

# La creazione di valore nelle strategie di disinvestimento: evidenze dal contesto europeo

Received  
16<sup>th</sup> December 2014

Revised  
9<sup>th</sup> February 2015

Accepted  
4<sup>th</sup> April 2016

Enzo Peruffo - Alessandra Perri - Luca Pirolo

## Abstract

**Obiettivo del paper:** Analizzare il ruolo della performance pre-disinvestimento nella creazione di valore delle scelte di disinvestimento nei paesi dell'Europa Continentale, evidenziando eventuali interazioni con la presenza di "blockholder" e con il grado di correlazione tra il core business dell'impresa che disinveste e il business disinvestito.

**Metodologia:** Analisi econometrica su un campione di 147 operazioni realizzate in 13 paesi dell'Europa Continentale.

**Risultati:** La performance precedente l'operazione, che consente di distinguere tra strategie di disinvestimento di tipo reattivo e proattivo, modera la relazione tra le determinanti di creazione di valore identificate dalla letteratura (risoluzione di conflitti di agenzia tramite il controllo esercitato dal blockholder e rifocalizzazione sul core business) e performance post-disinvestimento. Quando la performance prima dell'operazione è elevata, l'effetto della presenza di blockholder sulla performance post-disinvestimento è meno positivo, mentre l'impatto della scarsa correlazione tra business è meno negativo.

**Limiti della ricerca:** A causa della scarsa numerosità campionaria non è stato possibile esplorare eventuali differenze tra le diverse modalità di disinvestimento.

**Implicazioni pratiche:** Il management delle imprese deve riconoscere che il disinvestimento, se usato secondo una logica proattiva, può avere anche un'accezione positiva, e che la performance delle operazioni di disinvestimento non è indipendente dai risultati che l'impresa ha realizzato nel periodo precedente all'operazione stessa. Di conseguenza, i manager devono individuare il momento più adeguato per implementare le scelte di disinvestimento.

**Originalità del paper:** Lo studio contribuisce in modo originale alla letteratura sul disinvestimento, con un particolare focus sulle determinanti della performance del disinvestimento nei paesi dell'Europa Continentale e sulla moderazione esercitata dalla performance pre-disinvestimento quale indicatore della tipologia di disinvestimento (reattivo vs. proattivo).

**Parole chiave:** disinvestimento, teoria dell'agenzia, rifocalizzazione; performance pre-disinvestimento

**Purpose of the paper:** In this work, we analyze the role of pre-divestiture performance on the divestiture's value creation in the context of European countries. Specifically, we explore the existence of potential interaction effects between pre-divestiture performance and the presence of blockholder and the degree of relatedness

between the divesting firm core business and the divested business unit.

**Methodology:** Econometric analysis on a unique dataset of 147 divestitures across thirteen countries is used to test the hypotheses.

**Findings:** The pre-divestiture performance of the parent firm moderates the impact of both the blockholder and the relatedness on the parent's post divestiture performance. Our findings indicate that when prior performance is higher, the impact of the presence of a blockholder on parent performance is less positive, while the impact of unrelatedness between the divesting firm's core business and the divested business unit is less negative.

**Research limits:** While our empirical analysis controls for the two most common modes of divestiture - spinoffs and sell-offs, we were not able to focus on homogeneous samples of divestiture deal types. Future work might more systematically test for differences across these modes, for instance through separate samples.

**Practical Implication:** From a managerial point of view, executives need to be aware that divestiture strategies do not only represent tools to remedy to wrong managerial decisions, but rather can also be used to pursue the firm's growth. Moreover, they should consider that ownership structure and relatedness may affect the performance of the divestiture deal in ways that are dependent on the pre-divestiture performance. This may lead managers to modify the timing and overall design of their divestiture strategies.

**Originality of the paper:** Our study contributes to the divestiture literature by addressing the research gap on the determinants of the parent performance in European countries through a focus on pre-divestiture performance.

*Key words:* divestiture, agency theory, refocusing, pre-divestiture performance

## 1. Introduzione

Tra le attività di *corporate restructuring*, il disinvestimento<sup>1</sup> rappresenta una delle operazioni di maggiore interesse e rilevanza strategica. Più del 50% delle operazioni di M&A realizzate dal 2010 ad oggi sono, infatti, riconducibili ad attività di disinvestimento e i segnali provenienti dal mondo manageriale suggeriscono che, nel prossimo futuro, il ricorso a tali strategie sarà ancora più considerevole.

La rilevanza delle strategie di disinvestimento è testimoniata anche dai risultati in termini di *performance* e creazione del valore. Il disinvestimento è, infatti, accompagnato in media da un miglioramento della *performance* dell'azienda che disinveste (cd. *parent*) e, conseguentemente, da un incremento del valore complessivo per gli azionisti (Lee e Madhavan, 2010).

Queste evidenze suggeriscono che la comprensione di quali siano i driver della *performance* del disinvestimento sia cruciale per le imprese ma anche per gli studiosi di management, al fine di valutare i processi decisionali e di pianificazione strategica sottostanti tali decisioni. La letteratura manageriale ha tradizionalmente individuato due determinanti

---

<sup>1</sup> In questo lavoro si fa riferimento a strategie di disinvestimento volontarie, escludendo tutte le operazioni determinate da procedure concorsuali.

principali<sup>2</sup> di creazione del valore nelle operazioni di disinvestimento: la risoluzione dei conflitti di agenzia e la rifocalizzazione sul *core business* (per una *review* della letteratura si vedano i contributi di Lee e Madhavan, 2010; Moschieri e Mair, 2008; Baccarani e Brunetti, 1997).

La prima determinante risulta dalle intuizioni alla base dell'impianto concettuale della teoria dell'agenzia. Come evidenziato da Woo *et al.* (1992), infatti, la realizzazione di un'operazione di disinvestimento determina una riduzione dei costi di monitoraggio delle attività svolte dal management da parte degli azionisti. Ciò è imputabile ad una evidente semplificazione della struttura societaria che, a sua volta, diminuisce i costi legati alla raccolta delle informazioni e aumenta le interazioni tra azionisti e manager.

La capacità delle operazioni di disinvestimento di mitigare i conflitti di agenzia si evidenzia specialmente quando la struttura proprietaria dell'impresa che disinveste è caratterizzata dalla presenza di un *blockholder*. I *blockholder*, detenendo almeno il 5% delle quote azionarie della società (Bethel e Liebeskind, 1993), hanno, infatti, il potere e l'incentivo economico a monitorare il management (Bergh, 1995) e a influenzarne le decisioni in funzione dei propri interessi. D'altra parte, in presenza di un *blockholder*, è probabile che i manager stessi ricorrano a scelte di disinvestimento coerenti con gli obiettivi degli azionisti, tipicamente orientate alla creazione o al recupero di valore per l'impresa (Bergh, 1995; Bethel e Liebeskind, 1993). Questi meccanismi, ampiamente evidenziati dalla letteratura esistente, suggeriscono una relazione positiva tra potere del *blockholder*, misurato in base alla percentuale di azioni possedute, e *performance* del disinvestimento, intesa in termini di valore creato per l'impresa dall'operazione.

La seconda determinante di creazione del valore è invece legata alla rifocalizzazione sul *core business* da parte di imprese caratterizzate da un'eccessiva diversificazione. In questi casi, gli effetti benefici sulla *performance* derivano essenzialmente dalla capacità del disinvestimento di ridurre le inefficienze manageriali e operative (John e Ofek, 1995). Tale fonte di creazione del valore si riscontra in diversi studi empirici (e.g. Markides, 1992; 1995; Desai e Jain, 1999) che dimostrano come siano proprio le dismissioni di *business* non correlati ad assicurare i maggiori benefici.

Il dibattito sulle determinanti della creazione di valore è stato successivamente arricchito da alcune recenti considerazioni circa l'impatto che la *performance* aziendale - precedente alle operazioni di disinvestimento - può avere sui risultati delle stesse (e.g. Peruffo *et al.*, 2013). È possibile affermare che la *performance* della *parent* prima dell'operazione di disinvestimento rappresenti uno stimolo cruciale alla decisione stessa di disinvestire (e.g. Brauer, 2006; Peruffo, 2013). L'analisi dei risultati economico-finanziari precedenti l'operazione permette quindi di comprendere se questa sia stata condotta seguendo una logica reattiva, da leggersi come risposta a valori non soddisfacenti di *performance*, oppure di tipo *proattivo*, caso

<sup>2</sup> Nonostante la letteratura manageriale abbia evidenziato principalmente le due determinanti di creazione del valore menzionate, è utile ricordare che altri filoni di letteratura hanno esplorato ulteriori potenziali determinanti, tra cui ad esempio il riallineamento organizzativo tra strategia e struttura (Markides e Singh, 1997), l'aumento della coerenza tra il profilo delle risorse umane e il *core business* della *parent* (Chang, 1996), e il trasferimento di ricchezza da altri stakeholder agli azionisti (Denning, 1988)

in cui l'azienda disinveste un *business* florido dal punto di vista operativo per sviluppare innovazione ovvero per rinnovare il proprio patrimonio di competenze (Moschieri e Mair, 2011; Brunetta e Peruffo, 2014). Sulla base di queste considerazioni, appare opportuno esplorare l'eventuale effetto di moderazione esercitato dai risultati economico-finanziari registrati prima dell'operazione di disinvestimento sulle determinanti che hanno portato alla realizzazione dell'operazione stessa. Infatti, le determinanti della creazione del valore in operazioni di disinvestimento possono avere un effetto diverso nei casi in cui tale strategia sia connotata da una maggiore (o minore) proattività/reattività. In altri termini, se è vero che le imprese caratterizzate da una *performance* negativa tendono a reagire attraverso il disinvestimento, che assume il ruolo di strumento per il recupero della *performance* aziendale (Baccarani e Brunetti, 1997), è altrettanto vero che, quando la *performance* non presenta elementi di criticità, il disinvestimento viene utilizzato come strategia per il perseguimento di obiettivi strategici di crescita - sviluppo di nuove competenze, ricerche di nuovi *business* profittevoli (Peruffo, 2013) - riconducibili all'intento di incrementare il valore complessivo dell'impresa.

In sintesi, obiettivo di questo studio è comprendere come la *performance* precedente al disinvestimento, letta come *proxy* del grado di proattività (reattività) delle strategie di disinvestimento, possa influenzare la relazione tra le determinanti di creazione del valore e la effettiva *performance* del disinvestimento. Nello specifico, in questo lavoro si ipotizza che la *performance* dell'impresa nei due anni precedenti il disinvestimento sia in grado di moderare l'impatto delle tradizionali determinanti del disinvestimento, influenzando il rilievo dei meccanismi di agenzia e di rifocalizzazione sul *core business* sulla *performance* dell'impresa successiva all'operazione.

Per testare questa ipotesi di lavoro, è stata condotta un'analisi su un campione d'impresе operanti nei paesi dell'Europa occidentale. I risultati confermano che la presenza di un *blockholder* e la rifocalizzazione sul *core business* sono in grado di spiegare la maggiore *performance* delle strategie di disinvestimento. Inoltre, coerentemente con il modello teorico proposto, le analisi dimostrano che l'influenza di tali determinanti è moderata dal tipo di strategia di disinvestimento implementata dall'impresa. Nello specifico, nei casi di disinvestimento reattivo (scarsa *performance* prima del disinvestimento), (1) la creazione di valore derivante dal ruolo disciplinante del *blockholder* è maggiore, in quanto le difficoltà economiche delle imprese richiedono scelte tempestive e risolutive per riportare l'azienda in condizioni di equilibrio reddituale, e (2) la creazione di valore associata alla rifocalizzazione sul *core business* è maggiore, perché la dismissione di attività non correlate riduce il rischio di perdite di benefici sinergici. Allo stesso modo, nei casi di disinvestimento proattivo (alta *performance* prima del disinvestimento), la creazione di valore derivante dal ruolo disciplinante del *blockholder* e dalla rifocalizzazione sul *core business* è minore.

Il presente lavoro offre diversi contributi teorici ed empirici. Sotto il profilo teorico, fornisce delle indicazioni sull'effetto di moderazione esercitato dalla *performance* precedente alle operazioni di disinvestimento, come *proxy* del grado di reattività vs. proattività di queste decisioni

strategiche. Tale approccio permette di evidenziare i casi in cui le determinanti individuate dalla letteratura (ruolo del *blockholder* e rifocalizzazione sul *core business*) hanno un'efficacia maggiore in termini di creazione del valore.

Sotto il profilo empirico, è uno dei primi lavori che analizza la relazione tra *blockholder* e strategie di rifocalizzazione rispetto alla *performance* del disinvestimento nel contesto europeo, colmando così un vuoto nella letteratura internazionale che si è, invece, per lo più focalizzata sulle operazioni condotte negli USA (e.g. Bergh *et al.*, 2007) o nei paesi asiatici (Chung e Luo, 2008). Inoltre, controllando per la decisione di disinvestimento, l'analisi condotta permette di superare il problema dell'endogeneità della decisione di disinvestire rispetto alla *performance* del disinvestimento (si veda sul tema Palepu, 1986).

Enzo Peruffo  
Alessandra Perri  
Luca Pirolo  
La creazione di valore  
nelle strategie di  
disinvestimento: evidenze  
dal contesto europeo

## 2. Review della letteratura

Nell'ambito delle strategie di ristrutturazione di portafoglio, il disinvestimento è un'operazione tipicamente finalizzata al miglioramento delle *performance* d'impresa attraverso la modifica della struttura strategica e proprietaria di un'entità aziendale (Baccarani e Brunetti, 1997; Brauer, 2006), realizzata mediante cessioni di *business (sell off)*, *spin off* di unità di *business* e operazioni di *equity carve out* (Bruner, 2004).

Le strategie di disinvestimento presentano due caratteristiche peculiari in grado di condizionarne l'analisi della *performance*: i) *incertezza sulle leve di creazione del valore* e ii) *ambiguità nei risultati finanziari e nelle intenzioni strategiche* (Brauer e Wiersema, 2012).

Con riferimento al primo punto, va evidenziato che le operazioni di disinvestimento presentano un'elevata opacità (Brauer e Wiersema, 2012; Peruffo *et al.*, 2014) derivante dall'incertezza relativa alle leve di creazione del valore. Infatti, le opportunità di efficienza che il disinvestimento è in grado di assicurare sono differenti e, a titolo di esempio, possono riguardare il migliore utilizzo delle risorse aziendali o il recupero di eventuali sinergie negative maturate da precedenti processi errati di diversificazione. Il disinvestimento consente inoltre di aumentare la trasparenza delle informazioni a disposizione di potenziali investitori esterni, permettendo a questi la piena comprensione del valore dell'impresa. Leterogeneità delle possibili fonti di creazione del valore rende tuttavia difficile la precisa identificazione e quantificazione degli effettivi benefici ascrivibili all'operazione. Ad aumentare l'opacità delle strategie di disinvestimento contribuiscono, inoltre, anche le numerose e varie *motivazioni* che ne determinano l'implementazione (Peruffo *et al.*, 2013; Peruffo, 2013). Il disinvestimento, infatti, tende ad essere percepito come più opaco rispetto, ad esempio, ad un'acquisizione, in cui la motivazione e le fonti di creazione del valore appaiono più chiare e intuitive (Brauer e Wiersema, 2012).

In ultimo, il disinvestimento è caratterizzato dalla separazione di un *business* o di un'attività, per cui è spesso difficile determinare le dinamiche economico-finanziarie prima dell'operazione. La mancanza di tali informazioni spesso impedisce l'applicazione delle tradizionali tecniche di valutazione per la previsione delle possibili conseguenze in termini di

creazione di valore. È pertanto la mancanza d'informazioni dettagliate che acuisce i problemi individuati nel punto precedente, rendendo di fatto il disinvestimento un'operazione difficile da valutare da parte di investitori e analisti.

La relazione tra disinvestimento e *performance* è oggetto di una crescente attenzione degli studiosi di management e di finanza (si veda Lee e Mdhavan, 2010 per una *review*). Nonostante ciò, dal punto di vista empirico non è ancora uniformemente chiaro il segno della relazione tra disinvestimento e *performance*. La sostanziale difformità dei risultati ad oggi ottenuti è ascrivibile non soltanto all'eterogeneità che si registra nell'efficacia delle operazioni, ma anche alla mancanza di una definizione unitaria e condivisa di ciò che rientra nell'ambito delle strategie di disinvestimento, e della misura più corretta delle relative implicazioni sulla *performance*.

Con riferimento alle misure di *performance*, è possibile distinguere la letteratura sul disinvestimento in due filoni principali. Il primo filone utilizza indicatori di *performance* contabile dell'intera azienda, quali ROI, ROE, ROA (es. Bergh *et al.*, 2007 e riporta evidenze sulla relazione tra disinvestimento e *performance* sia positive (e.g., Bergh, 1998; Hoskisson e Johnson, 1992; Markides, 1995) che negative (e.g., Bergh, 1995; Montgomery e Thomas, 1988). Ad esempio, l'analisi di Montgomery e Thomas (1988) su un campione di 68 operazioni realizzate tra il 1976 e il 1979 lascia emergere che, a parità di altre condizioni, il disinvestimento determina un aumento del ROA. In un'analisi più dettagliata, Markides (1995) sottolinea come siano soprattutto le imprese che intraprendono disinvestimenti di tipo proattivo ad ottenere una *performance* positiva, mentre operazioni di tipo reattivo non generano il medesimo effetto. Focalizzando l'attenzione sul grado di correlazione tra il *core business* della *parent* e il *business* dell'unità disinvestita, Bergh (1995) riscontra una relazione negativa con la *performance* del disinvestimento.

La *performance* delle operazioni di disinvestimento è altresì valutata attraverso indicatori di mercato, che si basano sull'assunzione della perfetta efficienza del mercato dei capitali. In particolare, l'approccio più diffuso, sia negli studi di finanza (e.g., Alexander *et al.*, 1984; Hite e Owers, 1983; Jain, 1985; Mulherin e Boone, 2000) che progressivamente in quelli di management attraverso la tecnica degli *event study* (Markides 1992; Wright e Ferris, 1997), analizza la reazione dei mercati finanziari all'annuncio della decisione di disinvestire - Cumulative Abnormal Return (CAR) - (Bowman *et al.*, 1999). Nell'ambito degli studi che utilizzano questo approccio metodologico, Markides (1992) ha osservato un risultato sistematicamente positivo del disinvestimento, sottolineando come siano soprattutto le imprese eccessivamente diversificate a trarre vantaggio da questo tipo di operazioni, registrando un ritorno medio più elevato. Anche Veld e Veld-Merkoulova (2009) rilevano un ritorno positivo sui mercati finanziari di un campione di operazioni di *spin off* condotte negli Stati Uniti nel periodo 1995-2002. Estendendo l'analisi empirica al contesto europeo Peruffo *et al.* (2014) confermano che la reazione dei mercati finanziari all'annuncio di un'operazione di disinvestimento è positiva. Un'evidenza contraria è invece fornita da Wright e Ferris (1997), i quali rilevano che il mercato reagisce

negativamente all'annuncio dell'operazione di disinvestimento. L'ambiguità dei risultati ottenuti utilizzando tecniche di *event study* si riscontra anche nella letteratura finanziaria, in cui ad un nutrito filone di studi che rileva reazioni positive all'annuncio di operazioni di disinvestimento (e.g., Gertner *et al.*, 2002; Krishnaswami e Subramaniam, 1999; Lang *et al.*, 1995; Miles e Rosenfeld, 1983; Vijh, 2002), si contrappongono altre analisi che evidenziano un impatto nullo, se non negativo, sul prezzo dell'azione dell'impresa che disinveste (e.g., Masulis e Korwar, 1986; Schill e Zhou, 2001).

Se la letteratura empirica è ancora lontana dal convergere sul segno dell'effetto delle operazioni di disinvestimento sulla *performance* della *parent*, dal punto di vista teorico è generalmente accettato che il disinvestimento influenzi la successiva *performance* dell'azienda attraverso le dinamiche evidenziate dalle teorie dell'agenzia e dei costi di transazione (Bergh, 1995; Peruffo, 2013; Markides, 1992). La sezione successiva richiama la letteratura che ha evidenziato questi effetti sviluppando due ipotesi "baseline", che saranno poi arricchite dagli effetti di moderazione esercitati dalla *performance* precedente l'operazione di disinvestimento, al fine di sottolineare il ruolo dell'approccio proattivo o reattivo nella creazione di valore.

### 3. Ipotesi

#### 3.1 Risoluzione dei conflitti di agenzia

La teoria dell'agenzia può essere utilizzata per comprendere quali siano le condizioni al verificarsi delle quali le strategie di disinvestimento creano valore. La teoria dell'agenzia, applicata agli studi aziendali, assume che azionisti e manager abbiano interessi e obiettivi diversi e che il processo decisionale sia influenzato dal soggetto che esercita il controllo sull'altro (Eisenhardt, 1989; Jensen e Meckling, 1976). Gli azionisti sono tradizionalmente impegnati a ottimizzare il rischio del proprio portafoglio di investimenti e preferiscono *performance* stabili; i manager, al contrario, perseguono la riduzione del rischio complessivo al fine di preservare il proprio lavoro, e preferiscono organizzazioni più grandi e diversificate (Amihud e Lev, 1981; Fama e Jensen, 1983; Jensen, 1986).

La modifica della struttura proprietaria, il miglioramento dei meccanismi interni di *governance* e la costituzione di specifiche *business unit* nelle imprese diversificate sono solo alcuni dei potenziali meccanismi adottati dalle imprese per incentivare il management a disinvestire, affinché si realizzi un allineamento d'interessi finalizzato alla massimizzazione del valore di tutta l'entità aziendale (Hoskisson e Turk, 1990; Denning, 1988; Anslinger *et al.*, 1999). In aggiunta, il disinvestimento rende possibile la riduzione dei costi di monitoraggio sul management perché l'ammontare di risorse da poter allocare in modo arbitrario è più esiguo (si riduce il perimetro dell'impresa) e, di conseguenza, le opportunità di porre in essere comportamenti opportunistici da parte del management aziendale diminuiscono (Woo *et al.*, 1992).

Queste considerazioni suggeriscono che i mercati finanziari dovrebbero reagire positivamente ad operazioni in grado di eliminare e superare errori strategici precedenti, legati a un'eccessiva diversificazione, e che hanno depresso la *performance* (Berger e Ofek, 1999). Appare comunque doveroso rilevare che non sempre gli effetti benefici della risoluzione dei conflitti di agenzia sono in grado di assicurare ritorni nel breve termine. A partire da alcuni studi precedenti sul tema, Woo *et al.*, (1992) hanno sottolineato, infatti, come gli effetti possano essere anche di medio-lungo termine e quindi non identificabili quando sono impiegati strumenti di misurazione della *performance* di breve termine.

La teoria dell'agenzia ha inoltre posto l'accento sul ruolo dei *blockholder*, azionisti che non rivestono incarichi manageriali, ma che hanno sia il potere sia l'incentivo a monitorare il management, affinché operi in modo efficiente (Demsetz, 1983). Le evidenze empiriche (Barclay e Holderness, 1991 tra gli altri) hanno portato alla luce un "effetto annuncio" positivo a seguito dell'acquisto di partecipazione rilevante (cd. *blockholder*), perché il mercato anticipa l'impatto positivo derivante dalla pressione esercitata dal futuro *blockholder* sul comportamento strategico d'impresa. Il controllo esercitato dal *blockholder* può rappresentare un beneficio sostanziale a favore della creazione del valore. Denis *et al.* (1997) dimostrano che la presenza di un *blockholder* abbia un impatto significativo sulla probabilità di intraprendere un'operazione di *turnover* e rende tale intervento maggiormente profittevole per gli azionisti.

Bethel e Liebeskind (1993) hanno investigato il ruolo dei *blockholder* nella decisione di disinvestire da parte di imprese statunitensi. I risultati ne confermano il ruolo disciplinante sull'operato del management. L'acquisto di azioni da parte di un *blockholder* è, infatti, associato positivamente alle scelte di disinvestimento, confermando come la concentrazione della struttura proprietaria rappresenti uno stimolo al perseguimento di strategie più efficienti (Hill e Snell, 1988).

Ne consegue che la presenza di un *blockholder* favorisce scelte di disinvestimento volte al recupero dell'efficienza e al ripristino delle condizioni di creazione di valore. Sulla base di queste considerazioni, la nostra prima ipotesi di ricerca si fonda sull'identificazione di una relazione positiva tra azioni detenute dal *blockholder* e *performance* del disinvestimento.

*H1 (baseline): La performance del disinvestimento è positivamente influenzata dall'ammontare di azioni detenute dal blockholder.*

### 3.2 *Le strategie di disinvestimento non correlate (rifocalizzazione sul core business)*

Come in parte anticipato nel paragrafo precedente, la teoria dell'impresa riconosce il disinvestimento quale strumento impiegato per definire l'ampiezza ottimale del perimetro aziendale e favorire processi di recupero del valore. Le imprese scelgono, infatti, di espandere la propria struttura strategica, internalizzando transazioni quando queste sono più costose se effettuate sul mercato, ovvero di ridurla, esternalizzando attività

che genererebbero costi superiori se amministrate internamente (Coase, 1937). Secondo la prospettiva dei *costi di transazione*, teorizzata da Coase (1937) e ripresa e sviluppata da Williamson (1975), il disinvestimento rappresenta un rimedio all'allocazione inefficiente delle risorse aziendali. Si pensi a un'azienda diversificata le cui divisioni competono tra loro per l'ottenimento di risorse. Questo rappresenta un esempio di mercato interno dei capitali finalizzato all'allocazione dei flussi di cassa generati dai diversi *business* (Williamson, 1975). L'efficienza si verifica quando le risorse disponibili affluiscono verso le divisioni che presentano le migliori opportunità di investimento, ovvero quando l'allocazione delle risorse ad una divisione viene meno se le altre presentano opportunità d'investimento più profittevoli.

A partire da questa linea di pensiero, Markides (1992 e 1995) dimostra che le strategie di rifocalizzazione sul *core business* comportano una reazione positiva da parte dei mercati finanziari. Infatti, è proprio l'esistenza dei costi di transazione che porta l'impresa a sfruttare i propri *asset* e le proprie risorse in eccesso, che non sono commerciabili, in altri mercati (Lee e Madhavan, 2010). L'eccessiva diversificazione, originata dai costi di transazione, diviene quindi spinta essenziale al disinvestimento. Sono soprattutto le imprese eccessivamente diversificate a registrare una *performance* del disinvestimento più elevata. Il disinvestimento consente di recuperare parte del valore dissipato attraverso strategie di eccessiva diversificazione (Markides, 1995).

Tutte le modalità di disinvestimento possono, infatti, ridurre le diseconomie della diversità o della dimensione inefficiente, permettendo di eliminare le sinergie negative tra le attività della *parent* e quelle dell'unità disinvestita (Schipper e Smith, 1986). Nello specifico, sia Markides e Bergh (1992) che John e Ofek (1995) sostengono che il disinvestimento assicuri all'impresa la possibilità di focalizzarsi nel *business* in cui gode di un vantaggio competitivo, e di rimuovere *asset* che interferiscono con le altre attività, determinando così una più efficiente allocazione del tempo del management. Desai e Jain (1999) offrono un'analisi approfondita sulla reazione dei mercati finanziari a seguito di operazioni di *spin off* volte ad aumentare il livello di focalizzazione. I risultati confermano che i rendimenti di mercato sono più elevati nel caso di rifocalizzazione rispetto a quelli registrati in caso di operazioni non volte a perseguire tale obiettivo.

Sulla base delle indicazioni fornite dalla letteratura, la nostra seconda ipotesi di ricerca suggerisce che il disinvestimento di *business* non correlati ha un impatto positivo sulla *performance* dell'azienda *parent* perché riduce le conseguenze negative di un'eccessiva diversificazione, permette di eliminare le sinergie negative e di favorire gli investimenti nei *business core* dell'impresa.

*H2 (baseline): Le strategie di disinvestimento di business non correlati creano maggiore valore rispetto ai disinvestimenti di attività correlate al core business.*

### 3.3 Disinvestimento reattivo o proattivo e creazione del valore

L'obiettivo principale di questo studio è analizzare come la *performance* antecedente al disinvestimento possa moderare l'effetto delle determinanti di creazione del valore sulla *performance* dell'operazione. Dopo aver richiamato la letteratura che porta alla definizione delle ipotesi di base sul ruolo del *blockholder* e della rifocalizzazione sul *core business*, questa sezione analizza l'impatto della *performance* antecedente alle operazioni di disinvestimento, come *proxy* del grado di reattività/proattività delle stesse. Infatti, il disinvestimento può configurarsi come reazione a risultati economici negativi (*reactive view*) oppure emergere come scelta proattiva finalizzata alla ricerca di nuove opportunità (*proactive view*). Non si tratta evidentemente di categorie distinte; al contrario, ogni scelta di disinvestimento rappresenta una combinazione di spinte reattive e proattive.

Come descritto, il *blockholder* svolge un ruolo disciplinante perché in grado di ridurre i problemi di agenzia e di favorire scelte di disinvestimento improntate alla creazione del valore (Bethel e Liebeskind, 1993). Soprattutto nei casi di crisi di *performance* è lecito attendersi un forte ruolo disciplinante determinato dalla presenza di *blockholder*. Questi ha l'incentivo e le risorse per monitorare e indirizzare l'operato del manager verso quelle scelte di disinvestimento in grado di incrementare il valore dell'impresa e nello specifico ripristinare un sentiero virtuoso di sviluppo e crescita. Al contrario, il ruolo del *blockholder* appare meno rilevante, quando le imprese disinvestono in modo proattivo, quindi sono in fase di creazione del valore e avviano un processo di rinnovamento del proprio bagaglio di risorse e competenze. Da ciò, è possibile ipotizzare che:

*H3: La performance della parent prima del disinvestimento modera negativamente la relazione tra blockholder e performance post disinvestimento.*

L'implementazione di strategie di rifocalizzazione, come evidenziato in precedenza, rappresenta un'ulteriore determinante della *performance* della *parent*. La nostra ipotesi di base prevede che le operazioni di rifocalizzazione (quelle in cui non c'è correlazione tra il *core business* e quello dell'unità che viene disinvestita) siano in grado di creare maggiore valore. L'efficacia delle strategie di rifocalizzazione è però legata al tipo di strategia di disinvestimento adottata, che può essere reattiva (proattiva) a causa della scarsa (elevata) *performance* prima del disinvestimento.

In caso di strategia reattiva, l'azienda, sotto pressione, quando mette sul mercato le attività più vicine al *core business*, spera di ottenere un maggiore beneficio economico perché queste sono coerenti con l'identità dell'impresa (Zuckerman, 2000). Inoltre, sono più semplici da collocare sul mercato perché meno penalizzate dalle asimmetrie informative (Brauer e Wiersema, 2012). Queste attività (correlate rispetto al *core business*) sono spesso ridondanti (Capron *et al.*, 2001) e il rischio di perdite di benefici sinergici è limitato. Tali rischi vengono comunque a ricoprire un ruolo ridotto perché l'azienda è interessata a ripristinare l'efficienza e quindi a

recuperare la *performance*. Nei casi di scarsa *performance*, il disinvestimento di *business* non correlati, sebbene incentivato dai risultati non soddisfacenti, presenta opportunità di miglioramento della *performance* più limitate perché più penalizzate da problemi di asimmetrie informative e meno coerenti con l'identità dell'impresa (Zuckerman, 2000).

Al contrario, in caso di strategia di disinvestimento di tipo proattivo, caratterizzata da una *performance* positiva prima del disinvestimento, la pressione verso il recupero di efficienza è meno forte e il disinvestimento è spinto soprattutto dalla ricerca di occasioni di superiorità (Peruffo *et al.*, 2013). Di conseguenza, quando sul mercato sono collocati *business* non correlati con il *core business*, è lecito attendersi una *performance* della *parent* più elevata, per effetto della riduzione dell'eccessiva diversificazione, dell'eliminazione delle sinergie negative e della rifocalizzazione dell'azienda sul suo *business* principale.

In altri termini, la spinta alla rifocalizzazione perde di rilievo nei casi di scarsa *performance*, in cui l'azienda è costretta a collocare immediatamente delle attività sul mercato che assicurino un ripristino delle condizioni di efficienza. È opportuno dunque ipotizzare l'esistenza di una moderazione positiva della *performance* della *parent* prima del disinvestimento nella relazione tra strategia di disinvestimento non correlata e *performance* post disinvestimento:

*H4: La performance della parent prima del disinvestimento modera positivamente la relazione tra strategie di disinvestimento non correlate e performance post disinvestimento.*

## 4. Metodo

### 4.1 Dati e campione

Per testare le ipotesi di ricerca, è stato costruito un campione di operazioni di disinvestimento condotte nei seguenti paesi europei: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito. La disponibilità d'informazioni sulle variabili di *governance* ha costituito un elemento determinante per la scelta dei paesi da analizzare. Nello specifico, la decisione è stata influenzata dalla possibilità di ricostruire la struttura proprietaria facendo ricorso a diverse fonti informative a disposizione (Faccio e Lang, 2002), con l'obiettivo ultimo di identificare l'esistenza di un *blockholder* e le azioni da esso detenute.

Analogamente a quanto fatto in alcuni precedenti studi sul disinvestimento (e.g., Bergh *et al.*, 2007), è stata impiegata la banca dati Thomson One Banker per tracciare le diverse tipologie di operazioni di disinvestimento nonché le loro date d'annuncio. Nello specifico, la banca dati Thomson Mergers and Acquisitions è stata impiegata per identificare le operazioni di '*sell-off*' e di '*spin-off*'. *Sell-off* e *spin-off* rappresentano, infatti, le principali modalità di disinvestimento identificate in letteratura, e l'analisi che segue ha controllato per eventuali effetti ascrivibili alla scelta della modalità. Il campione comprende operazioni di disinvestimento attivate e

concluse tra il 1996 e il 2006 da parte di società quotate, escludendo quelle realizzate da società di pubblica utilità (analogamente a quanto operato da Bergh *et al.*, 2007) perché potrebbero essere state influenzate dall'azione di autorità di regolamentazione o dalla presenza di partecipazioni rilevanti, in una logica di mera riorganizzazione.

Tale processo ha condotto alla definizione di un campione d'analisi costituito da 245 operazioni di disinvestimento, distinte tra 115 *spin-off* e 130 *sell-off*. La disponibilità di dati relativi alla struttura proprietaria della *parent*, ricostruita attraverso l'ausilio della banca dati Thomson One Banker e dei *report* ufficiali depositati presso le società di gestione dei mercati degli scambi azionari di riferimento, ha ridotto il campione finale a 147 operazioni di disinvestimento (80 *spin-off* e 67 *sell-off*).

L'impiego del test Kolmogorov-Smirnov ha permesso di verificare l'assenza di distorsioni nella costruzione del campione, confrontando le 147 aziende incluse nel nostro campione finale con le 98 escluse a causa della carenza di dati relativi alla struttura proprietaria. Seguendo quanto fatto da Shimizu e Hitt (2005), è stata infine verificata la presenza di potenziali differenze nella distribuzione dei ritorni sul capitale investito fisso e i risultati hanno confermato l'assenza di differenze sistematiche tra i due gruppi analizzati.

#### 4.2 Variabile Dipendente

Il ROA è stato utilizzato per determinare la *performance* della *parent* negli anni successivi all'operazione, in modo da poter aver un quadro complessivo delle dinamiche di *performance* economiche del disinvestimento (Markides, 1995, Bergh, 1995, Bergh e Lim, 2008). Benché questa misura non consenta di isolare perfettamente l'effetto di specifiche scelte strategiche e sia potenzialmente influenzata dalla discrezionalità nelle manovre contabili dell'impresa (Peruffo, 2013), è stata selezionata perché largamente utilizzata nella letteratura sul disinvestimento (Bergh *et al.*, 2007) per cogliere la capacità dell'impresa di creare valore economico. I dati sono stati estratti da diverse fonti per assicurarsi della loro consistenza e comparabilità. La *performance* della *parent* è stata raccolta da Datastream e da Osiris.

#### 4.3 Variabili indipendenti

Due sono le variabili indipendenti del *framework* teorico sviluppato. Per investigare sul ruolo di controllo del management si è fatto riferimento per tutte le imprese *parent* alla percentuale di proprietà detenuta dal *blockholder*, inteso come azionista esterno all'impresa, quindi non coinvolto nel management della stessa. In linea con studi precedenti (Bethel e Liebeskind, 1993), è stata individuata la soglia del 5% come valore minimo per l'identificazione del *blockholder*. I dati sono stati raccolti tramite Thomson One Banker e Osiris e, laddove disponibili, incrociati con le informazioni risultanti dai documenti ufficiali pubblicati sul sito delle diverse borse valori nazionali.

La seconda variabile, la *correlazione tra i business*, è misurata attraverso il grado di correlazione tra i *business* della *parent* e quello della singola unit, ponendo il valore uguale a 1 nel caso in cui i SIC code della *parent* e della *unit* siano uguali a livello di 3-digit; 0 negli altri casi (Bergh *et al.*, 2007). Questa metrica consente di identificare le imprese che utilizzano il disinvestimento per l'implementazione di una strategia di rifocalizzazione, dismettendo appunto *business* scarsamente correlati. In ultimo, la variabile di moderazione è calcolata come il ROA medio registrato dalla *parent* nei due anni precedenti il disinvestimento (*ROA pre-disinvestimento*). I dati sono stati estratti da Thomson One Banker e Datastream.

#### 4.4 Variabili di Controllo

Diverse variabili di controllo sono state impiegate nell'analisi. Oltre alla struttura proprietaria e alla strategia di diversificazione, numerosi fattori possono, infatti, influenzare la *performance* del disinvestimento (Brauer, 2006; Bergh e Lim, 2008; Bergh, 1995). Nel modello è stato considerato il ruolo della dimensione d'impresa, misurata come logaritmo della media del totale degli *asset* della *parent* nei due anni precedenti all'operazione di disinvestimento - *asset della parent (log)* -. È stata inoltre oggetto di controllo la dimensione dell'unità disinvestita, misurata come logaritmo del valore dell'*equity* dell'unità disinvestita - *prezzo della unit (log)*. Infine, la modalità di disinvestimento utilizzata rappresenta un'ulteriore variabile di controllo perché la *performance* associata ad ogni singola modalità è differente proprio in virtù delle diverse motivazioni che ne spiegano la scelta. A tal fine, è stata individuata una variabile *dummy - modalità di disinvestimento* - uguale a 1 nel caso di *spin-off* e 0 in caso di *sell-off*. I dati per le variabili di controllo sono stati estratti da Thomson One Banker e Osiris.

#### 4.5 La scelta di disinvestire: un modello a due stadi

Le considerazioni sin qui sviluppate possono soffrire di un evidente problema di endogeneità, perché le caratteristiche delle variabili che influenzano la *performance*, possono influenzare anche la decisione di disinvestire (Palepu, 1986). In altri termini, le variabili indipendenti influenzano non solo la *performance* dell'operazione, ma anche la sua decisione (si veda Hamilton e Nickerson, 2003).

Per gestire tale problema di endogeneità si è ritenuto opportuno sviluppare un modello a due stadi (Shaver, 1998). Nel primo stadio, viene analizzata la probabilità di disinvestimento; nel secondo stadio la *performance* dell'operazione. A tal fine, è essenziale costruire un campione di controllo di imprese che, nello stesso orizzonte temporale di riferimento dell'analisi condotta, non hanno disinvestito (Seabright *et al.*, 1992; Shimizu e Hitt, 2005). Più in dettaglio, per ogni operazione di disinvestimento identificata e inserita nel campione di studio è stata individuata un'azienda che, pur avendo le medesime caratteristiche delle imprese del campione in termini di settore e paese, non ha scelto di disinvestire. Questa procedura ha permesso di costruire un campione di controllo di 147 imprese comparabili che non hanno disinvestito.

Nello specifico, il procedimento è stato strutturato in tre fasi. Nella prima, il database Amadeus ha permesso di individuare per ogni impresa del campione, un gruppo di imprese quotate operanti nel medesimo paese e settore (codice SIC a 4-digit) dell'impresa focale. Nella seconda fase, due esperti ricercatori hanno verificato, in modo indipendente, che tutte le aziende estratte da Amadeus con la procedura descritta in precedenza non abbiano realizzato disinvestimenti nei due anni precedenti e successivi l'annuncio dei diversi eventi di disinvestimento realizzati dall'impresa focale. In seguito, sono stati individuati 147 gruppi di imprese, uno per ogni transazione del nostro campione. Infine, un'azienda è stata estratta casualmente da ognuno dei 147 campioni così individuati. In questo modo, per ogni impresa del campione originario che ha disinvestito è stata individuata una corrispondente che, nello stesso periodo, non ha intrapreso questa scelta strategica. Si ha dunque la possibilità di analizzare congiuntamente la decisione di disinvestire e la *performance* del disinvestimento.

## 5. Risultati dell'analisi

Nella tabella 1 sono riportate le principali statistiche descrittive delle variabili considerate nel modello. Dall'analisi dei coefficienti di correlazioni non risultano problemi di collinearità tra le variabili. Per tutti i modelli presentati è stato altresì testato il VIF, verificando che per nessuno di essi si registrasse un valore superiore alla soglia critica di 10.

Tab. 1: Statistiche descrittive

<sup>a</sup>  $n=147$ . \*  $p<0.05$

| Variable                       | Mean | s.d.  | 1      | 2      | 3     | 4     | 5     | 6     | 7     | 8    |
|--------------------------------|------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| 1. ROA Post-disinvestimento    | 1.95 | 5.03  | 1.00   |        |       |       |       |       |       |      |
| 2. Blockholder                 | 0.16 | 0.17  | 0.16*  | 1.00   |       |       |       |       |       |      |
| 3. ROA Pre-disinvestimento     | 5.09 | 12.50 | 0.60*  | -0.02  | 1.00  |       |       |       |       |      |
| 4. Indebitamento               | 0.64 | 4.62  | -0.39* | -0.05* | -0.03 | 1.00  |       |       |       |      |
| 5. Correlazione tra i business | 0.15 | 0.36  | -0.03  | -0.03  | 0.05  | 0.16* | 1.00  |       |       |      |
| 6. Asset della Parent(log)     | 6.53 | 1.22  | 0.10   | -0.17  | 0.23* | 0.04  | -0.06 | 1.00  |       |      |
| 7. Prezzo della unit (log)     | 2.02 | 0.94  | 0.18*  | -0.07* | 0.13  | -0.05 | -0.05 | 0.35* | 1.00  |      |
| 8. Modalità di disinvestimento | 0.54 | 0.50  | 0.00   | 0.12   | 0.09  | 0.06  | 0.01  | -0.11 | 0.35* | 1.00 |

Fonte: Nostra elaborazione

Nella tabella 2 vengono riportate le stime del modello Heckman per testare le ipotesi del presente lavoro. Nello specifico, nel Modello 1 sono riportati i risultati del modello prendendo in esame esclusivamente delle variabili di controllo. È opportuno evidenziare che la relazione tra *performance* del disinvestimento e *performance* della *parent* prima del disinvestimento risulta essere significativa ( $p<0.01$ ). Tale risultato va

combinato con le evidenze che sono emerse nel primo *step* del modello 1 in cui la relazione tra *performance* della *parent* prima del disinvestimento e decisione di disinvestire risulta negativa e significativa ( $p < 0.05$ ).

Il combinato disposto di tali risultanze conferma che se da un lato sono le aziende con *performance* debole ad optare per il disinvestimento, dall'altro sono soprattutto le aziende performanti a rafforzare la loro capacità di creare valore post-disinvestimento.

Enzo Peruffo  
Alessandra Perri  
Luca Pirolo  
La creazione di valore  
nelle strategie di  
disinvestimento: evidenze  
dal contesto europeo

Tab. 2: Spinte all'efficienza e performance del disinvestimento

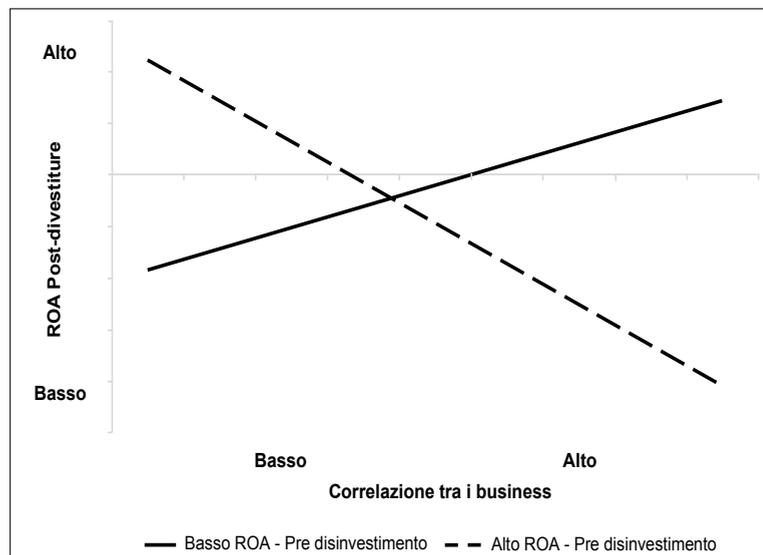
|   | Model 1            | Model 2            | Model 3            | Model 4            |
|---|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| ROA Post-disinvestimento                              | Heckman            | Heckman            | Heckman            | OLS                |
| Blockholder   |                    | 9.26***<br>(1.87)  | 12.7***<br>(2.24)  | 13.3***<br>(2.32)  |
| Correlazione tra i business                           |                    | -1.71**<br>(0.86)  | -2.63***<br>(0.88) | -2.27**<br>(0.92)  |
| ROA Pre-disinvestimento X Blockholder                 |                    |                    | -0.47***<br>(0.16) | -0.47***<br>(0.17) |
| ROA Pre-disinvestimento X Correlazione tra i business |                    |                    | 0.16***<br>(0.06)  | 0.10*<br>(0.05)    |
| ROA Pre-disinvestimento                               | 0.24***<br>(0.03)  | 0.23***<br>(0.03)  | 0.24***<br>(0.04)  | 0.24***<br>(0.04)  |
| Asset della parent (log)                              | -0.24<br>(0.54)    | 0.18<br>(0.50)     | -0.35<br>(0.53)    | 0.57**<br>(0.28)   |
| Prezzo della unit (log)                               | 0.44<br>(0.40)     | 0.62*<br>(0.37)    | 0.61*<br>(0.35)    | 0.59**<br>(0.28)   |
| Modalità di disinvestimento                           | -0.47<br>(0.72)    | -0.86<br>(0.66)    | -0.89<br>(0.62)    | 0.70*<br>(0.37)    |
| Anni  | YES                | YES                | YES                | YES                |
| Costante  | 4.30<br>(4.70)     | 0.19<br>(4.41)     | 4.88<br>(4.76)     | -4.01*<br>(1.95)   |
|   | Disinvestimento    | Disinvestimento    | Disinvestimento    |                    |
| Blockholder   | 0.63**<br>(0.32)   | 0.63**<br>(0.32)   | 0.63**<br>(0.32)   |                    |
| ROA Pre-divestiture                                   | -0.01**<br>(0.00)  | -0.01**<br>(0.00)  | -0.01**<br>(0.00)  |                    |
| Indebitamento   | 0.07*<br>(0.03)    | 0.07*<br>(0.03)    | 0.07*<br>(0.03)    |                    |
| Asset della parent (log)                              | 0.73***<br>(0.06)  | 0.73***<br>(0.06)  | 0.73***<br>(0.06)  |                    |
| Protezione degli azionisti                            | 0.63***<br>(0.12)  | 0.63***<br>(0.12)  | 0.63***<br>(0.12)  |                    |
| Costante  | -6.62***<br>(0.53) | -6.62***<br>(0.53) | -6.62***<br>(0.53) |                    |
| Osservazioni  | 294                | 294                | 294                | 147                |
| Adj R-Squared   |                    |                    |                    | 0.497              |
| F-statistic   |                    |                    |                    | 9.48               |
| Prob (F-statistic)                                    |                    |                    |                    | ***                |
| Lambda  | -1.60<br>(1.23)    | -0.96<br>(1.12)    | -2.49**<br>(1.20)  |                    |
| Rho   | -0.39              | -0.27              | -0.64              |                    |
| Sigma   | 4.04               | 3.59               | 3.88               |                    |
| Wald Chi2   | 245.33***          | 294.99***          | 313.63***          |                    |

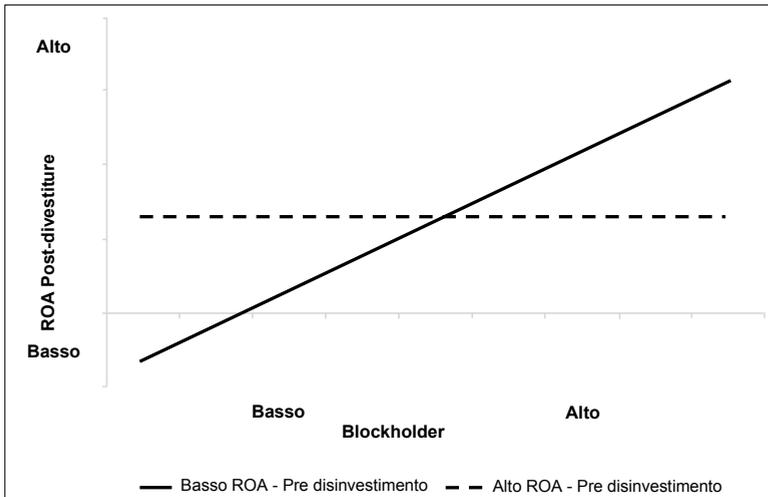
Fonte: Nostra elaborazione

Per testare le ipotesi 1 e 2, nel modello 2 sono state inserite due variabili indipendenti: *blockholder* e correlazione tra i *business*. I risultati supportano in pieno l'ipotesi 1, evidenziando una relazione positiva e significativa ( $p < 0.010$ ) tra quantitativo di azioni possedute dal *blockholder* e *performance* del disinvestimento (ROA Post-divestiture). La presenza di un azionista (*blockholder*) che ha l'incentivo e i mezzi per disciplinare eventuali comportamenti opportunistici del management ha un effetto benefico sulla *performance* del disinvestimento. L'agire disciplinante di un'azionista forte, in altri termini, indirizza l'azienda verso scelte di disinvestimento in grado di creare valore per la *parent*, con effetti benefici diretti sulla *performance* nel medio termine. In aggiunta, nel modello 2 risulta supportata anche l'ipotesi 2, come evidenziato dalla relazione negativa e significativa ( $p < 0.05$ ) tra la correlazione tra i *business* (*core business* vs *business* disinvestito) e la *performance* del disinvestimento. Sono quindi soprattutto le strategie di rifocalizzazione sul *core business* a favorire una *performance* positiva della *parent* post disinvestimento. Disinvestire un *business* non core rappresenta, in definitiva, una strategia in grado di creare valore per le aziende del campione.

Nel modello 3 sono testate le ipotesi 3 e 4, che prevedono una moderazione della *performance* prima del disinvestimento. Nello specifico, i dati confermano come il ROA pre-disinvestimento moderi negativamente la relazione tra *blockholder* e *performance* post disinvestimento e positivamente la relazione tra correlazione tra *business* e *performance* post disinvestimento. Entrambi i coefficienti sono, infatti, significativi ad un livello  $p < 0.01$ . Nella figura 1 è riportato il *plot* delle due moderazioni (Aikin e West, 1991).

Fig. 1: La moderazione del ROA pre-disinvestimento





Fonte: Nostra Elaborazione

Infine, nel modello 4, tutte le ipotesi sono testate con il metodo OLS, senza controllo per l'endogeneità. I principali risultati sono confermati, sebbene con gradi diversi di significatività. I dati confermano l'importanza di controllare per la decisione quando si analizza la *performance* del disinvestimento, sebbene i risultati non siano significativamente diversi nei due approcci.

## 6. Conclusioni

Le strategie di disinvestimento rientrano a pieno titolo nelle dinamiche di crescita e di sviluppo delle imprese. Ne consegue la necessità di comprendere a fondo i driver di creazione del valore, al fine di derivare opportune implicazioni manageriali e contributi alla letteratura.

L'analisi delle *performance* delle strategie di disinvestimento è stata condotta su un campione di transazioni realizzate, tra il 1996 e il 2006, in tredici paesi europei. I risultati confermano come la risoluzione dei problemi di agenzia, legati alla presenza di un'azionista forte (*blockholder*) e la rifocalizzazione sul *core business* attraverso la dismissione di *business non correlati* rappresentino importanti determinanti per la creazione del valore nelle strategie di disinvestimento. L'influenza di tali determinanti è però moderata dal tipo di strategia di disinvestimento implementata dall'impresa, quest'ultima misurata attraverso la *performance* prima del disinvestimento.

Dai risultati emerge che il *blockholder* assume un ruolo disciplinante per il management coinvolto nelle decisioni di disinvestimento soprattutto nei casi di scarsa *performance* della *parent* prima dell'operazione. È evidente che quando l'azienda *parent* è chiamata ad una scelta reattiva di disinvestimento, il ruolo svolto dal *blockholder* è di fondamentale rilievo perché spinge il management verso scelte in grado di creare valore per riprendere il sentiero della crescita e dello sviluppo.

In aggiunta, la *performance* prima del disinvestimento influenza anche l'impatto che le strategie di rifocalizzazione sul *core business* (condotte attraverso il disinvestimento di *business* non correlati rispetto al *core business* aziendale) hanno sulla *performance* della *parent*. Nello specifico, in presenza di una *performance* pregressa positiva (disinvestimento proattivo), l'impatto del disinvestimento è maggiormente positivo se sono dismesse attività non correlate al *core business* dell'azienda. L'idea di fondo è che le imprese conducano tali scelte al fine di liberare risorse in grado di supportare futuri percorsi di crescita (Capron e Mitchell, 2012).

Il presente lavoro offre diversi contributi empirici e teorici.

*In primis*, è uno dei primi lavori che analizza la relazione tra *blockholder* e strategie di rifocalizzazione rispetto alla *performance* del disinvestimento nel contesto europeo, colmando così un vuoto nella letteratura internazionale che si è, invece, tradizionalmente focalizzata sulle operazioni condotte negli USA (e.g. Bergh et al. 2007) o nei paesi asiatici (Chung e Luo, 2008). La presenza di *blockholder* e la scelta di rifocalizzarsi sono identificati come tradizionali determinanti della *performance* del disinvestimento (Brauer, 2006). Il nostro lavoro indica che la relazione tra queste due determinanti e la *performance* del disinvestimento è moderata dal tipo di strategia che l'azienda realizza, che può essere reattiva o proattiva. Il nostro lavoro offre dunque spunti per un'analisi più ricca e composita delle determinanti della *performance* del disinvestimento nei paesi europei.

In secondo luogo, poiché l'analisi della *performance* è sviluppata in relazione ai risultati economici registrati nei due anni precedenti l'operazione, si ha l'opportunità di spiegare in quali casi alcune determinanti presentino un'efficacia maggiore in termini di creazione del valore. Quest'approccio offre un ulteriore contributo: le determinanti del disinvestimento non hanno un'efficacia omogenea, in quanto il loro contributo dipende dalla *performance* che caratterizza l'operato dell'impresa nel periodo precedente all'operazione di disinvestimento.

In ultimo, dal punto di vista empirico, controllando per la decisione di disinvestimento, l'analisi condotta permette di superare il problema dell'endogeneità della decisione di disinvestire rispetto alla *performance* del disinvestimento (si veda sul tema Palepu, 1986).

Pur offrendo contributi interessanti alla letteratura sulla *performance* del disinvestimento, questo lavoro non è privo di limiti. Innanzitutto, la scarsa numerosità del campione di operazioni analizzate non ha consentito di esplorare eventuali differenze tra le diverse modalità di disinvestimento. Ciascuna delle modalità di disinvestimento si caratterizza per una serie di specificità che meriterebbe di essere investigata più a fondo, attraverso la costruzione di *sample* separati che potrebbero essere messi a confronto. In linea con la letteratura manageriale sul disinvestimento (Bergh et al., 2007), il presente lavoro, pur controllando per la modalità del disinvestimento, non è in grado di effettuare questa analisi. Studi futuri potrebbero ampliare le evidenze di questo paper in tal senso, e verificare entro quali *boundary conditions* restano valide.

Un altro limite del presente lavoro risiede nel fatto che i dati disponibili per l'analisi empirica non hanno consentito di verificare l'esistenza e l'impatto di motivazioni diverse rispetto a quelle esplicitamente descritte

nel lavoro, e che potrebbero emergere - ad esempio - dal contesto esterno all'impresa o dal manifestarsi di opportunità favorevoli che rendono l'operazione di disinvestimento particolarmente conveniente. In presenza di motivazioni di questo tipo, profondamente diverse da quelle considerate in questo lavoro, le relazioni ipotizzate potrebbero venire meno, in quanto le stesse determinanti della creazione del valore evidenziate nel *framework* teorico avrebbero probabilmente minore rilevanza.

Inoltre, poiché il *focus* di questa ricerca è sugli effetti di moderazione della *performance* pre-disinvestimento, l'analisi empirica proposta non tiene conto del diverso ruolo che il *blockholder* può esercitare in paesi diversi. Tuttavia, la ricerca futura dovrebbe investigare meglio come tali effetti di interazione possano cambiare in funzione delle caratteristiche dei sistemi di *corporate governance* di paesi diversi (e.g. Giustiniano et al. 2010).

Occorre inoltre ricordare che la variabile di *performance* utilizzata nel presente studio è solo una delle possibili misure che sono state proposte per cogliere gli effetti delle operazioni di disinvestimento. La ricerca futura potrebbe ampliare i nostri risultati utilizzando misure diverse, come ad esempio il CAR, per verificare se gli effetti evidenziati nel presente lavoro impattano anche sulle aspettative e sulle reazioni dei mercati finanziari ovvero far ricorso ad altri indicatori contabili.

Infine, è necessario sottolineare che le operazioni di disinvestimento, soprattutto se parziali, potrebbero rappresentare degli *step* intermedi di strategie più ampie. Studi longitudinali più estesi o analisi di tipo qualitativo potrebbero consentire un'analisi più approfondita sulle implicazioni di lungo termine delle operazioni di disinvestimento.

Il presente lavoro offre altresì utili spunti per il management delle aziende che si trovano ad affrontare la decisione di disinvestire.

Innanzitutto, la distinzione tra strategie di disinvestimento reattive e proattive evidenzia l'importanza di diffondere un concetto di disinvestimento nuovo e più ampio, che possa includere non solo i casi in cui tali operazioni sono implementate per porre rimedio a scelte strategiche sbagliate, ma anche le situazioni in cui il disinvestimento è parte integrante di più generali strategie di crescita e di sviluppo aziendale, assumendo quindi un'accezione positiva. Questo lavoro si inserisce dunque nel nascente filone di ricerca che considera le operazioni di disinvestimento come scelte proattive per lo sviluppo e la riconfigurazione delle opportunità di creazione del valore.

In secondo luogo, per il management, diviene sempre più importante comprendere quali siano le determinanti della *performance* delle operazioni di disinvestimento e come queste possano interagire con le condizioni specifiche in cui la *parent company* versa al momento della decisione di disinvestire. La dimostrazione dell'esistenza di effetti di moderazione tra la *performance* pre-disinvestimento e le determinanti di creazione del valore suggerisce che i manager dovrebbero disegnare le operazioni di disinvestimento avendo cura di considerare come i risultati economici dell'impresa precedenti all'operazione possano interagire con le spinte al disinvestimento nel determinare l'effetto di tali scelte sulla *performance*. Infatti, il disinvestimento non è un'operazione che avviene in modo isolato rispetto alla storia dell'impresa e al contesto in cui questa opera. Concretamente, quindi, i manager devono individuare il momento

più adeguato per implementare le scelte di disinvestimento alla luce dell'influenza che la *performance* precedente l'operazione può esercitare sull'esito della stessa.

In ultimo, i risultati raggiunti contribuiscono a superare l'opacità che caratterizza tipicamente le operazioni di disinvestimento e la difficoltà degli investitori nel valutare appieno il razionale strategico della decisione e le relazioni di causa-effetto nell'analisi della *performance* d'impresa a seguito di una scelta di disinvestimento. I manager devono promuovere azioni volte a segnalare la qualità dell'operazione di disinvestimento, al fine di ridurre le asimmetrie informative e attenuare i fenomeni di *adverse selection*. In particolare, prima che il disinvestimento abbia luogo e anticipando i possibili effetti sulla *performance* d'impresa, il management potrà agire su taluni meccanismi di *corporate governance* (quale, ad esempio, la modifica della *leadership* del consiglio di amministrazione) volti a garantire una maggiore trasparenza sulle determinanti del disinvestimento e sugli effetti sulla *performance* d'impresa.

## Bibliografia

- AIKEN L.S., WEST S.G. (1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*, Sage, Newbury Park.
- ALEXANDER G.J., BENSON P.G., KAMPMEYER J.M. (1984), "Investing the valuation effects of announcements of voluntary corporate selloffs", *Journal of Finance*, vol. 39, n. 6, pp.503-517.
- AMIHUD Y., LEV B. (1981), "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics*, vol. 12, n. 2, pp. 605-617.
- ANSLINGER P.L., KLEPPER S.J., SUBRAMANIAM S. (1999), "Breaking up is good to do: Restructuring through spin-offs, equity carve-outs, and tracking stocks can create shareholder value", *McKinsey Quarterly*, vol. 1, pp. 16-27.
- BACCARANI C., BRUNETTI F. (1997), "Le scelte strategiche di disinvestimento", in AA.VV, *Economia e finanza aziendale, Scritti in onore di Edoardo Ardemani*, Giuffrè, Milano.
- BARCLAY M.J., HOLDERNESS C.G. (1991), "Negotiated block trades and corporate-control", *Journal of Finance*, vol. 46, n. 3, pp. 861-878.
- BERGER P.G., OFEK E. (1999), "Causes and effects of corporate refocusing programs", *Review of Financial Studies*, vol. 12, n. 2, pp. 311-345.
- BERGH D.D. (1995), "Size and relatedness of units sold: An agency theory and resource-based perspective", *Strategic Management Journal*, vol. 16, n. 3, pp. 221-239.
- BERGH D.D. (1998), "Product-market uncertainty, portfolio restructuring, and performance: An information-processing and resource-based view", *Journal of Management*, vol. 24, n. 2, pp. 87- 102.
- BERGH D.D., LAWLESS M.W. (1998), "Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy", *Organization Science*, vol. 9, n. 1, pp. 87-102.

- BERGH D.D., LIM E. (2008), "Learning how to restructure: absorptive capacity and improvisational views of restructuring actions and performance", *Strategic Management Journal*, vol. 29, n. 6, pp. 593-616.
- BERGH D.D., JOHNSON R.A., DEWITT R.L. (2007), "Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain", *Strategic Management Journal*, vol. 29, n. 2, pp. 133-148.
- BETHEL J.E., LIEBESKIND J. (1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring", *Strategic Management Journal*, vol. 14, n. S1, pp. 15-31.
- BETHEL J.E., LIEBESKIND J. (1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring", *Strategic Management Journal*, vol. 14, n. S1, pp. 15-31.
- BOWMAN E.H., SINGH H., USEEM M., BHADURY R. (1999), "When Does Restructuring Improve Economic Performance?", *California Management Review*, vol. 41, n. 2, pp. 33-54.
- BRAUER M. (2006), "What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda", *Journal of Management*, vol. 32, n. 6, pp. 751-785.
- BRAUER M., WIERSEMA M. (2012), "Industry divestiture waves: how a firm's position influences investor returns", *Academy of Management Journal*, vol. 55, n. 6, pp. 1472-1492.
- BRUNER R.F. (2004), *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons Ltd, New York.
- BRUNETTA F., PERUFFO E. (2014), "May parents inherit from heirs? Towards an understanding of the parent-spun-off relationship", *American Journal of Applied Sciences*, vol. 11, n. 6, pp. 921-928.
- CAPRON L., MITCHELL W., SWAMINATHAN A. (2001), "Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view", *Strategic Management Journal*, vol. 22, n. 9, pp. 817-844.
- CAPRON L., MITCHELL W. (2012), *Build, Borrow or Buy. Solving the growth dilemma*, Harvard Business Review Press, Boston.
- CHANG S.J. (1996), "An evolutionary perspective on diversification and corporate restructuring: Entry, exit and economic performance during 1981-89", *Strategic Management Journal*, vol. 8, n. 17, pp. 587-611.
- CHUNG C.N., LUO X. (2008), "Institutional logics or agency costs: The influence of corporate governance models on business group restructuring in emerging economies", *Organization Science*, vol. 19, n. 5, pp. 766-784.
- COASE R.H., (1937), "The nature of the firm", *Economica*, vol. 4, n. 16, pp. 386-405.
- DEMSETZ H., (1983), "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-390.
- DENNING K.C., (1988), "Spin-offs and sales of assets: An examination of security returns and divestment motivations", *Accounting and Business Research*, vol. 19, n. 73, pp. 32-42.
- DENIS D.J., DENIS D.K., SARIN A. (1997), "Agency Problems, Equity Ownership and Corporate Diversification", *The Journal of Finance*, vol. 52, n. 1, pp. 135-160.
- DESAI H., JAIN P.C. (1999), "Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoffs", *Journal of Financial Economics*, vol. 54, n. 1, pp. 75-101.

- EISENHARDT MK. (1989), "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, vol. 14, n. 1, pp. 57-74.
- FACCIO M., LANG L. (2002), "The ultimate ownership of western European corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n. 3, pp. 365-395.
- FAMA EF., JENSEN M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n. 2, pp. 301-325.
- GERTNER R., POWERS E., SCHARFSTEIN D. (2002), "Learning about internal capital markets from corporate spin-offs", *The Journal of Finance*, vol. 57, n. 6, pp. 2479-2506.
- GIUSTINIANO, L., MARCHEGIANI L., PIROLO, L. AND PERUFFO, E. (2010), "National corporate systems and outsourcing decisions: A cross-country analysis", *Paper presented at Strategic Management Conference*, 11-15 September 2010. Rome, Italy.
- HAMILTON B.H., NICKERSON J.A. (2003), "Correcting for Endogeneity in Strategic Management Research", *Strategic Organization*, vol. 1, n. 1, pp. 51-78.
- HILL CWL., SNELL S.A., (1988), "External control, corporate strategy and firm performance in research intensive industries", *Strategic Management Journal*, vol. 9, n. 6, pp. 577-590.
- HITE G., OWERS JE. (1983), "Security price reactions around corporate spin-off announcements", *Journal of Financial Economics*, vol. 12, n. 4, pp. 409-436.
- HOSKISSON R., TURK T.A. (1990), "Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market", *Academy of Management Review*, vol. 15, n. 3, pp. 459-477.
- HOSKISSON R.E., JOHNSON R.A. (1992), "Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and r&d intensity", *Strategic Management Journal*, vol. 13, n. 8, pp. 625-634.
- JAIN P.C. (1985), "The effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth", *Journal of Finance*, vol. 40, n. 1, pp. 209-224.
- JENSEN M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, vol. 76, n. 2, pp. 323-329.
- JENSEN M.C., MECKLING W.H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, pp. 305-360.
- JOHN K., OFEK E. (1995), "Asset sales and increase in focus", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n. 1, pp. 105-126.
- KRISHNASWAMI S., SUBRAMANIAM V. (1999), "Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision", *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n. 1, pp. 73-112.
- LANG L., POULSEN A., STULZ R. (1995), "Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion", *Journal of Financial Economics*, vol. 37, n.1, pp. 3-37.
- LEE DD., MADHAVAN R. (2010), "Divestiture and firm performance: a meta-analysis", *Journal of Management*, vol. 36, n. 6, pp. 1345-1371.
- MARKIDES C.C. (1992), "The economic characteristics of de-diversifying firms", *British Journal of Management*, vol. 3, n. 2, pp. 91-100.
- MARKIDES C.C. (1995), "Diversification, restructuring and economic performance", *Strategic Management Journal*, vol. 16, n. 2, pp. 101-118.

- MARKIDES C.C., SINGH H. (1997), "Corporate restructuring: A symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes?", *European Management Journal*, vol. 3, n. 15, pp. 213-219.
- MASULIS RW., KORWAR AN. (1986), "Seasoned equity offerings: An empirical investigation", *Journal of Financial Economics*, vol. 15, n. 1/2, pp. 91-118.
- MILES J.A., ROSENFELD J.D. (1983), "The Effect of voluntary sell-off announcements on shareholder wealth", *Journal of Finance*, vol. 38, n. 5, pp. 1597-1606.
- MONTGOMERY C., THOMAS A. (1988), "Divestment: motives and gains", *Strategic Management Journal*, vol. 9, n. 1, pp. 93-97.
- MOSCHIERI C., MAIR J. (2008), "Research on corporate divestitures: A synthesis", *Journal of Management and Organization*, vol. 14, n. 4, pp. 399-422.
- MOSCHIERI C., MAIR J. (2011). "Adapting for innovation: Including divestitures in the debate", *Long Range Planning*, vol. 44, n. 1, pp. 4-25.
- MULHERIN J.H., BOONE A.L. (2000), "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, vol. 6, n. 2, pp. 117-139.
- PALEPU K. (1986), "Predicting Takeover targets", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, n. 1, pp. 3-35.
- PERUFFO E. (2013), *Verso una cultura del disinvestimento: strategia, governance e valore economico*, Franco Angeli, Milano.
- PERUFFO E., PERRI A., GENTILI S. (2013), "Verso una cultura del disinvestimento: efficienza, superiorità e conformità", *Finanza Marketing e Produzione*, vol. 31, n.3, pp. 40-67.
- PERUFFO E., ORIANI R., PERRI A. (2014), "Information Asymmetries, Family Ownership And Divestiture Financial Performance: Evidence From Western European Countries", *Corporate Ownership and Control*, vol. 11, n. 4, pp. 44-57.
- SANDERS W.M.G., BOIVIE S. (2004), "Sorting things out: valuation of new firms in uncertain markets", *Strategic Management Journal*, vol. 25, n. 2, pp. 167-186.
- SCHILL MJ., ZHOU C. (2001), "Pricing an emerging industry: Evidence from Internet subsidiary carve-outs", *Financial Management*, vol. 30, n. 3, pp. 5-33.
- SEABRIGHT M.A., LEVINTHAL D.A., FICHMAN M. (1992), "Role of individual attachments in the dissolution of interorganizational relationships", *Academy of Management Journal*, vol. 35, n. 1, pp. 122-160.
- SHAVER MJ. (1998), "Accounting for Endogeneity When Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival?", *Management Science*, vol. 44, n. 4, pp. 571-86.
- SHIMIZU K., HITT M. (2005), "What constraints of facilitates divestitures of formerly acquired firms? The effects of organizational inertia", *Journal of Management*, vol. 31, n. 1, pp. 50-72.
- VELD C.,VELD-MERKOULOVA YV. (2009), "Value creation through spin offs: A review of the empirical evidence", *International Journal of Management Reviews*, vol. 11, n.4, pp. 407-420.
- VIJH A. (2002), "The positive announcement-period returns of equity carve-outs: asymmetric information or divestiture gains?", *Journal of Business*, vol. 75, n. 1, pp. 153-91.
- WILLIAMSON OE. (1975), *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization*, The Free Press, New York.

- WOO C., WILLARD G., DAELLENBACH U. (1992), "Spin-off performance: a case of overstated expectations?", *Strategic Management Journal*, vol. 13, n. 6, pp. 433-47.
- WRIGHT P., FERRIS SP. (1997), "Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value", *Strategic Management Journal*, vol. 18, n. 1, pp. 77-83.
- ZUCKERMAN EW. (2000), "Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification", *Administrative Science Quarterly*, vol. 45, n. 3, pp. 591-619.

### **Academic or professional position and contacts**

**Enzo Peruffo**

Assistant Professor  
LUISS Guido Carli - Roma - Italy  
e-mail: eperuffo@luiss.it

**Alessandra Perri**

Assistant Professor  
Università CA' FOSCARI - Venezia - Italy  
e-mail: alessandra.perri@unive.it

**Luca Pirolo**

Assistant Professor  
LUISS Guido Carli - Roma - Italy  
e-mail: lpirolo@luiss.it