 2016, generando in entrambe le *region* corrispettivi incrementi del margine EBIT *adjusted*. In LATAM, nonostante la rilevante crisi del mercato, il Gruppo è riuscito a mantenere il pareggio, mentre in APAC, al di là delle *performance* non entusiasmanti a causa del passaggio alla produzione locale, le vendite di Jeep sono in costante aumento (+32%).

Per quanto riguarda la redditività di FCA, lo spin-off di Ferrari non ha apportato alcun effetto diluitivo rilevante. Infatti, si evidenzia una differenza negativa tra il margine operativo di profitto[59] di FCA presa singolarmente rispetto al caso in cui fosse stata ancora accorpata a Ferrari, ma per ora tale valore percentuale risulta di un'entità non particolarmente significativa anche perché, nonostante ciò, esso per il Gruppo senza Ferrari è in leggera crescita nel primo semestre del 2016 rispetto a quello del 2015.

Figura 3.12 – Margine operativo di profitto di FCA e di Ferrari

	Ferrari				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	1.486	1.387	2.854	2.762	2.335
EBIT	267	218	444	389	364
Margine operativo di profitto	17,97%	15,72%	15,56%	14,08%	15,59%
	FCA				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	54.463	54.383	110.595	93.640	84.530
EBIT	2.367	1.922	2.625	2.834	2.638
Margine operativo di profitto	4,35%	3,53%	2,37%	3,03%	3,12%
	FCA+Ferrari				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	55.949	55.770	113.449	96.402	86.865
EBIT	2.634	2.140	3.069	3.223	3.002
Margine operativo di profitto	4,71%	3,84%	2,71%	3,34%	3,46%

Fonte: Elaborazione personale dai dati rilevati dagli Annual Report

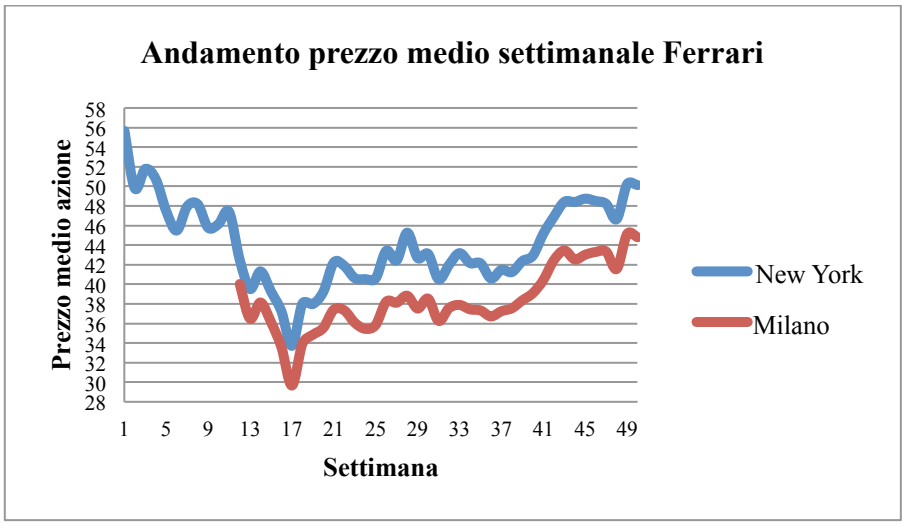
[57] FCA, Ford e GM
[58] lautomobile.aci.it
[59] Calcolato come rapporto tra EBIT (Reddito Operativo prima della gestione finanziaria e delle tasse) e Ricavi netti.

Le motivazioni del mancato decollo del titolo FCA nel *post* spin-off possono, dunque, essere ricondotte a:

- sfiducia del mercato rispetto all'obiettivo di azzeramento del debito per il 2018;
- debolezza del mercato cinese;
- dimensione aziendale e relativa capitalizzazione irrilevanti rispetto ai *competitor* (l'azienda è giovane, la fusione con Chrysler è avvenuta nel 2014);
- necessità di ulteriori operazioni di finanza straordinaria per generare effettivo valore per gli azionisti;
- potenziale estrinsecazione nel lungo periodo delle debolezze della casa madre.[60]

Per quanto riguarda Ferrari i risultati al completamento dell'operazione sono stati deludenti, anche se in misura inferiore rispetto alla casa madre.
Di seguito si riporta l'andamento del prezzo medio settimanale a Milano e a New York considerando come primo giorno utile quello di quotazione, il 21 ottobre 2015 per il NYSE e il 4 gennaio 2016 per il MTA e protraendo l'analisi fino al 26 settembre 2016.

Figura 3.13 – Andamento prezzo medio settimanale di Ferrari a New York e a Milano



Fonte: Elaborazione personale

[60] Diluizione della redditività, elevata dipendenza dal mercato americano e necessità d'ingenti investimenti per la modernizzazione del prodotto, delle tecnologie impiegate e della produzione in generale (fortune.com).

Le azioni della società di Maranello a seguito dello spin-off hanno toccato i minimi storici, anche con valori al di sotto dei 30 euro a Milano. La problematica principale è stata legata al momento prescelto per l'esordio sul mercato, in un periodo di crisi a livello globale, e al fatto che il quarto trimestre 2015 abbia presentato delle leggere problematiche dovute al rallentamento della Cina e alle condizioni dell'economia statunitense.

Figura 3.14 – Consegne Ferrari 2015 per area geografica

(Number of cars and % of total cars)	For the years ended December 31,					
	2015	**%**	**2014**	**%**	**2013**	**%**
EMEA						
UK	740	9.7%	705	9.7 %	686	9.8 %
Germany	595	7.8 %	616	8.5 %	659	9.4 %
Switzerland	340	4.4 %	332	4.6 %	350	5.0 %
Italy	285	3.7 %	243	3.3 %	206	2.9 %
France	274	3.6 %	253	3.5 %	273	3.9 %
Middle East[1]	456	5.9 %	521	7.2 %	472	6.7 %
Rest of EMEA[2]	661	8.6 %	604	8.3 %	663	9.5 %
Total EMEA	**3,351**	**43.7%**	**3,274**	**45.1%**	**3,309**	**47.3%**
Americas[3]	2,640	34.4 %	2,462	33.9 %	2,382	34.0 %
Greater China[4]	610	8.0 %	675	9.3 %	572	8.2 %
Rest of APAC[5]	1,063	13.9 %	844	11.6 %	737	10.5 %
Total	**7,664**	**100.0%**	**7,255**	**100.0%**	**7,000**	**100.0%**

Fonte: Annual Report Ferrari 2015

Nel complesso, però, l'esercizio ha evidenziato dei risultati positivi: le automobili consegnate hanno subito un incremento del 6% rispetto al periodo precedente, i ricavi netti sono cresciuti del 3%, l'EBIT aggiustato ha segnato un +14% e l'utile netto ha raggiunto i 290 milioni di euro. Alla data di pubblicazione dei risultati 2015, il 2 febbraio 2016, il titolo Ferrari ha, inoltre, subito un crollo sia a Milano sia a Wall Street a causa del grande volume di vendite delle azioni e della valutazione elevata in occasione dell'IPO; ciò ha fatto sì che le stime per il 2016 fossero più prudenti. Le consegne previste per l'anno successivo sono state, quindi, intorno a 7.900 unità, il valore stabilito per i ricavi netti è stato superiore a 2,9 miliardi, mentre l'EBITDA *adjusted* è stato valorizzato superiore a 770 milioni. Per l'indebitamento industriale netto, invece, il valore previsto è stato inferiore a 750 milioni di euro.

Figura 3.15 – Principali risultati finanziari Ferrari 2015

	For the years ended December 31,					
	2015	Percentage of net revenues	2014	Percentage of net revenues	2013	Percentage of net revenues
	(€ million, except percentages)					
Net revenues	2,854	100.0 %	2,762	100.0 %	2,335	100.0 %
Cost of sales	1,499	52.5 %	1,506	54.5 %	1,235	52.9 %
Selling, general and administrative costs	339	11.9 %	300	10.9 %	260	11.1 %
Research and development costs	562	19.7 %	541	19.6 %	479	20.5 %
Other expenses/(income), net	10	0.4 %	26	0.9 %	(3)	(0.1)%
EBIT	**444**	**15.6 %**	**389**	**14.1%**	**364**	**15.6 %**
Net financial income/(expenses)	(10)	(0.4)%	9	0.3 %	2	0.1 %
Profit before taxes	**434**	**15.2 %**	**398**	**14.4%**	**366**	**15.7 %**
Income tax expense	144	5.0 %	133	4.8 %	120	5.1 %
Net profit	**290**	**10.2 %**	**265**	**9.6%**	**246**	**10.5 %**

Fonte: Annual Report Ferrari 2015

La *performance* organizzativa registrata il primo semestre 2016 ha offerto possibilità di crescita del valore azionario della Rossa. Nel primo trimestre, infatti, le consegne sono aumentate del 15% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente e i ricavi hanno registrato una crescita di quasi il 9%. L'EBIT si è incrementato del 2,5% circa e l'indebitamento industriale netto è sceso di 782 milioni di euro. Ferrari è, così tornata a scambiare i suoi titoli a un prezzo intorno a 40 euro a New York e tra i 37 e i 39 euro a Milano.

Anche per il secondo trimestre le *performance* sono state in linea con gli obiettivi predefiniti e sembrano prospettare un anno da *record*. Le consegne sono aumentate di circa 330 unità rispetto al primo quarto del 2016, raggiungendo le 4.096 auto, e i ricavi netti sono stati di 811 milioni, con un valore a metà anno di 1,5 miliardi. L'EBIT aggiustato ha raggiunto i 156 milioni e l'utile netto *adjusted* è aumentato del 33% (104 milioni di euro). Anche rispetto all'indebitamento industriale netto la situazione è migliorata e questo si è ridotto a 763 milioni.

Figura 3.16 – Risultati finanziari secondo trimestre e primo semestre 2016 Ferrari

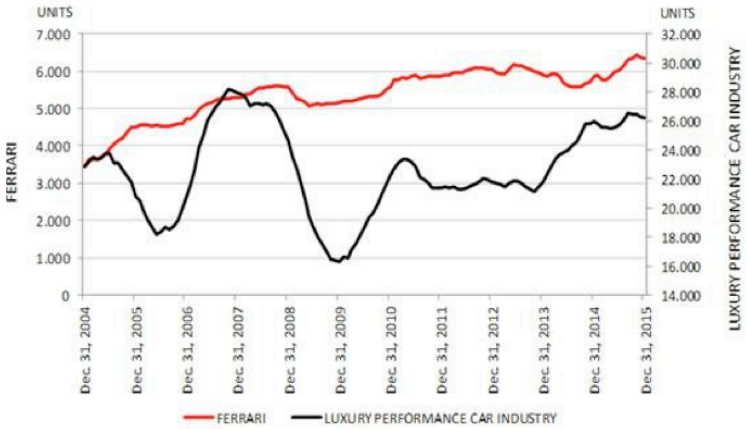
Q2 '16	Q2 '15	€M, except as otherwise stated	H1 '16	H1 '15
2,214	2,059	Worldwide shipments (units)	4,096	3,694
811	766	Net revenues	1,486	1,387
207	192	EBITDA[1]	385	348
217	194	Adjusted EBITDA[1]	395	354
146	122	EBIT	267	218
156	124	Adjusted EBIT[1]	277	224
5	8	Net financial expenses	14	6
141	114	Profit before taxes	253	212
44	38	Income tax expense	78	71
30.7%	33.5%	Effective tax rate	30.8%	33.5%
97	76	Net profit	175	141
104	78	Adjusted net profit[1]	182	145
0.52	0.40	EPS	0.93	0.74
0.55	0.41	Adjusted EPS[1]	0.96	0.76

Fonte: Semi-annual Report 2016 Ferrari

Sulla base di questi dati, da rivedere comunque nel lungo periodo a seguito della separazione, la

casa di Maranello sembra essere perfettamente in grado di sostenersi in maniera autonoma rispetto a FCA. Lo spin-off non ha intaccato in alcun modo la sua gestione, anzi, ha consentito una maggiore focalizzazione sul business aziendale tanto che gli obiettivi previsti per il 2016 sono stati rivisti al rialzo. In particolare, si ritiene che Ferrari sarà in grado di produrre per la fine dell'anno intorno alle 8.000 automobili, generando quell'incremento di volumi auspicato e atteso dagli esperti. Naturalmente, come già sottolineato nel caso di FCA, la *performance* positiva del 2016 non può essere ricondotta esclusivamente agli effetti dello spin-off. Infatti, c'è anche da considerare che il mercato delle auto di lusso si è mostrato negli anni abbastanza resiliente rispetto alle congiunture economiche, in particolare Ferrari, il cui principale punto di forza è rappresentato dalla stabilità legata alla strategia di produzione a volume ridotto.

Figura 3.17 – Andamento volumi del mercato delle auto di lusso e di Ferrari

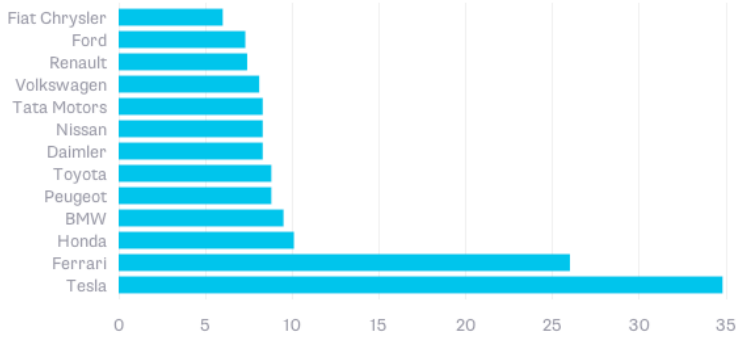


Fonte: Annual Report 2015 Ferrari

Inoltre, il Cavallino, trascorsi sei mesi dallo spin-off, sembra non aver perso la propria capacità d'innovazione *pre*-operazione, ma anche in questo caso per valutare i reali effetti dello scorporo bisognerà studiare la situazione nel lungo termine. Ad oggi, un indicatore importante è rappresentato dalle spese in R&S, che sono aumentate soprattutto per quanto riguarda la Formula 1 e i progetti legati alla *power unit*, passando da 291 milioni del primo semestre 2015 a 305 milioni nel 2016. Allo stesso modo, anche la capacità d'investimento dell'azienda si è mantenuta stabile, in particolare in relazione ad *asset* tangibili e intangibili in grado di consentire una risposta immediata alla domanda, ai cambiamenti dei mercati, nonché a eventuali innovazioni in esso sopraggiunte. Le spese in questo ambito sono state di 160 milioni nel primo semestre 2016, contro i 151 del 2015.
A seguito di tali risultati, il prezzo obiettivo indicato dagli analisti per il titolo Ferrari si aggirerebbe, dunque, intorno ai 50 euro ad azione, ma i dubbi principali sono legati agli elevati prezzi di quotazione, 52 euro sul NYSE e 47 euro a Milano, e al fatto che vi sia una difficoltà a

comprendere se i multipli di Ferrari debbano rifarsi al settore del lusso o al generico ambito dell'*automotive*. A gennaio 2016, il P/E di Ferrari era pari a 26, mentre a maggio era di 34,41, superiore sia al livello medio del settore lusso (15,72), sia a quello dell'*automotive* (9,44), mettendo in evidenza una rilevante sopravvalutazione del titolo[61].

Figura 3.18 – P/E dei produttori automobilisti (Gennaio 2016)



Fonte: Bloomberg

Tale significativo valore attribuito alla Rossa è imputabile principalmente alla struttura delle vendite e dei costi, tipiche dei marchi di lusso, al riconoscimento globale del valore del *brand* e al suo *appeal*, nonché al fatto che la Casa di Maranello sia molto stabile e resistente alle crisi finanziarie. Basti pensare che nel 2008 le vendite siano calate solo del 5%.

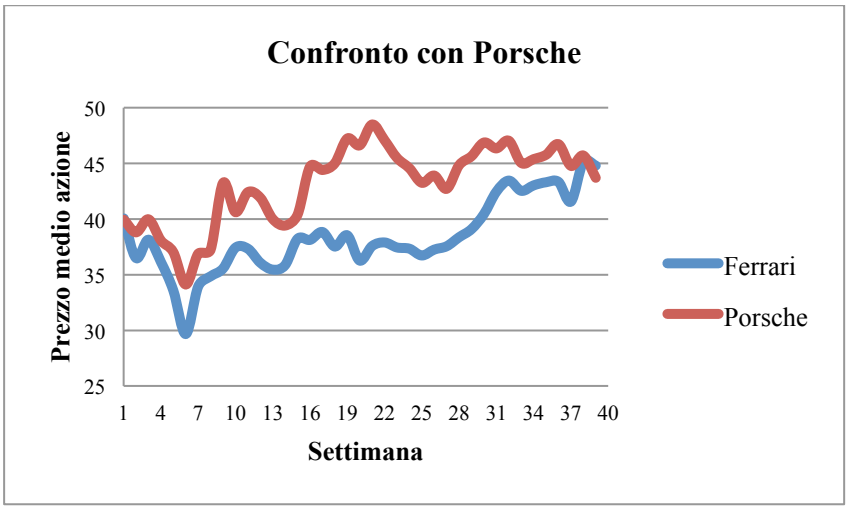
A New York, la casa di Maranello è riuscita negli ultimi giorni di settembre a raggiungere il prezzo obiettivo degli analisti e una capitalizzazione di mercato superiore a 9 miliardi, segnando un rilevante apprezzamento rispetto al periodo immediatamente successivo al completamento dello scorporo. A Milano non si è ancora registrata la crescita attesa e il Cavallino è valutato circa 7,85 miliardi.

Confrontando, però, l'attuale valore di Ferrari con quello di Porsche che è valorizzata 13,71 miliardi e la loro *performance* azionaria dal 4 gennaio al 26 settembre 2016, si presenta una rilevante differenza, la quale potrebbe essere imputata al fatto che le aziende automobilistiche concorrenti stanno differenziando i propri *business* producendo automobili di diversa categoria rispetto a quelle di lusso e sportive di alta fascia, mentre la Casa di Maranello intende mantenersi focalizzata sulla sua attuale strategia. Al fine di comprendere se effettivamente la separazione da FCA sia stata in grado di creare valore per mezzo della gestione autonoma, bisognerà osservare come Ferrari implementerà l'obiettivo di valorizzazione del marchio dichiarato nel *business plan*, il quale ad oggi sembra orientato più che altro alla focalizzazione sulla personalizzazione dei propri prodotti e agli

[61] forexwiki.it

investimenti sul Campionato di Formula 1, piuttosto che sul business dei parchi a tema e sulle licenze.

Figura 3.19 – Confronto andamento prezzi settimanali Ferrari e Porsche



Fonte: Elaborazione personale

3.6 Analisi finale: si è trattato di una mera operazione finanziaria?

Uno dei quesiti chiave che è scaturito nell'analisi del caso studio e in particolare nella definizione dei suoi principali obiettivi è se questo abbia rappresentato un'operazione meramente finanziaria oppure legata alla volontà di un miglioramento strategico per la casa madre e per la sussidiaria.

Alla luce dei dati presi in considerazione e sulla base dell'orizzonte di analisi particolarmente ristretto e inadatto a offrire una valutazione di lungo termine dello spin-off, la separazione di Ferrari da FCA sembra essere classificabile come un mero strumento di miglioramento della struttura di capitale della casa madre.

L'indicatore su cui, ad oggi, l'operazione ha generato la variazione più significativa è stato, infatti, l'**indebitamento industriale netto**: il suo valore per la *parent company* si è ridotto da 7,7 miliardi di euro a fine 2014 a 5 miliardi a inizio 2016 (senza considerare 963 milioni di euro di indebitamento industriale netto di Ferrari). Tale riduzione è stata dettata, oltre che dai rilevanti *cash flow* generati dalle attività operative, dai proventi dell'IPO intorno a 870 milioni di euro, dalla restituzione di debiti per un ammontare di circa 2 miliardi e dal pagamento di un'extra-cedola ai vecchi azionisti di 2,8 miliardi, per un totale vicino a 3,5 miliardi di euro di cassa. In questo modo,

Ferrari si è trovata in una posizione finanziaria negativa che l'ha condotta a fine 2015 a un livello d'indebitamento di 1.938 milioni, mentre al 31 dicembre 2014 essa presentava disponibilità nette di cassa pari a 566 milioni. Tale variazione legata agli esborsi connessi allo spin-off e al relativo trasferimento del debito da FCA a Ferrari è stata solo in parte compensata dal rilevante *free cash flow* generato nel periodo, di circa 390 milioni di euro. La società, infatti, per finanziare le transazioni con FCA e per altre esigenze aziendali, ha avuto accesso a una linea di credito di 2,5 miliardi di euro da un *pool* di dieci banche, mentre la casa madre ha visto ridursi il suo debito netto di circa 2 miliardi. Si è, così, modificato il livello d'indebitamento di FCA predisponendolo all'obiettivo da piano industriale di azzeramento per il 2018.

D'altra parte, a sorreggere la tesi suddetta è anche il fatto che nell'arco temporale considerato non sia stata generato un incremento di valore per gli azionisti. Al di là delle motivazioni che ne sono state alla base, infatti, né FCA né Ferrari hanno registrato un andamento positivo sui mercati a seguito del completamento dello scorporo. Le *performance* positive del primo semestre 2016, poi, non possono essere *in toto* attribuite a effetti di maggior focalizzazione strategica legati allo spin-off, in quanto le tendenze di crescita sia per il mercato dell'*automotive* sia per il lusso si erano evidenziate già nel 2015.

Inoltre, dall'operazione potrebbe non essere scaturita alcuna eliminazione di sinergie negative. Com'è possibile dedurre dal fatto che nessuno degli altri grandi gruppi automobilistici abbia scorporato i propri *brand* del lusso, il mantenimento di un segmento legato al comparto *luxury* è fondamentale per godere di elevati margini di profitto e di una buona reputazione legata al marchio.

Infine, l'operazione non ha modificato l'assetto di *governance* in maniera sostanziale, nemmeno per quanto riguarda la proprietà, in quanto il controllo di Exor è rimasto tale tranne che per la modalità di esercizio, prima attraverso la linea di controllo, poi diretto.

Per ora, dunque, lo spin-off sembra aver mostrato esclusivamente punti di debolezza, ma quello che gli investitori auspicano nel lungo termine sono: una crescita del valore riconosciuto sul mercato sia di FCA sia di Ferrari tradotto in un incremento effettivo delle capitalizzazioni, un miglioramento di efficienza nella gestione grazie alla chiara definizione del settore di appartenenza delle due entità e la trasformazione definitiva di FCA in un grande gruppo globale dell'*automotive*, comparabile con i principali *competitor*.

Conclusione

Al termine dell'analisi condotta all'interno della tesi, è possibile affermare che il caso di spin-off di Ferrari da FCA rispecchi solo in parte quelle che sono le teorie finora prodotte e descritte dalla letteratura in questo ambito. Da sottolineare è, però, il fatto che, trattandosi di un solo *case study* e, dunque, di un campione ristretto, non è possibile giungere a conclusioni generali nonostante la rilevanza delle organizzazioni coinvolte.

Per quanto riguarda la classificazione dell'operazione, essa rientra nelle categorie indicate da Fryges e Wright, identificandosi in un *corporate* spin-off puro di tipo *restructuring*. Inoltre, poiché tutte le quote di Ferrari sono state cedute dalla *parent company*, la separazione ha assunto l'ulteriore configurazione di spin-off totale.

In riferimento alle principali implicazioni, come accade nella maggioranza dei casi, lo scorporo è stato *tax free* e ha comportato nei confronti degli azionisti FCA, divenuti azionisti diretti di Ferrari, dei rischi strettamente legati alla nuova connotazione operativa e di mercato della sussidiaria.

Per quanto riguarda la *corporate governance*, il caso di FCA e Ferrari rispecchia nella maggior parte degli aspetti caratterizzanti quelle che sono le conclusioni dello studio condotto da Ahn e Walker. Infatti, a favorire l'attuazione dello spin-off sono stati sicuramente elementi quali l'alta percentuale di *outsider* nella compagine azionaria della *parent*, l'elevata remunerazione del CEO, la numerosità e l'eterogeneità del CdA e, in ultimo, il basso livello dei *Payout Ratio* garantiti dalla casa madre.

Inoltre, come riscontrato nella maggior parte delle evidenze empiriche, anche nel caso dello spin-off di Ferrari si è optato per il mantenimento del medesimo *management team* della sussidiaria, in grado di garantire l'*expertise* adeguata per la gestione indipendente del Cavallino.

In riferimento alle motivazioni che hanno portato alla scorporo, il caso studio presenta una netta corrispondenza rispetto ai principi generali previsti dalla teoria.

Infatti, la scelta di separazione di Ferrari è stata dettata principalmente, sulla base di quanto dichiarato da FCA, dalla volontà di estrinsecare il reale valore del suo business e di ridurre il grado di asimmetria informativa rispetto al mercato riguardo l'entità dei suoi *asset* e delle sue *operations*. Altri hanno, invece, visto come causa principale di questa scelta la necessità di modificare la struttura di capitale del Gruppo, al fine di renderla più consona all'attuazione del piano industriale 2014-2018, riducendo il livello d'indebitamento attraverso la cassa prodotta.

Sulla base dei dati analizzati e tenendo conto del limite connesso alla recente attuazione dello spin-off e, quindi, l'impossibilità di darne una valutazione nel lungo termine, l'ipotesi che sembra prevalere è quella di attuazione dell'operazione al mero scopo di fare cassa.

Come riportato nel paragrafo finale del terzo capitolo, infatti, le insoddisfacenti *performance* azionarie realizzate dalla casa madre e dalla sussidiaria al completamento dello scorporo (aspetto che non rispecchia le teorie generali), nonché la mancata crescita delle capitalizzazioni e l'assenza di un dimostrabile miglioramento del *focus* aziendale, fanno sì che nel breve termine lo spin-off sia considerabile generatore di valore esclusivamente dal punto di vista finanziario della casa madre.
Tra le attese dichiarate dall'azienda e dagli analisti, infatti, quelle che si sono effettivamente realizzate sono state principalmente connesse ai rischi preventivati in relazione all'operazione. Infatti, l'andamento del titolo FCA è stato positivo subito dopo l'annuncio ma ha visto un crollo a seguito dell'*ex-date*, i prezzi di quotazione di Ferrari si sono dimostrati troppo elevati e le azioni hanno toccato in alcuni casi i minimi storici, mentre le capitalizzazioni di mercato sono rimaste deboli rispetto a quelle dei principali *competitor*.
Inoltre, l'assenza di modifiche sostanziali all'assetto di *governance* della sussidiaria e il fatto che le *performance* positive di FCA e Ferrari non possano essere ricondotte direttamente all'attuazione dell'operazione e all'eliminazione di eventuali sinergie negative, rafforzano ancora di più tale tesi.
D'altra parte, ci si attende che l'operazione possa mostrare in futuro i suoi effetti positivi. In particolare si auspica un apprezzamento dei titoli di entrambe le aziende, una sostanziale crescita dimensionale per FCA e un miglioramento delle *performance* in relazione a una strategia più focalizzata per Ferrari.

Bibliografia

Ahn, Walker, “Corporate Governance and the spin-off decision”, Journal of Corporate Finance 13, 2007.

Chammanur, Yan, “A theory of corporate spin-offs”, Journal of Financial Economics 72, 2004.

Costa, “Alcune considerazioni sui processi di spin-off”, Università degli Studi di Lecce, 2002.

Cusatis, Miles, Woolridge, “Restructuring through spinoffs: the stock market evidence”, Journal of Financial Economics 33, 1993.

Daines, Kausner, “Agents protecting agents: an empirical study of takeover defenses in spinoffs”, Stanford University, 2004.

Desai, Jain, “Firm performance and focus: long-run stock market performance following spin-offs”, Journal of Financial Economics 54, 1999.

Eckbo, Thorburn, “Corporate restructuring”, Foundations and Trends in Finance, 2013.

Eckbo, “Corporate takeovers, Modern empirical developments Volume 1: Takeover acitivity, valuation estimates and sources of merger gains”, Elsevier Inc., 2010.

Eriksson, Khun, “Firm spin-offs in Denmark – Patterns of entry and exit”, Journal of Industrial Organization, 2006.

Essential Finance, 2003, p.278.

Fluck, Lynch, “Why do firms merge and then divest? A Theory of Financial Synergy”, Journal of Business 72, 1999.

Frank, Harden, “Corporate restructurings: a comparison of equity carve-outs and spin-offs”, Journal of Business Finance & Accounting, 2001.

Fryges, Wright, “The origin of spin-offs: a typology of corporate and academic spin offs”, Small Business Economics, 2014.

Galgano, “Le nuove regole del mercato finanziario”, CEDAM, 2009.

Gertner, Powers, Scharfstein, “Learning about internal capital markets from corporate Spin-offs”, Quarterly Journal of Economics 109, 2000.

Hunt, “Structuring Merger & Acquisition”, Aspen, 2004.

John, Ofek, “Asset sales and increase in focus”, Journal of Financial Economics 37, 1995.

Johnson, Klein, Thibodeaux, “The effects of spin-offs on corporate investment and performance”, The Journal of Financial Research, 1996.

Krishnaswami, Subramaniam, “Information asymmetry, valuation and the corporate spin-off decision”, Journal of Financial Economics 53, 1999.

Miles, Rosenfeld, “The effect of voluntary spin-off announcements on shareholder wealth”, The Journal of Finance, 1983.

Nippani, Liu, Schulman, “The clientele effect of spin-offs: further evidence from the effective date of corporate divestitures”, Journal of Business Administration Online, 2003.

Parhankangas, Arenius, “From a corporate venture to an independent company: A base for a taxonomy for corporate spin-off firms”, Research Policy 32, 2003.

Peruffo, “Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico”, FrancoAngeli, Milano, 2013.

Prezas, Simonyan, “Corporate divestitures: spin-offs vs sell-offs”, Journal of Corporate Finance, Giugno 2015.

Roger, Rüdisüli, “Value creation of spin-off and carve-out”, Zurigo, 2015.

Schipper, Smith, “Effects of recontracting on shareholders wealth – The case of voluntary spin-offs”, Journal of Financial Economics 12, 1983.

Van de Velde et al., “Exploring the boundary between entrepreneurship and corporate venturing: from assisted spin-out to entrepreneurial spin-offs, Ghent University, 2007.

Veld, Veld-Merkoulova, “Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence”, International Journal of Management Reviews, 2009.

Wachtell, Lipton, Rosen, Katz, “Spin-off guide”, 2013.

Wheatley, Brown, Johnson, “Line-of-business disclosure and spin-off announcement returns”, Review of Quantitative Finance and Accounting, 2005.

Wruck, Wruck, “Restructuring top management: evidence from corporate spin-offs”, Journal of Labor Economics 20, 2002.

Yermack, “Higher market valuation of company with small board of directors”, Journal of Financial Economics 40, 1996.

Sitografia

azioniobbligazioni.altervista.org

bloomberg.com

bloombergview.com

corporate-actions.net

corporate.ferrari.com

economist.com

espresso.repubblica.it

fca.group.com

financialpost.com

firstonline.info

forbes.com

forexwiki.it

fortune.com

ft.com

ilfattoquotidiano.it

ilghirlandaio.com

ilpost.it

ilsole24ore.com

it.finance.yahoo.com

it.reuters.com

iusletter.com

lautomobile.aci.it

lastampa.it

milanofinanza.it

motori24.ilsole24ore.com

repubblica.it

theguardian.com

treccani.it

wsj.com

Riassunto

La tesi si occupa di analizzare una delle più importanti e frequenti forme di operazioni di finanza straordinaria attuata dalle imprese: lo spin-off. Tralasciando i casi in cui questo prenda vita da università o enti di ricerca, infatti, si sviluppa essenzialmente nell'ambito commerciale e comporta la formazione o separazione di una realtà aziendale indipendente rispetto a un'entità preesistente. In Italia il fenomeno suddetto è spesso identificato con il termine "scissione".

Sulla base dell'analisi svolta da Fryges e Wright sulla letteratura sviluppatasi in questo ambito, le **varie forme di spin-off** possono essere classificate in relazione a due dimensioni: (i) l'ambiente in cui l'operazione prende vita - operando una distinzione tra contesto commerciale, *for-profit* e contesto non commerciale, ovvero quello delle università - e (ii) il modo in cui questa viene attuata – differenziando i casi in cui coinvolga attività nuove da quelli in cui si riferisca ad attività esistenti.

Figura 1 – Classificazione delle varie forme di spin-off

		Contesto ambientale	
		Universitario	**Commerciale**
Modalità di attuazione	**Nuova impresa**	-Start-up -Spin-off accademici puri -Spin-off accademici ibridi	-Corporate Spin-off -Employee Spin-off ("a caldo")
	Impresa esistente	Privatizzazione buy-out/buy-in della ricerca universitaria	-Corporate Spin-off puro ("restructuring") -Management buy-out della divisione -Management buy-in della divisione

Fonte: Adattamento da Fryges e Wright (2014)

Ulteriori distinzioni possono, poi, essere effettuate a seconda della modalità di trasferimento del capitale umano e del *know-how*, che avviene su iniziativa della casa madre nel caso di *assisted* spin-off e per scelta del management nel caso di *entrepreneurial* spin-off.

L'oggetto di analisi principale di questo studio è rappresentato dal *corporate* spin-off puro di tipo *restructuring*, il quale consiste nello scorporo di una sussidiaria o di una divisione della *parent corporation* tradizionalmente effettuata attraverso l'assegnazione di quote di *equity* della società creata agli azionisti della società madre, in proporzione alla loro preesistente partecipazione. L'esito

finale è la formazione di una nuova società quotata (la sussidiaria *target*), con pieni poteri e con un'entità societaria distinta rispetto alla *parent*.
Oltre allo spin-off esistono metodi alternativi di disinvestimento rispetto a un business controllato, come l'equity carve-out e il sell-off. Di seguito si riportano le principali caratteristiche e differenze tra le tre operazioni.

Figura 2 – Principali differenze tra le diverse forme di disinvestimento

	Spin-off	Equity carve-out	Sell-off
Modifiche alla proprietà	No	Si	Si
Modifiche al controllo	Si	Possibile	Si
Monitoraggio del mercato dei capitali	No	Si	No
Acquirenti esterni	No	Si	Si
Creazione di una nuova impresa	Si	Si	No
Aumento delle risorse finanziarie	No	Si	Possibile

Fonte: Peruffo (2013)

Per quanto riguarda, invece, le **motivazioni** più frequenti e rilevanti che guidano un'azienda nell'attuazione di un'operazione di scorporo, queste possono essere distinte in strategiche e finanziarie. Tra i razionali strategici si riscontrano: *re-focusing* sul *core business*, eliminazione di eventuali sinergie negative tra sussidiaria e capogruppo, esigenze innovative; mentre tra i razionali finanziari sono ricompresi: riduzione dell'asimmetria informativa, creazione di una *capital structure* più confacente alle caratteristiche del business, trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti, *clientele effects* e *takeover*.
Nella maggior parte dei casi lo spin-off riguarda segmenti aziendali di dimensioni ristrette e che non presentano una correlazione forte con il *core* business; è per questo che il valore generato dall'operazione può essere spesso quantificato guardando alle *performance* successive della casa madre, considerando gli effetti della maggiore focalizzazione.
Dal compimento di uno scorporo si generano, inoltre, diverse **implicazioni**, che riguardano differenti sfere della realtà aziendale e agiscono sia sulla *parent company* sia sul business separato. In particolare, importanti sono gli esiti generati in termini operativi, tra cui per la sussidiaria: sfruttamento del livello di *entrepreneurship* di una piccola impresa con *asset* materiali e immateriali di una grande organizzazione, possibilità di una migliore strutturazione dei processi decisionali, velocizzazione dei processi di apprendimento, eliminazione di eventuali conflitti d'interesse con la *parent company* e gestione focalizzata del *brand*, dell'immagine e dell'identità aziendali. Inoltre, una volta scorporata, essa può sfruttare le relazioni e le informazioni acquisite per mezzo dell'ex

casa madre e, nonostante la perdita di accesso al mercato dei capitali interno alla *parent*, ha la possibilità di ricorrere a opportunità di finanziamento e d'investimento esterne maggiormente confacenti alle caratteristiche del suo business, il quale, per mezzo della quotazione sui mercati, potrebbe essere sottoposto a una rapida crescita legata all'afflusso di nuove risorse.

Dal punto di vista fiscale l'operazione si caratterizza nella maggior parte dei casi come *tax free*, mentre in riferimento alla *performance* organizzativa e al *corporate investment* comporta una crescita di valore per gli *asset* tangibili dell'impresa, nonché dei miglioramenti nei margini di cassa generati dalle vendite. D'altra parte, poiché nel contesto della conglomerata la consistente presenza di debito ad alto rischio genera delle problematiche di *underinvestment*, attraverso tale operazione è possibile tornare ad incentivare l'attuazione di investimenti con un *net present value* positivo.

Il nodo cruciale dell'analisi è rappresentato dagli effetti che questo tipo di disinvestimento è in grado di generare sul mercato sia nel momento in cui un'organizzazione decide di attuarlo, sia negli orizzonti temporali successivi. Numerose analisi empiriche dimostrano che la conseguenza primaria sul mercato dei capitali al momento dell'**annuncio di uno spin-off** è il manifestarsi di rendimenti positivi anomali sullo *stock price* della *parent firm*. Infatti, prendendo a riferimento i ventisei più autorevoli *event studies* effettuati in relazione allo *spin-off announcement*, nel periodo di analisi impiegato dai ricercatori il ritorno medio generatosi sulle azioni ammonta a circa il 3,02%.

I risultati ottenuti da Miles e Rosenfeld a dimostrazione degli *abnormal returns* legati all'annuncio, vedono per tutti i 181 giorni di osservazione da questi impiegati, un CAAR del 22,1% e dei significativi AARs a partire dal giorno 0 a quelli immediatamente successivi, in particolare il +1. In seguito ad esso, tali rendimenti fluttuano in maniera casuale in relazione al rapido inglobamento di tutte le informazioni riguardo lo spin-off all'interno dello *stock price*, dimostrando un livello di efficienza semi-forte del mercato riguardo a tale evento. Gli autori mettono, inoltre, in evidenza una differenza di risultato in relazione alla dimensione dello spin-off. Infatti, sulla base dei dati rinvenibili nel campione, i *large spin-off*, che si riferiscono allo scorporo di una sussidiaria con un *equity market value* almeno pari al 10% del valore di mercato delle azioni ordinarie dell'organizzazione, mostrano un CAAR del 30%; mentre gli *small spin-off* in cui la *subsidiary* presenta un *market value* più basso del 10% del valore dell'*equity* dell'organizzazione, mostrano dei CAARs statisticamente rilevanti esclusivamente nell'intervallo tra il giorno 0 e il +1, generando dunque dei minori effetti in termini di *shareholders wealth*. Il cambiamento *post* annuncio degli AARs nei *large spin-off*, così come quello negli *small spin-off*, può derivare da errori di classificazione che pregiudicano i rendimenti, poiché non basati sul *market value* reale.

Schipper e Smith hanno, poi, rilevato ulteriori importanti evidenze empiriche:

- *abnormal returns* inferiori per gli spin-off non *tax-free*;

- rendimenti più elevati per gli spin-off che generano vantaggi fiscali o regolamentari;
- incremento della *shareholders wealth* maggiore in caso di scorporo di sussidiarie *unrelated* rispetto alla casa madre.

Un diverso impatto sull'entità dei rendimenti anomali generati con l'effetto annuncio è, dunque, in parte imputabile agli obiettivi che le aziende intendono perseguire. Infatti, accade che, quando l'organizzazione voglia incrementare *l'industrial focus*, perseguire vantaggi fiscali o regolatori e goda di una dimensione rilevante, il livello degli *abnormal returns* risulti più alto rispetto agli altri casi, tra cui ad esempio il *back to basics* e la riduzione dell'asimmetria informativa. In particolare, i livelli di rendimento per gli *shareholders* sono di circa l'1,3% nel caso di focalizzazione sul *core business*, si attestano intorno all'1% nel caso di *tax* e *regulatory advantages* e al 2,7% per imprese di grandi dimensioni.

Un secondo aspetto rilevante riguardo la risposta del mercato all'operazione di spin-off è legato alla ***performance* di lungo periodo delle azioni**. Numerose ricerche hanno, infatti, dimostrato che fino a un massimo di tre anni dopo l'annuncio di spin-off sia la *parent company* sia la *subsidiary* registrano dei rendimenti anomali significativamente positivi sullo *stock market*. In particolare, secondo Cusatis, Miles e Woolridge tali risultati sarebbero da imputare all'attività di *corporate restructuring* posta in essere a seguito dello spin-off, la quale non potendo essere completamente prevista a monte dagli investitori, genera un maggior valore rispetto a quello stimato e atteso.

Figura 3 - Rendimenti della casa madre e della sussidiaria per diversi orizzonti temporali dopo lo spin-off (6, 12, 24, 36 mesi)

	Common stock return			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Raw returns	7,70%	19,90%	52%	76%
Matched-firm-adjusted returns	-1%	4,50%	25%	33,60%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Figura 4 – Rendimenti medi della parent company a partire dall'ex-date

	Firms merged or taken over (PARENT)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	21,80%	42,80%	56,90%	69,60%

	Firms not merged or taken over (PARENT)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	4,40%	7,70%	21,80%	9,90%

	Firms merged or taken over (PARENT - no takeover premium)			
	X-6	**X-12**	**X-24**	**X-36**
Mean returns	8,60%	19,30%	25,10%	25,20%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Figura 5 – Rendimenti medi della subsidiary dopo lo scorporo definitivo

	Firms merged or taken over (SUBSIDIARY)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	14%	11,80%	61,30%	99,30%

	Firms not merged or taken over (SUBSIDIARY)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	-3,60%	3,30%	18,90%	22,50%

	Firms merged or taken over (SUBSIDIARY - no takeover premium)			
	I-6	**I-12**	**I-24**	**I-36**
Mean returns	7,70%	1,90%	26,70%	35,60%

Fonte: Adattamento da Cusatis, Miles, Woolridge (1993)

Approfondendo la ricerca intrapresa da Cusatis et al., Desai e Jain si sono, invece, concentrati sull'analizzare le differenze nella *performance* di lungo periodo tra gli spin-off *focus-increasing* e quelli *non-focus-increasing*. Essi hanno sottolineato che, nei tre anni successivi allo spin-off, esclusivamente le operazioni generate dalla volontà di incrementare il *focus* sul *core business* presentano dei rendimenti statisticamente rilevanti sullo *stock market*. In particolare, in questi casi accade che il ritorno in termini di *market value* per la *parent* e la *subsidiary* abbinate si aggiri attorno all'11% per il primo anno, al 21% nel secondo e al 33% nel terzo.

Le motivazioni principali che gli autori adducono per garantire una spiegazione all'assenza di *performance* altrettanto rilevanti per i *non-focus-increasing* spin-off, sono da far risalire al fatto che in genere tali operazioni vengono realizzate al fine di ridurre gli alti livelli di debito, superare una condizione di *financial distress* oppure di separare una sussidiaria *underperforming*.

Infine, gli studi più recenti su questo tema, si sono concentrati principalmente sulle differenze di risultato secondo i territori di origine delle aziende. Ad esempio, Veld e Veld-Merkoulova (2004), ma anche Sudarsanam e Qian (2007), attraverso le loro ricerche, hanno dimostrato che diversamente da quanto accade per le imprese statunitensi, nel caso di quelle europee è meno probabile riscontrare dei ritorni anomali significativi sul mercato a seguito dell'operazione di spin-off.

Passando ad analizzare il legame tra la ***corporate governance*** e lo spin-off, importante da considerare è la teoria di Ahn e Walker secondo la quale nel momento in cui un'impresa possegga un'elevata percentuale di *outsiders* nella compagni azionaria, un CEO remunerato in maniera particolarmente elevata, un CdA eterogeneo e poco numeroso, nonché dei *Payout Ratio* bassi, si creano le condizioni ideali al fine dell'attuazione di un'operazione di questo tipo.

Altri studi in questo ambito hanno, poi, rilevato che nella maggior parte dei casi il management della sussidiaria rimanga invariato a seguito della separazione, per garantire un livello adeguato di *expertise* nella gestione.

Dopo aver presentato i principali temi trattati dalla letteratura riguardante l'operazione di spin-off, è opportuno prendere in esame il caso studio prescelto al fine di valutare se effettivamente rispecchi le teorie generali ed evidenziare eventuali aspetti peculiari d'interesse.

Il *case study* analizzato all'interno della tesi riguarda **lo spin-off di Ferrari da parte di FCA**. Le motivazioni che hanno condotto alla sua scelta sono essenzialmente: il rilevante peso specifico dell'operazione (intorno ai 4 miliardi di euro), il fatto che i due soggetti coinvolti rappresentino l'apice del sistema industriale italiano e per quanto riguarda Ferrari l'espressione massima dell'eccellenza del *Made in Italy*, ma anche i potenziali effetti macro dello scorporo rispetto al settore, allo sviluppo internazionale del Gruppo e al suo assetto proprietario. In particolare, a tale decisione è stata accostata la possibilità di un'uscita progressiva della famiglia Agnelli dal settore delle auto, annunciata anni fa e ribadita più volte da John Elkann, la quale si lega a un potenziale cambio di proprietà che con certezza sposterebbe ulteriormente il *focus* di FCA dal mercato nazionale a quello estero, con rilevanti ripercussioni in termini occupazionali e di investimento. La contropartita dichiarata esplicitamente negli intenti della casa madre consiste, invece, nell'estrinsecazione del reale valore borsistico di Ferrari, l'*asset* più redditizio, prestigioso e amato di FCA, attraverso il passaggio di controllo da Fiat ad Exor e la conseguente opportunità di una rapida corsa del titolo e delle *performance* commerciali nel mercato statunitense e in quello nazionale. Ciò che, in sostanza, tale spin-off avrebbe l'obiettivo di realizzare è mantenere in Italia il controllo della Ferrari e trasformare la Fiat in azienda globale, ampliando il numero di soci e di mercati d'influenza. Inoltre, esso gode di una straordinaria rilevanza oltre che in termini macro,

rispetto ai mercati in cui andrebbe a concentrarsi la strategia di FCA, anche in termini d'impatto esterno sull'intero comparto *automotive*. Infatti, già a partire dalla quotazione sul NYSE, si è resa evidente la volontà del Gruppo di sfruttare tale mercato non solo per la sua importanza in termini di circolazione di capitali, ma anche per la ricerca di un *partner* industriale o di un vero e proprio acquirente. Riguardo l'impatto interno dello spin-off, la sua importanza si lega essenzialmente alla possibilità di valorizzazione delle due realtà coinvolte attraverso un apprezzamento separato da parte degli investitori. Da non tralasciare è, poi, l'attualità del tema e la forte attenzione dei *media* su tutte le fasi dell'operazione e sui risultati raggiunti.

Scendendo nel particolare, l'operazione di scorporo attuata da FCA rappresenta un caso di ***corporate spin-off*** **puro** di tipo *restructuring*. Essa, infatti, è consistita nella separazione del business di Ferrari, già esistente e non di nuova costituzione, dalle attività della casa madre in un ambito commerciale e ha previsto il mantenimento del medesimo *management team* per la sussidiaria. Inoltre, poiché l'iniziativa della separazione è stata intrapresa dalla *parent company* e non direttamente dai manager aziendali, si può attribuire a tale spin-off l'ulteriore caratterizzazione di ***assisted spin-off***.

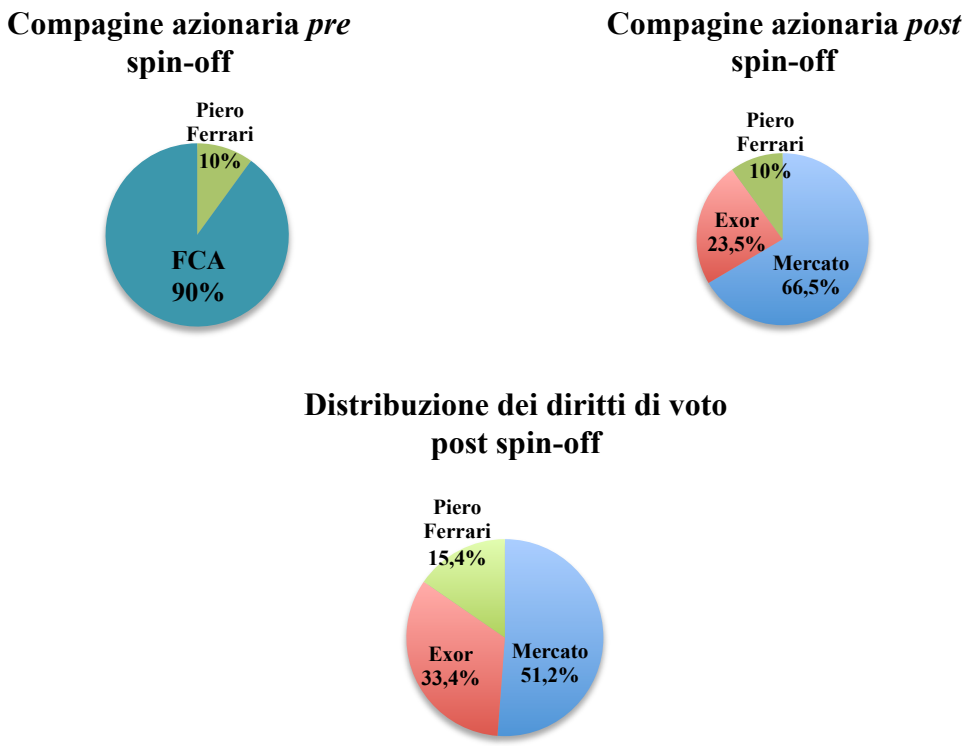
Il processo di separazione ha preso avvio il 24 maggio 2013, data in cui Ferrari S.p.A. è stata incorporata nella società di diritto olandese New Business Netherlands *N.V.*. L'annuncio è, invece, avvenuto il 29 ottobre 2014, quando il CdA di FCA ha dichiarato apertamente la sua volontà di scorporo del business Ferrari dalla dipendenze della casa madre. Nella metà di ottobre dell'anno successivo la società di Maranello ha fatto richiesta di quotazione delle proprie azioni ordinarie presso il NYSE e ha depositato il prospetto informativo definitivo dell'IPO del 10% delle *outstanding shares* di Ferrari *N.V.*, nuova denominazione nel frattempo assunta da New Business Netherlands *N.V.*; operazione il cui valore è stato stimato in circa un miliardo di euro. Il debutto a Wall Street del Cavallino è, quindi, avvenuto il 21 ottobre 2015 e ha previsto il collocamento di 100 milioni di azioni FCA, nonché l'emissione di un *bond* convertendo del valore di circa 2 miliardi di euro.

Il 3 dicembre 2015 l'assemblea dei soci FCA riunitasi ad Amsterdam, ha inoltre stabilito in via definitiva lo scorporo di Ferrari dalla casa madre con il 99,8% di voti a favore e la quotazione delle azioni ordinarie della casa di Maranello sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana. Lo spin-off è stato, dunque, completato il 3 gennaio 2016, le azioni FCA hanno incorporato il valore di Ferrari fino al 31 dicembre, mentre a partire dal 4 gennaio hanno iniziato ad essere scambiate *ex*-Ferrari sia a New York sia a Milano. La **scissione** da FCA è stata, quindi, **totale** in quanto tutte le azioni del Cavallino sotto il controllo della casa madre sono state cedute attraverso l'IPO e attraverso l'assegnazione agli azionisti e agli obbligazionisti convertibili in base a specifici

criteri di proporzionalità. Gli *shareholders* di FCA oggi detengono, dunque, azioni della casa madre nella stessa quantità precedente alla separazione e azioni di Ferrari *ex-novo*, essendo ormai le due identità distinte e indipendenti.

Prima dello spin-off, le azioni di Ferrari erano per il 90% di proprietà di FCA e per il 10% di Piero Ferrari; con lo scorporo definitivo la partecipazione dell'80% rimasta nelle mani della casa madre a seguito dell'IPO sul NYSE è stata distribuita su base *pro-quota* agli azionisti e ai proprietari di obbligazioni convertibili. In particolare il meccanismo di assegnazione prevedeva l'attribuzione di un'azione Ferrari ogni dieci FCA per gli *shareholders* e il conferimento di 0.77369 azioni ordinarie Ferrari per ogni obbligazione convertibile FCA. In questo modo, Piero Ferrari ha mantenuto una quota del 10% del capitale sociale, a cui corrisponde circa il 15,4% dei diritti di voto, mentre Exor S.p.A., *holding* della famiglia Agnelli, detiene oggi il controllo del 23,5% dell'*equity* e di circa il 33,4% dei diritti di voto.

Figura 6 – Cambiamenti nell'assetto proprietario di Ferrari e attuale distribuzione dei diritti di voto



Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda gli esiti fiscali dell'operazione, in base alla legislazione olandese, italiana e statunitense essa è in linea generale configurabile come ***tax-free*** per gli azionisti di FCA.

Sulla ***corporate governance*** è possibile affermare, rifacendosi alle teorie di Ahn e Walker e alle variabili da questi prese in considerazione, che il caso di FCA e Ferrari le rispecchi in gran parte (come si può osservare nella tabella seguente).

Figura 7 – Caratteristiche della corporate governance di FCA a confronto con quella efficiente proposta da Ahn e Walker

	Caratteristiche della corporate governance efficiente	**Caratteristiche della corporate governance di FCA**
Struttura della proprietà	Numeto elevato di *outsiders*	Marchionne ha una quota dell'1,1% e John Elkann del 5%
Retribuzione del CEO	Alta	Marchionne nel 2015 al primo posto tra i manager più retribuiti d'Italia
Numero membri del CdA	Basso	Leggermente al di sopra della media in Italia
Eterogeneità del CdA	Alta	3 donne su 11 membri + alta eterogeneità dei *background*
Caratteristiche finanziarie	*Payout Ratio* bassi	*Payout ratio* nulli

Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda **le attese e gli obiettivi** espressi intorno all'operazione questi sono stati molteplici, alcuni effettivamente dichiarati dall'azienda, altri dedotti dalla stampa o intuiti dagli analisti finanziari.

Figura 8 – Obiettivi e vantaggi principali dello spin-off nelle opinioni di FCA, della stampa e di alcuni analisti

	FCA	**Stampa e Analisti**
Obiettivo principale	Estrinsecazione del reale valore di Ferrari	Miglioramento della struttura di capitale della casa madre
Principali vantaggi per Ferrari	-Mantenimento e accrescimento del valore del *brand* -Conservazione del legame con il territorio italiano -Gestione più efficiente attraverso l'autonomia operativa e finanziaria (sfruttamento del livello di *enterpreneurship* della piccola impresa) -Riconoscimento del valore effettivo della sussidiaria da parte del mercato	Stessi vantaggi dichiarati da FCA
Principali vantaggi per FCA	-Maggiore focalizzazione sui *core business* -Eliminazione eventuali sinergie negative -Attuazione di una strategia globale senza vincoli legati a Ferrari	-Riduzione del livello d'indebitamento -Attuazione completa del piano industriale -Rispetto dei *target* per il 2018 -Entrata di rilevanti flussi di cassa

Fonte: Elaborazione personale

Come anticipato, l'obiettivo principale dello spin-off manifestato da FCA è stato quello di **estrinsecazione del reale valore di Ferrari**. Nelle intenzioni del Gruppo, infatti, rendere il Cavallino indipendente avrebbe consentito di esprimerne a pieno il potenziale e di preservare la rinomata tradizione italiana di cui l'azienda è da sempre simbolo indiscusso, attraverso il mantenimento e l'accrescimento delle caratteristiche che l'hanno resa unica. In sostanza, si è voluto realizzare un investimento sul valore globale del marchio Ferrari, il quale non essendo più legato solamente al mondo delle auto, ma all'ambito del lusso in generale avrebbe potuto offrire a Exor la possibilità futura di divenire un aggregatore dei *brand* del settore attraverso fusioni e alleanze.

Per FCA, inoltre, l'operazione avrebbe potuto generare una maggiore focalizzazione sugli altri business del portafoglio aziendale e un più rapido raggiungimento dei *target* stabiliti nel piano industriale in particolare sui business portanti dell'azienda (soprattutto Jeep), senza abbandonare del tutto il segmento delle auto sportive di lusso (Maserati e, in parte, Alfa Romeo).

FCA potrebbe, poi, aver rintracciato come punto a favore della separazione del Cavallino la possibilità d'eliminazione di eventuali sinergie negative tra questo e i suoi restanti business. Nella fase *pre* spin-off, infatti, l'azienda operava in un mercato *core* in cui i segmenti prevalenti erano gli A, B, C e D degli standard automobilistici europei e agiva nell'ottica di una strategia globale sia in termini di *mix* produttivo sia di localizzazione geografica. Ferrari, invece, sulla base di quanto descritto nel *business plan*, voleva mantenere salda la sua unicità e rafforzare ulteriormente la strategia di nicchia. Tutto ciò era possibile mantenendo il suo controllo e la sua proprietà in Italia e operando su attività in grado di caratterizzarla sempre più come un *brand* del lusso. Da queste divergenze di obiettivi e di piani, il mantenimento del Cavallino nel Gruppo avrebbe potuto creare delle inefficienze ed effetti distorsivi in termini d'investimenti e di sovvenzione incrociata.

In ultimo, la casa madre immaginava che, attraverso lo spin-off, si sarebbe potuta favorire la suddetta strategia globale e, dunque, un incremento della capitalizzazione di mercato del Gruppo fino a raggiungere i livelli dei principali *competitors*, in particolare dei produttori americani. Certamente, però, per realizzare un livello di capitalizzazione alla stregua di GM, FCA era perfettamente consapevole della necessità di attuare un'operazione di fusione in grado di incrementare la massa critica della società e di avviare il processo di consolidamento dell'*automotive* più volte invocato da Marchionne e John Elkann.

D'altra parte la stampa e alcuni analisti hanno riscontrato come principale motivazione dello spin-off di Ferrari la volontà di migliorare la **struttura di capitale di FCA** e renderla più adeguata possibile alla **realizzazione dell'ambizioso piano industriale 2014-2018**, con una riduzione sostanziale del livello d'indebitamento. Le risorse apportate dallo scorporo, infatti, erano indispensabili ai fini dei *target* che la casa madre si era predisposta e avrebbero consentito di

generare rilevanti flussi di cassa.

Questo è stato l'aspetto più controverso dell'operazione: molti hanno creduto che lo spin-off rappresentasse esclusivamente un espediente per ridurre il livello d'indebitamento della casa madre, non adatto a supportare gli obiettivi predefiniti.

Per quanto riguarda in linea generale l'effetto atteso sul valore delle azioni per il *post* spin-off, la maggior parte del mercato credeva in un apprezzamento o in un andamento stabile del titolo FCA. Ciò soprattutto grazie ai miglioramenti dei margini registrati dal Gruppo nell'area NAFTA, alla possibilità di nuove valorizzazioni di *asset*, alla fiducia nel rilancio di Alfa Romeo e alle prospettive di M&A; elementi che sostenevano la forza del titolo nonostante il peso del debito e le incognite sul raggiungimento degli obiettivi previsti. Kristina Church, analista di Barclays, d'altra parte, prevedeva principalmente rischi di breve periodo legati alla presenza di azionisti FCA tali solo al fine di accesso a partecipazioni in Ferrari. Ciò comportava la possibilità di un andamento positivo del titolo subito dopo l'annuncio, come reazione emotiva di attaccamento al Cavallino, e un crollo dopo l'operazione.

Per quanto riguarda il titolo Ferrari, invece, da un lato alcuni, come l'analista Gabriele Gambarova, raccomandavano l'acquisto del titolo a causa della crescita dei ricavi in media del 9% annuo, al momento della definizione del *business plan* 2014-2018; altri, invece, come Max Warburton, raccomandavano la vendita poiché sostenevano che difficilmente Ferrari avrebbe potuto giustificare una capitalizzazione superiore ai 5 o 6 miliardi di euro, non godendo di una rapida crescita, presentando delle problematiche sul mercato cinese e impiegando una quantità di capitale di molto superiore rispetto a un produttore di beni di lusso. Un altro problema si registrava poi, intorno alla capacità del Cavallino di investire abbastanza per restare ai vertici della tecnologia, operando disgiuntamente dalla casa madre.

Un altro rischio legato all'operazione e sollevato da S&P poco dopo l'annuncio era connesso ai suoi probabili effetti diluitivi sulla redditività di FCA. Infatti, nonostante Ferrari nel 2013 contribuisse ai ricavi della casa madre in misura ridotta, per circa 2,3 miliardi di euro, i suoi margini operativi di profitto erano più alti, intorno al 16%. Per questo, a seguito dell'operazione, si sarebbero potuti evidenziare rilevanti rischi legati all'estrinsecazione di eventuali debolezze di FCA privata della casa di Maranello.

La tabella seguente riporta una sintesi degli eventi preventivati a monte dell'operazione e descritti finora, con indicazione di quelli che si sono verificati o meno nella realtà dei fatti e i principali dati che lo dimostrano. Successivamente, se ne fornisce una spiegazione più approfondita e si evidenziano tutti i risultati derivanti dallo spin-off.

Figura 9 – Principali attese e rischi dell'operazione, con indicazione della loro eventuale manifestazione

Attese positive sullo spin-off	Manifestazione effettiva	Alcuni dati
1) Crescita del valore riconosciuto a Ferrari e conseguente creazione di ricchezza per gli azionisti	No	Il titolo dopo lo spin-off ha toccato i minimi storici, arrivando a scambiare le sue azioni a 30 Euro
2) Apprezzamento o andamento stabile del titolo FCA	No	Prezzo medio del titolo FCA dopo l'*ex-date* di 6,50 Euro a Milano e di 7,23 Euro a New York, mentre il prezzo obiettivo è tra 9,4 e 11,4 Euro
3) Più rapido raggiungimento degli obiettivi del business plan sia per la sussidiaria che per la casa madre	Si	Revisione al rialzo degli obiettivi previsti per il 2016 sia per Ferrari che per FCA
4) Attuazione ulteriori operazioni di finanza straordinaria da parte di FCA	No	Il *top management* ha dichiarato di non aver trovato ancora il *partner* giusto, ma ciò è nei piani dell'azienda molto probabilmente entro il 2018
5) Raggiungimento di un livello di capitalizzazione di FCA comparabile con quello dei *competitor*	No	Capitalizzazione di FCA a settembre 2016 tra 7 e 8 miliardi di Euro (Volkswagen 63 miliardi, Ford 49 miliardi)

Rischi dello spin-off	Manifestazione effettiva	Alcuni dati
1) Sopravvalutazione di Ferrari	Si	Elevati prezzi di quotazione (47 Euro a Milano e 52 Euro a New York) e multipli elevatissimi
2) Andamento positivo subito dopo l'annuncio e crollo al completamento dell'operazione per il titolo FCA	Si	Prezzo medio del titolo FCA a Milano da 8,76 a 6,50 Euro, a New York da 9,55 a 7,23 Euro
3) Estrinsecazione delle debolezze della casa madre a seguito dello scorporo del Cavallino (tra cui effetti diluitivi sulla redditività)	Da valutare nel lungo periodo	Per ora gli effetti diluitivi sulla redditività non sono stati rilevanti
4) Incapacità di Ferrari di autosostenersi e di mantenere lo stesso livello di innovatività e di capacità d'investimento	Da valutare nel lungo periodo	Per ora le performance della sussidiaria non sembrano essere state influenzate negativamente dallo spin-off

Fonte: Elaborazione personale

Per quanto riguarda l'**effetto annuncio**, considerando che il giorno 0 nel caso specifico rappresenta il vero e proprio *announcement day*, in cui è stato pubblicato il comunicato stampa da parte della società in relazione all'intenzione di scorporo di Ferrari, è possibile notare che si sono registrati ritorni anomali positivi[62] specialmente nell'intervallo -1;0, con dei valori intorno al 12% a Milano e al 10% a New York. In seguito, come evidenziato anche nello studio di Miles e Rosenfeld, i rendimenti hanno presentato delle fluttuazioni casuali legate al rapido inglobamento d'informazioni nello *stock price*.

Per quanto riguarda i ritorni cumulati nel periodo -10;+10, questi hanno raggiunto circa il 30% a Milano e il 28% a New York, mentre tra il giorno -120 e il +60 si è registrato un rendimento cumulato rispettivamente intorno al 37% a Piazza Affari e al 25% sul NYSE. Da tali dati risulta, quindi, evidente che la gran parte dei ritorni cumulati generati in relazione all'annuncio di tale spin-off sia attribuibile a un intervallo temporale ristretto intorno all'evento. Questa caratteristica è tipica dei c.d. *small spin-off*, ovvero quelle operazioni di scorporo che vedono coinvolte sussidiarie con un valore inferiore al 10% della casa madre; d'altra parte, però, un CAAR intorno al 30% si riscontra

[62] Nel computo dei ritorni sull'investimento è stata utilizzata la formula del rendimento giornaliero nel continuo, quindi $\ln(P_t/P_{t-1})$.

esclusivamente nel caso di *large spin-off*. Come affermato nel primo capitolo, infatti, nella fase dell'annuncio possono subentrare degli errori di classificazione connessi al fatto che questo sia, nella maggior parte dei casi, antecedente alla quotazione della sussidiaria sul mercato. Dunque, la tendenza alla crescita del CAAR di FCA dopo il giorno 0 sta a dimostrare l'apprezzamento del mercato su Ferrari e la sua sottovalutazione rispetto al reale valore nella fase *pre*-annuncio. Come anticipato, infatti, anche al momento della definizione del piano industriale 2014-2018 vi era uno scostamento tra il *book value* del Cavallino, di 1,2 miliardi, e la stima dei *broker*, tra 3,3 e 5,4 miliardi.

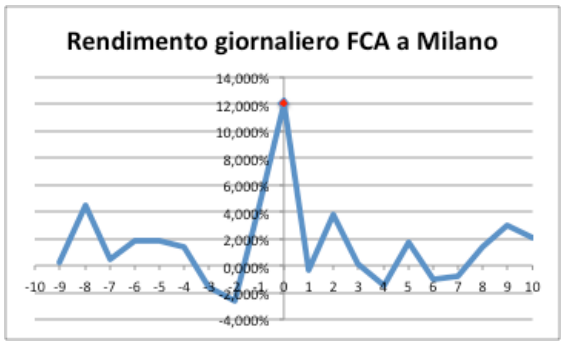
Figura 10 – Prezzi e rendimenti giornalieri FCA nel periodo -10;+10

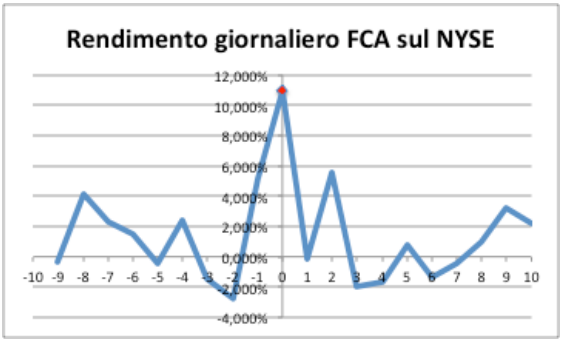
FCA Milano

Data	Giorni (rispetto all'annuncio)	Prezzo di chiusura aggiustato	Rendimento giornaliero	Rendimento giornaliero cumulato
15/10/14	-10	4,58		
16/10/14	-9	4,59	0,218%	0,218%
17/10/14	-8	4,8	4,474%	4,692%
20/10/14	-7	4,82	0,416%	5,107%
21/10/14	-6	4,91	1,850%	6,957%
22/10/14	-5	5	1,816%	8,774%
23/10/14	-4	5,07	1,390%	10,164%
24/10/14	-3	4,99	-1,590%	8,574%
27/10/14	-2	4,86	-2,640%	5,934%
28/10/14	-1	5,08	4,427%	10,361%
29/10/14	0	5,73	12,040%	22,402%
30/10/14	1	5,71	-0,350%	22,052%
31/10/14	2	5,93	3,781%	25,833%
03/11/14	3	5,94	0,168%	26,001%
04/11/14	4	5,85	-1,527%	24,474%
05/11/14	5	5,95	1,695%	26,169%
06/11/14	6	5,89	-1,014%	25,156%
07/11/14	7	5,84	-0,853%	24,303%
10/11/14	8	5,92	1,361%	25,664%
11/11/14	9	6,1	2,995%	28,659%
12/11/14	10	6,23	2,109%	**30,768%**
Valori medi		5,42	1,538%	

FCA New York

Data	Giorni (rispetto all'annuncio)	Prezzo di chiusura aggiustato	Rendimento giornaliero	Rendimento giornaliero cumulato
15/10/14	-10	5,76		
16/10/14	-9	5,74	-0,348%	-0,348%
17/10/14	-8	5,98	4,096%	3,748%
20/10/14	-7	6,12	2,314%	6,062%
21/10/14	-6	6,21	1,460%	7,522%
22/10/14	-5	6,18	-0,484%	7,038%
23/10/14	-4	6,33	2,398%	9,436%
24/10/14	-3	6,24	-1,432%	8,004%
27/10/14	-2	6,07	-2,762%	5,242%
28/10/14	-1	6,39	5,138%	10,380%
29/10/14	0	7,13	10,958%	21,337%
30/10/14	1	7,12	-0,140%	21,197%
31/10/14	2	7,53	5,599%	26,796%
03/11/14	3	7,38	-2,012%	24,784%
04/11/14	4	7,26	-1,639%	23,144%
05/11/14	5	7,32	0,823%	23,967%
06/11/14	6	7,22	-1,376%	22,592%
07/11/14	7	7,19	-0,416%	22,175%
10/11/14	8	7,26	0,969%	23,144%
11/11/14	9	7,5	3,252%	26,397%
12/11/14	10	7,67	2,241%	**28,638%**
Valori medi		6,74	1,432%	





Fonte: Elaborazione personale da dati Yahoo Finance

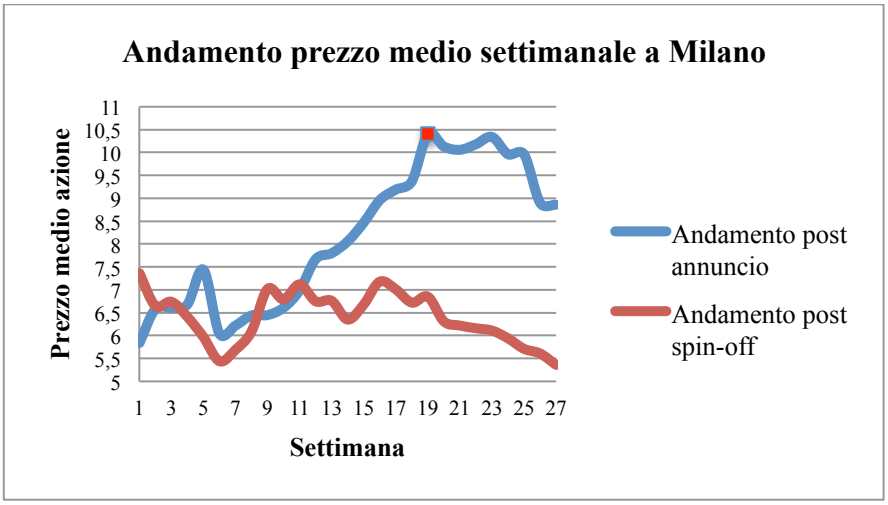
Inoltre, il valore medio dei rendimenti giornalieri nell'orizzonte temporale -10;+10, rispettivamente di 1,5% a Milano e 1,4% a New York, è simile a quello empiricamente rintracciato da Veld e Veld-Merkoulova (intorno all'1,3%) per spin-off c.d. *focus increasing*.

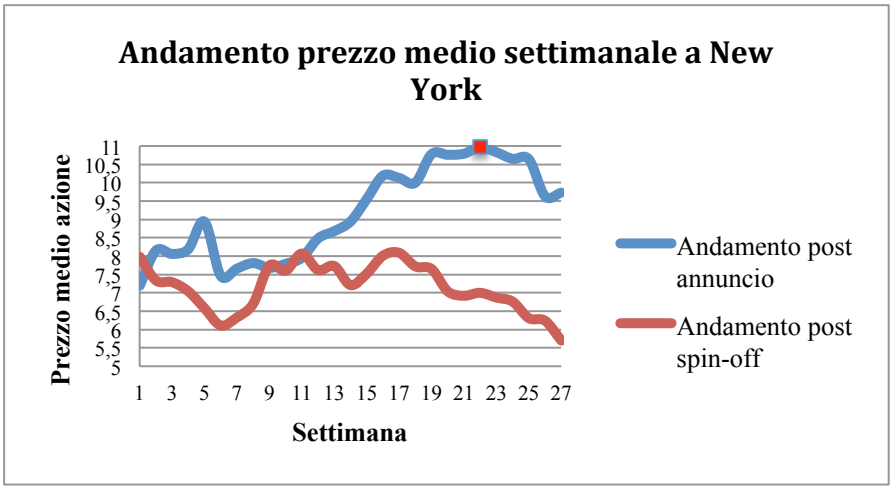
Un altro elemento da considerare è rappresentato dalla ***performance* azionaria di lungo periodo** della casa madre e della sussidiaria al completamento dello spin-off. In particolare, poiché

l'operazione di scorporo di Ferrari da FCA è stata portata a termine a gennaio 2016, l'orizzonte temporale più ampio passibile di analisi è rappresentato dai sei mesi successivi all'*ex-date*, corrispondente al 4 gennaio 2016. In questo periodo, contrariamente alle attese legate alle teorie ed espresse dalla maggioranza degli analisti, FCA non ha registrato rendimenti anomali positivi sullo *stock market*. A Milano si è passati da un prezzo medio giornaliero di 8,76 a 6,50 euro, mentre a New York questo è sceso da 9,55 a 7,23 euro. Nella fase successiva all'annuncio ma antecedente l'*ex-date*, il titolo ha, invece, registrato sul mercato *performance* particolarmente positive che l'hanno condotto a raggiungere in alcune fasi un valore più che doppio rispetto alla data dell'annuncio, spesso superiore a 10 euro e raramente inferiore agli 8 euro. Inoltre, al 31 dicembre 2015 la casa madre era valutata circa 17 miliardi, mentre a Ferrari era attribuito un valore intorno agli 8 miliardi.

Di seguito si presentano dei grafici che mostrano gli andamenti contrastanti dei prezzi azionari medi settimanali tra i sei mesi immediatamente successivi all'annuncio (l'orizzonte temporale preso in considerazione è 04/11/2014 – 04/05/2015) e quelli seguenti al completamento dello scorporo (l'orizzonte temporale preso in considerazione è 04/01/2016 – 04/07/2016).

Figura 11 – Andamenti prezzi medi settimanali post annuncio e post spin-off a Milano e a New York





Fonte: Elaborazione personale

La conclusione che si può trarre da questi dati, i quali mostrano *performance* tutt'altro che positive di FCA, è che l'orizzonte temporale dei sei mesi successivi al completamento dell'operazione non possa considerarsi effettivamente significativo al fine della creazione di valore per gli azionisti. Nella maggior parte dei casi, inoltre, i migliori risultati connessi a uno spin-off si riscontrano nel secondo e nel terzo anno successivi al completamento dell'operazione, in quanto questi risultano i più favorevoli per l'attuazione di ulteriori operazioni di finanza straordinaria, in grado di offrire una crescita di ricchezza per gli *shareholders*. Elemento questo che è nei piani di Marchionne e che probabilmente si cercherà di attuare prima del suo abbandono, previsto per il 2018.

Oltre alla cessazione delle trattative con GM e Ford, John Elkann a maggio 2016 ha dichiarato che nemmeno Peugeut potrebbe rappresentare un *partner* adeguato ai fini della crescita dimensionale prospettata dall'azienda. Per raggiungere la massa critica dei grandi gruppi americani e dei principali *competitor* FCA deve, quindi, attendere ancora, anche se in termini di *mix* di prodotto e di esposizione geografica è molto vicina all'obiettivo.

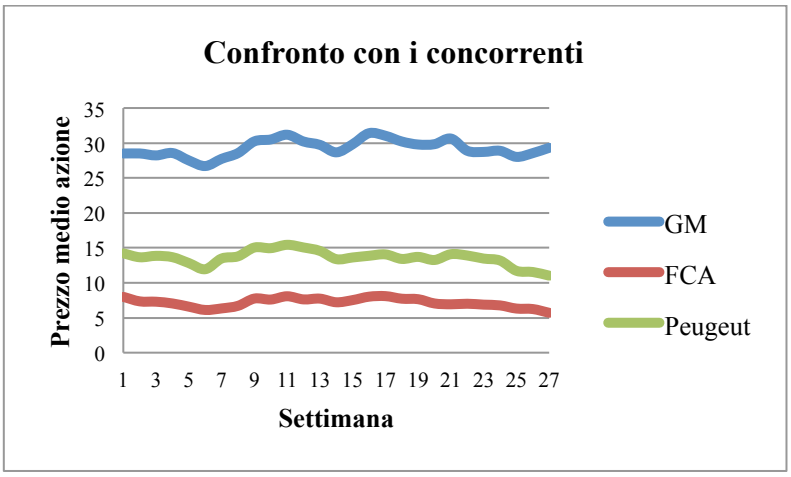
La crescita dei valori di mercato, quindi, dovrebbe arrivare in futuro. Gli analisti hanno, infatti, stabilito come prezzo obiettivo dei titoli di FCA un valore tra i 9,4 e gli 11,4 euro circa, cosicché la casa madre dovrà raggiungere una capitalizzazione residua, senza la Rossa, intorno a 10 miliardi. Oggi il valore si aggira sia a Milano che a New York tra i 7 e gli 8 miliardi di euro e comparato con i grandi concorrenti risulta poco significativo. Basti pensare che il Gruppo Volkswagen ha una capitalizzazione intorno a 63 miliardi, Ford Motor Co. di 49 miliardi, GM di circa 48 miliardi e Peugeut di 10 miliardi[63].

Il valore della *performance* azionaria negativa registrata nel *post* spin-off, al di là degli aspetti che saranno analizzati in seguito, deve essere però ridimensionato. Essa, infatti, non dipende

[63] Dati che si riferiscono a metà settembre 2016.

unicamente da caratteristiche e attese legate al Gruppo, poiché anche alcuni dei principali *competitor* di FCA hanno registrato andamenti simili dei prezzi azionari, in alcuni casi con variabilità maggiori, a partire dal 4 gennaio ai sei mesi successivi.

Figura 12 – Andamento prezzi azionari settimanali dei principali competitor nei sei mesi successivi allo spin-off



Fonte: Elaborazione personale

Il negativo andamento del mercato nel periodo analizzato e la mancata crescita della capitalizzazione del Gruppo, inoltre, potrebbero essere ricondotti al fatto che quest'operazione non sia stata interpretata dagli operatori come *focus increasing*. Gli scetticismi che l'hanno circondata possono, infatti, aver trasmesso agli investitori un segnale negativo legato alla possibilità che la società di Maranello sia stata scorporata esclusivamente al fine di fare cassa e ridurre il livello d'indebitamento della casa madre.

Tali scetticismi sulla base dei dati di bilancio sembrano, però, essere particolarmente infondati. Nel 2015 FCA ha presentato risultati in linea o migliori rispetto ai *target* stabiliti per il periodo e anche la *performance* organizzativa del primo semestre 2016, immediatamente successiva al completamento dell'operazione, sembra prospettare un anno positivo per l'azienda. Oltre alla poco significativa riduzione delle consegne (-1%), infatti, i valori finanziari principali risultano perfettamente in linea con i *target* inizialmente previsti per l'anno in corso

I risultati realizzati nella prima parte del 2016 hanno, inoltre, fatto sì che l'azienda abbia rivisto al rialzo i *target* complessivi del periodo: ricavi netti superiori a 112 miliardi di euro, EBIT *adjusted* superiore a 5,5 miliardi e utile netto aggiustato superiore a 2 miliardi.

Figura 13 – Principali risultati finanziari FCA secondo trimestre 2016 e primo semestre 2016

FIAT CHRYSLER AUTOMOBILES – Risultati finanziari

1° Semestre					2° Trimestre			
2016	2015 [1]	Variazione		(in milioni di euro, salvo quando diversamente indicato)	2016	2015 [1]	Variazione	
2.261	2.284	(23)	(1)%	Consegne (in migliaia di unità)	1.175	1.191	(16)	(1)%
54.463	54.383	80	—	Ricavi netti	27.893	28.540	(647)	(2)%
2.367	1.922	445	+23%	EBIT	1.060	1.226	(166)	(14)%
3.007	2.101	906	+43%	EBIT adjusted [2]	1.628	1.401	227	+16%
799	284	515	+181%	Utile netto	321	257	64	+25%
1.237	403	834	+207%	Utile netto adjusted [2]	709	372	337	+91%
0,502	0,180	0,322	+179%	EPS diluito (in euro)	0,199	0,167	0,032	+19%
0,783	0,259	0,524	+202%	EPS diluito adjusted [2] (in euro)	0,448	0,243	0,205	+84%
5.474	5.049 [4]	425		Indebitamento netto industriale [2]	5.474	6.593 [3]	(1.119)	
25.374	27.786 [4]	(2.412)		Debito	25.374	26.555 [3]	(1.181)	
24.748	24.557 [4]	191		Liquidità disponibile complessiva	24.748	24.296 [3]	452	

Fonte: Semi-annual Report FCA 2016

È possibile, dunque, affermare che FCA sia riuscita effettivamente a raggiungere in maniera più rapida gli obiettivi definiti nel *business plan*. D'altra parte, però, immaginare che le *performance* positive realizzate nella prima metà del 2016 riguardo i business restanti, una volta separata Ferrari, siano del tutto imputabili all'effetto di maggior *focus* legato allo spin-off, risulta improbabile. Infatti, già a fine 2015 il mercato delle auto in Italia aveva mostrato una forte ripresa con un +15,75% rispetto al 2014 e FCA aveva registrato una crescita delle immatricolazioni ancora superiore del 18,34%. Gli esperti prevedevano, inoltre, per il 2016 un ulteriore incremento di +5%.
Anche per quanto riguarda gli USA, sulla base delle previsioni di Bank of America-Merrill Lynch, il mercato delle auto sembra essere in forte ripresa, con una potenziale crescita delle immatricolazioni nel 2018 a 20 milioni rispetto ai 17,5 del 2015. Tale andamento positivo sarebbe trainato dalla prospettiva di 58 nuovi modelli prodotti ogni anno (38 sono i lanci registrati finora) e di cambiamento da parte delle *Big Three* delle loro gamme, per una percentuale tra l'84 e l'88%, tra il 2017 e il 2020.
Per quanto riguarda la redditività di FCA, lo spin-off di Ferrari non ha apportato alcun effetto diluitivo rilevante. Infatti, si evidenzia una differenza negativa tra il margine operativo di profitto[64] di FCA presa singolarmente rispetto al caso in cui fosse stata ancora accorpata a Ferrari, ma per ora tale valore percentuale risulta di un'entità non particolarmente significativa anche perché, nonostante ciò, esso per il Gruppo senza Ferrari è in leggera crescita nel primo semestre del 2016 rispetto a quello del 2015.

[64] Calcolato come rapporto tra EBIT (Reddito Operativo prima della gestione finanziaria e delle tasse) e Ricavi netti.

Figura 14 – Margine operativo di profitto di FCA e di Ferrari

	Ferrari				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	1.486	1.387	2.854	2.762	2.335
EBIT	267	218	444	389	364
Margine operativo di profitto	17,97%	15,72%	15,56%	14,08%	15,59%
	FCA				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	54.463	54.383	110.595	93.640	84.530
EBIT	2.367	1.922	2.625	2.834	2.638
Margine operativo di profitto	4,35%	3,53%	2,37%	3,03%	3,12%
	FCA+Ferrari				
	Primo semestre 2016	**Primo semestre 2015**	**2015**	**2014**	**2013**
Ricavi netti	55.949	55.770	113.449	96.402	86.865
EBIT	2.634	2.140	3.069	3.223	3.002
Margine operativo di profitto	4,71%	3,84%	2,71%	3,34%	3,46%

Fonte: Elaborazione personale dai dati rilevati dagli Annual Report

Le motivazioni del mancato decollo del titolo FCA nel *post* spin-off possono, dunque, essere ricondotte a:

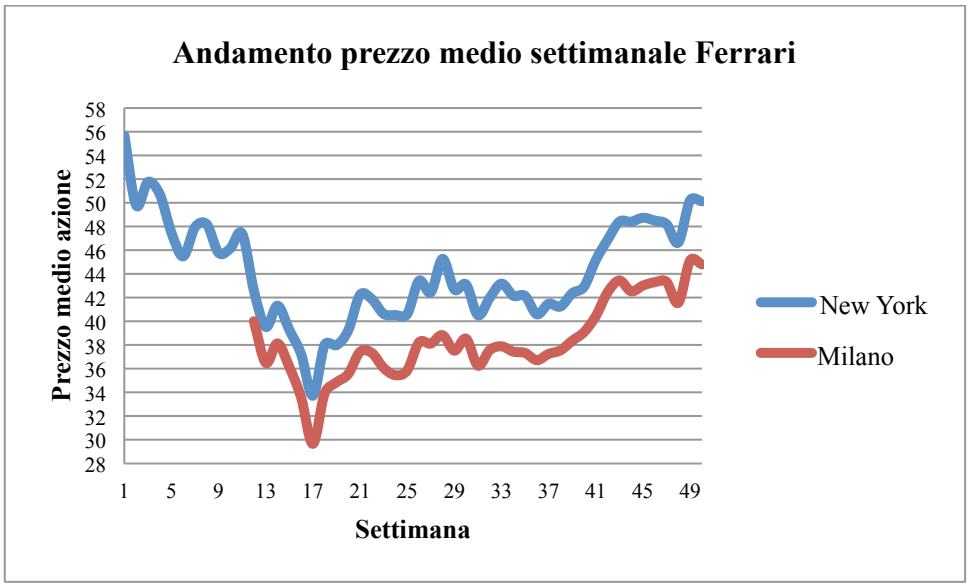
- sfiducia del mercato rispetto all'obiettivo di azzeramento del debito per il 2018;
- debolezza del mercato cinese;
- dimensione aziendale e relativa capitalizzazione irrilevanti rispetto ai *competitor* (l'azienda è giovane, la fusione con Chrysler è avvenuta nel 2014);
- necessità di ulteriori operazioni di finanza straordinaria per generare effettivo valore per gli azionisti;
- potenziale estrinsecazione nel lungo periodo delle debolezze della casa madre.[65]

Per quanto riguarda Ferrari i risultati al completamento dell'operazione sono stati deludenti, anche se in misura inferiore rispetto alla casa madre.

Di seguito si riporta l'andamento del prezzo medio settimanale a Milano e a New York considerando come primo giorno utile quello di quotazione, il 21 ottobre 2015 per il NYSE e il 4 gennaio 2016 per il MTA e protraendo l'analisi fino al 26 settembre 2016.

[65] Diluizione della redditività, elevata dipendenza dal mercato americano e necessità d'ingenti investimenti per la modernizzazione del prodotto, delle tecnologie impiegate e della produzione in generale (fortune.com).

Figura 15 – Andamento prezzo medio settimanale di Ferrari a New York e a Milano



Fonte: Elaborazione personale

Le azioni della società di Maranello a seguito dello spin-off hanno toccato i minimi storici, anche con valori al di sotto dei 30 euro a Milano. La problematica principale è stata legata al momento prescelto per l'esordio sul mercato, in un periodo di crisi a livello globale, e al fatto che il quarto trimestre 2015 abbia presentato delle leggere problematiche dovute al rallentamento della Cina e alle condizioni dell'economia statunitense.

Nel complesso l'esercizio ha evidenziato dei risultati positivi, ma alla data di pubblicazione dei risultati, il 2 febbraio 2016, il titolo Ferrari ha subito un crollo sia a Milano sia a Wall Street a causa del grande volume di vendite delle azioni e della valutazione elevata in occasione dell'IPO; ciò ha fatto sì che le stime per il 2016 fossero più prudenti. Le consegne previste per l'anno successivo sono state, quindi, intorno a 7.900 unità, il valore stabilito per i ricavi netti è stato superiore a 2,9 miliardi, mentre l'EBITDA *adjusted* è stato valorizzato superiore a 770 milioni. Per l'indebitamento industriale netto, invece, il valore previsto è stato inferiore a 750 milioni di euro.

La *performance* organizzativa registrata il primo semestre 2016 ha offerto possibilità di crescita del valore azionario della Rossa. Ferrari è, così tornata a scambiare i suoi titoli a un prezzo intorno a 40 euro a New York e tra i 37 e i 39 euro a Milano.

Anche per il secondo trimestre le *performance* sono state in linea con gli obiettivi predefiniti e sembrano prospettare un anno da *record*.

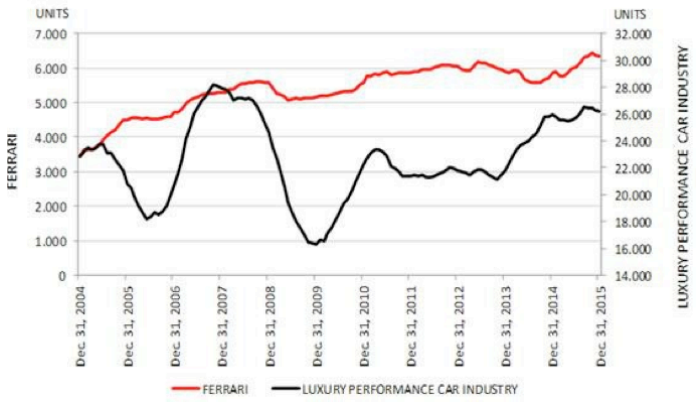
Figura 16 – Risultati finanziari secondo trimestre e primo semestre 2016 Ferrari

Q2 '16	Q2 '15	€M, except as otherwise stated	H1 '16	H1 '15
2,214	2,059	Worldwide shipments (units)	4,096	3,694
811	766	Net revenues	1,486	1,387
207	192	EBITDA[1]	385	348
217	194	Adjusted EBITDA[1]	395	354
146	122	EBIT	267	218
156	124	Adjusted EBIT[1]	277	224
5	8	Net financial expenses	14	6
141	114	Profit before taxes	253	212
44	38	Income tax expense	78	71
30.7%	33.5%	Effective tax rate	30.8%	33.5%
97	76	Net profit	175	141
104	78	Adjusted net profit[1]	182	145
0.52	0.40	EPS	0.93	0.74
0.55	0.41	Adjusted EPS[1]	0.96	0.76

Fonte: Semi-annual Report 2016 Ferrari

Sulla base di questi dati, da rivedere comunque nel lungo periodo a seguito della separazione, la casa di Maranello sembra essere perfettamente in grado di sostenersi in maniera autonoma rispetto a FCA. Lo spin-off non ha intaccato in alcun modo la sua gestione, anzi, ha consentito una maggiore focalizzazione sul business aziendale tanto che gli obiettivi previsti per il 2016 sono stati rivisti al rialzo. In particolare, si ritiene che Ferrari sarà in grado di produrre per la fine dell'anno intorno alle 8.000 automobili, generando quell'incremento di volumi auspicato e atteso dagli esperti. Naturalmente, come già sottolineato nel caso di FCA, la *performance* positiva del 2016 non può essere ricondotta esclusivamente agli effetti dello spin-off. Infatti, c'è anche da considerare che il mercato delle auto di lusso si è mostrato negli anni abbastanza resiliente rispetto alle congiunture economiche, in particolare Ferrari, il cui principale punto di forza è rappresentato dalla stabilità legata alla strategia di produzione a volume ridotto.

Figura 17 – Andamento volumi del mercato delle auto di lusso e di Ferrari

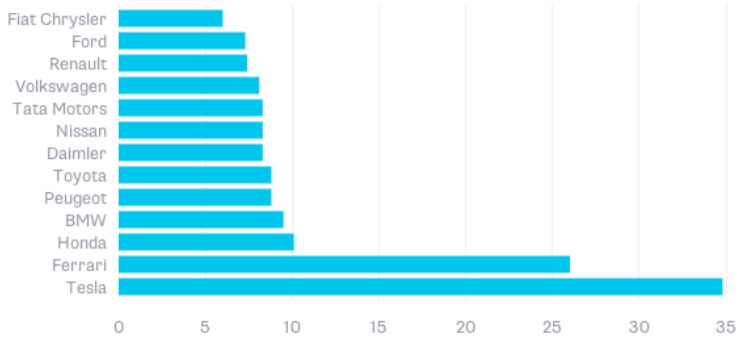


Fonte: Annual Report 2015 Ferrari

Inoltre, il Cavallino, trascorsi sei mesi dallo spin-off, sembra non aver perso la propria capacità d'innovazione *pre*-operazione, ma anche in questo caso per valutare i reali effetti dello scorporo bisognerà studiare la situazione nel lungo termine.

A seguito di tali risultati, il prezzo obiettivo indicato dagli analisti per il titolo Ferrari si aggirerebbe, dunque, intorno ai 50 euro ad azione, ma i dubbi principali sono legati agli elevati prezzi di quotazione, 52 euro sul NYSE e 47 euro a Milano, e al fatto che vi sia una difficoltà a comprendere se i multipli di Ferrari debbano rifarsi al settore del lusso o al generico ambito dell'*automotive*. A gennaio 2016, il P/E di Ferrari era pari a 26, mentre a maggio era di 34,41, superiore sia al livello medio del settore lusso (15,72), sia a quello dell'*automotive* (9,44), mettendo in evidenza una rilevante sopravvalutazione del titolo.

Figura 18 – P/E dei produttori automobilisti (Gennaio 2016)



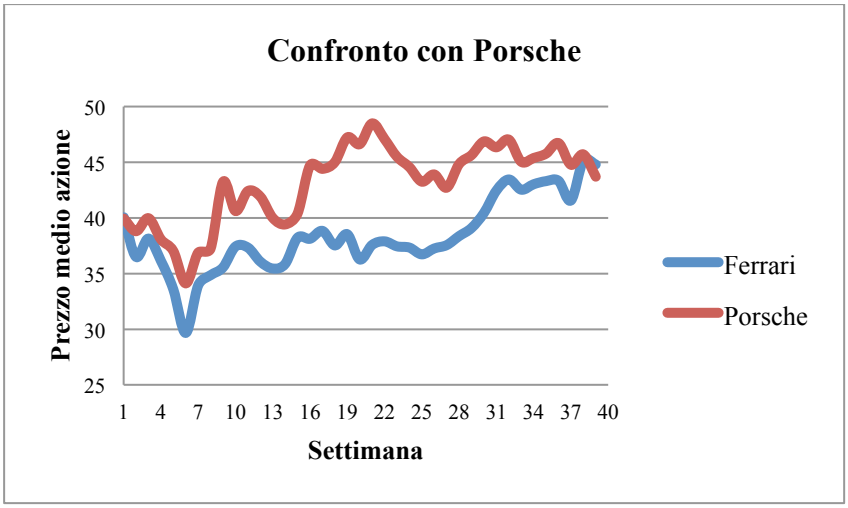
Fonte: Bloomberg

Tale significativo valore attribuito alla Rossa è imputabile principalmente alla struttura delle vendite e dei costi, tipiche dei marchi di lusso, al riconoscimento globale del valore del *brand* e al suo *appeal*, nonché al fatto che la Casa di Maranello sia molto stabile e resistente alle crisi finanziarie. Basti pensare che nel 2008 le vendite siano calate solo del 5%.

A New York, la casa di Maranello è riuscita negli ultimi giorni di settembre a raggiungere il prezzo obiettivo degli analisti e una capitalizzazione di mercato superiore a 9 miliardi, segnando un rilevante apprezzamento rispetto al periodo immediatamente successivo al completamento dello scorporo. A Milano non si è ancora registrata la crescita attesa e il Cavallino è valutato circa 7,85 miliardi. Confrontando, però, l'attuale valore di Ferrari con quello di Porsche che è valorizzata 13,71 miliardi e la loro *performance* azionaria dal 4 gennaio al 26 settembre 2016, si presenta una rilevante differenza, la quale potrebbe essere imputata al fatto che le aziende automobilistiche concorrenti stanno differenziando i propri *business* producendo automobili di diversa categoria rispetto a quelle di lusso e sportive di alta fascia, mentre la Casa di Maranello intende mantenersi

focalizzata sulla sua attuale strategia. Al fine di comprendere se effettivamente la separazione da FCA sia stata in grado di creare valore per mezzo della gestione autonoma, bisognerà osservare come Ferrari implementerà l'obiettivo di valorizzazione del marchio dichiarato nel *business plan*, il quale ad oggi sembra orientato più che altro alla focalizzazione sulla personalizzazione dei propri prodotti e agli investimenti sul Campionato di Formula 1, piuttosto che sul business dei parchi a tema e sulle licenze.

Figura 19 – Confronto andamento prezzi settimanali Ferrari e Porsche



Fonte: Elaborazione personale

Alla luce dei dati presi in considerazione e sulla base dell'orizzonte di analisi particolarmente ristretto e inadatto a offrire una valutazione di lungo termine dello spin-off, la separazione di Ferrari da FCA sembra, dunque, essere classificabile come un mero strumento di miglioramento della struttura di capitale della casa madre.

L'indicatore su cui, ad oggi, l'operazione ha generato la variazione più significativa è stato, infatti, l'**indebitamento industriale netto**: il suo valore per la *parent company* si è ridotto da 7,7 miliardi di euro a fine 2014 a 5 miliardi a inizio 2016 (senza considerare 963 milioni di euro di indebitamento industriale netto di Ferrari).

A sorreggere la tesi suddetta è anche il fatto che nell'arco temporale considerato non sia stata generato un incremento di valore per gli azionisti. Al di là delle motivazioni che ne sono state alla base, infatti, né FCA né Ferrari hanno registrato un andamento positivo sui mercati a seguito del completamento dello scorporo. Le *performance* positive del primo semestre 2016, poi, non possono essere *in toto* attribuite a effetti di maggior focalizzazione strategica legati allo spin-off, in quanto le tendenze di crescita sia per il mercato dell'*automotive* sia per il lusso si erano evidenziate già nel

2015.

Inoltre, dall'operazione potrebbe non essere scaturita alcuna eliminazione di sinergie negative. Com'è possibile dedurre dal fatto che nessuno degli altri grandi gruppi automobilistici abbia scorporato i propri *brand* del lusso, il mantenimento di un segmento legato al comparto *luxury* è fondamentale per godere di elevati margini di profitto e di una buona reputazione legata al marchio.

Infine, l'operazione non ha modificato l'assetto di *governance* in maniera sostanziale, nemmeno per quanto riguarda la proprietà, in quanto il controllo di Exor è rimasto tale tranne che per la modalità di esercizio, prima attraverso la linea di controllo, poi diretto.

Per ora, dunque, lo spin-off sembra aver mostrato esclusivamente punti di debolezza, ma quello che gli investitori auspicano nel lungo termine sono: una crescita del valore riconosciuto sul mercato sia di FCA sia di Ferrari tradotto in un incremento effettivo delle capitalizzazioni, un miglioramento di efficienza nella gestione grazie alla chiara definizione del settore di appartenenza delle due entità e la trasformazione definitiva di FCA in un grande gruppo globale dell'*automotive*, comparabile con i principali *competitor*.