

Verso una “*cultura*” del disinvestimento: Efficienza, Superiorità e Conformità.

Enzo Peruffo

*Department of Economics and Business
LUISS Guido Carli
Viale Romania 32 00197 Rome, Italy
E-mail: eperuffo@luiss.it*

Alessandra Perri

*Department of Management
Ca' University of Venice
Cannaregio, 873 – 30121 Venice, Italy
and
Department of Business Administration
Carlos III University
Calle Madrid 126, 28903 Getafe (Madrid), Spain
E-mail: alessandra.perri@unive.it
Office: +390412347405*

Sara Gentili

*Department of Economics and Business
LUISS Guido Carli
Viale Romania 32 00197 Rome, Italy
E-mail: sgentili@luiss.it*

Keywords: Disinvestimento, Strategie di corporate, Matrice dei disinvestimenti

Abstract

Strategic management research has always been committed to portray divestitures just as a reaction to strategic mistakes or a change to earlier decisions. Yet, scholars have recently gauged that divestiture operations represent a keystone in firm value creation (e.g. Moschieri and Mair, 2011) propelling change process. This article reviews existing research on divestiture classifying it into three schools of thought - firm efficiency, firm superiority and firm conformity – based on different assumptions and conceptualizations of firms and firm objectives. Moreover, it introduces a taxonomy of divestiture operations that accounts for their heterogeneous determinants, thus proposing to read divestiture no longer and not only as a sign of failure, but rather as a tool to create and preserve shareholders' wealth.

1. INTRODUZIONE

“Divestment strategy should be a mirror image of acquisition strategy, and [...] they both should be done primarily to strengthen a company’s differentiating capabilities”

Adolph G., Favaro K., HBR 2012

Il disinvestimento è uno dei principali meccanismi utilizzati dalle imprese per ottimizzare la propria struttura strategica. Rappresenta un aggiustamento del portafoglio di business e attività (Bowman e Singh, 1993) e può essere realizzato attraverso cessioni, *carve out* o *spinoff* di business. La recente crisi finanziaria ha evidentemente reso più complessa la realizzazione delle operazioni di disinvestimento per la difficoltà di ricorrere al mercato dei capitali. D’altro canto, la sempre più diffusa necessità delle imprese di riorganizzare la propria struttura strategica ha stimolato il ricorso a questo tipo di transazioni. I dati sembrano confermare questo trend. Infatti, il numero di operazioni di disinvestimento è aumentato del 3% nel 2010, superando l’ammontare complessivo di 12.500 operazioni. Il loro valore totale è cresciuto di circa il 55% rispetto all’anno precedente, passando da 570 miliardi di dollari nel 2009 a 885 miliardi di dollari nel 2010 (Deloitte, 2010).

La dottrina e la pratica aziendale hanno tradizionalmente interpretato il disinvestimento come una manovra per correggere errori strategici o collocare sul mercato attività non più coerenti con il portafoglio di business e l’orientamento strategico dell’impresa (Capron, Mitchell e Swaminathan, 2001). In altri termini, il disinvestimento è stato per lo più associato ad una scelta obbligata per imprese che presentano scarsi risultati reddituali e/o difficoltà finanziarie (Bowman e Singh, 1993), e che sono alla ricerca di una maggiore *efficienza*. E’ la stessa letteratura manageriale, infatti, ad interpretare il disinvestimento quale soluzione immediata a: i) problemi finanziari o reddituali (Dranikoff, Koller e Schneider 2002), ii) previsioni sfavorevoli per il settore (Brauer, 2006), iii) necessità di miglioramento dell’efficienza nell’allocazione interna dei capitali (Jensen, 1993), iv) necessità di rifocalizzazione sul *core business* (Hoskisson Johnson, e Moesel, 1994, Bergh e

Lawless, 1998). Anche quando realizzato con successo, il disinvestimento viene quindi associato a una precedente “sconfitta” per l’azienda e per i manager, comprovando un errore *ab origine*, responsabile del successivo abbandono dell’attività da parte dell’azienda.

Nonostante ciò, recenti evidenze empiriche tendono a mettere in discussione la tradizionale accezione “negativa” attribuita al disinvestimento, evidenziandone il suo frequente impiego come strumento per sviluppare la *superiorità* competitiva dell’impresa. Il disinvestimento inizia a essere associato a situazioni diverse dalle sconfitte aziendali e del management, assumendo i connotati distintivi di una scelta strategica attuata al fine di concentrare le risorse nelle attività più in linea con i vincoli e le opportunità dell’ambiente esterno (e.g. Berry, 2010). Il disinvestimento cessa di essere considerato come un evento *stand-alone* e definitivo: sempre più spesso, infatti, l’azienda madre mantiene un legame con l’unità disinvestita, beneficiando così, ad esempio, della *performance* innovativa prodotta dalla stessa (si veda Moschieri 2011), ovvero riacquistando l’impresa a seguito dell’evoluzione del contesto competitivo. Recenti studi dimostrano, inoltre, che in alcune circostanze le aziende disinvestono unità di business performanti (Moschieri, 2011). Il disinvestimento della divisione mobile Lenovo Mobile da parte del gruppo Lenovo nel 2008 rappresenta un esempio emblematico in tal senso. In questo caso specifico, l’aumento dell’attrattività del business nel periodo immediatamente successivo all’operazione ha portato l’impresa a riacquistare il business dismesso, con l’obiettivo di beneficiare delle prospettive di sviluppo dello stesso.

Esiste poi un’altra dimensione, sino ad ora solo parzialmente trattata dalla letteratura, che evidenzia come – a fronte di una decisione di disinvestimento – le aziende debbano fronteggiare una serie di vincoli più o meno formali, e più o meno intensi, che influenzano la performance e, a volte, anche l’effettivo avvio dell’operazione (Peng, Sun, Pinkham, e Chen, 2009). Le istituzioni, definite come insieme composito di norme, tradizioni e influenze sociali dominanti nell’ambiente in cui le imprese operano (Meyer e Rowan, 1977), condizionano le decisioni strategiche delle aziende che possono avere effetti sul contesto socio-culturale. Il disinvestimento diventa una scelta di *conformità*,

acquista rilievo sociale e, come tale, deve essere intrapreso tenendo conto dei diversi interessi coinvolti (Chakrabarti, Vidal, e Mitchell, 2011; Atanassov e Kim, 2009). Una struttura proprietaria a carattere familiare, l'esistenza di gruppi di imprese (Chung e Luo, 2008), il livello di protezione degli azionisti (Peruffo, Oriani, Folta, 2012) o quello di tutela dei lavoratori (Atanassov e Kim, 2009) sono solo alcuni dei fattori istituzionali in grado di influenzare la scelta di disinvestire e la relativa *performance*.

Emerge dunque la necessità di sistematizzare una letteratura sul disinvestimento eccessivamente frammentata e focalizzata su motivazioni strettamente connesse ad una visione problematica delle scelte d'impresa (Brauer, 2006). A tal fine, il presente studio mira a identificare e raggruppare le spinte che portano un'azienda a disinvestire, cogliendo spunti dalla letteratura manageriale e dall'evidenza empirica. Nello specifico, il lavoro identifica tre differenti fattori che spingono un'impresa a disinvestire: *efficienza, superiorità e conformità*. Superando l'accezione tradizionale che vede nel recupero d'efficienza la sola spinta al disinvestimento, si propone un nuovo modello interpretativo per cui ogni operazione di disinvestimento è il risultato della combinazione delle tre spinte identificate. Questo approccio diviene strumento per proporre una categorizzazione delle modalità di disinvestimento.

Il lavoro offre un duplice contributo. Innanzitutto, introduce in modo sistematico nella letteratura sul disinvestimento un'accezione positiva di questa tipologia di operazioni e consente una loro ricomprensione nel più ampio progetto strategico dell'impresa. Il disinvestimento non va considerato come un'operazione definitiva in quanto – attraverso l'attivazione di differenti opzioni strategiche per il futuro - permette di aumentare la flessibilità dell'impresa. Emerge quindi la necessità di porre nuova enfasi sui processi di disinvestimento (Brauer, 2010) e sulla loro implementazione (Moschieri e Mair, 2011). Partendo da queste considerazioni, il presente lavoro propone inoltre una tassonomia delle modalità di disinvestimento sulla base delle relative implicazioni strategiche. Dal punto di vista manageriale, offre spunti per riconsiderare il

disinvestimento come oggetto di una scelta strategica proattiva volta a favorire lo sviluppo dell'azienda e/o la sua *performance* innovativa, senza tralasciare i condizionamenti, i vincoli, ma anche le opportunità che il contesto istituzionale impone alle imprese.

2. QUALI SPINTE AL DISINVESTIMENTO?

La letteratura manageriale si è focalizzata prevalentemente sulla comprensione dei fattori determinanti le scelte di disinvestimento. Nello specifico, la produzione scientifica sul disinvestimento si è sviluppata intorno ad un ampio problema di ricerca: *perché le aziende disinvestono?* Da un'analisi dettagliata dei lavori sul tema del disinvestimento emerge una possibile nuova chiave interpretativa che vede nei valori di efficienza, superiorità e conformità, le tre spinte principali al disinvestimento (Figura 1):

----- Figura 1 -----

3.1 Disinvestimento ed Efficienza

La teoria dell'impresa definisce il disinvestimento come uno strumento utilizzato per la definizione dell'ampiezza aziendale ottimale. Le imprese tendono infatti ad espandere la propria struttura strategica, internalizzando transazioni che risulterebbero più costose se effettuate sul mercato, ovvero a ridurla, esternalizzando attività che genererebbero costi superiori se amministrare internamente (Coase, 1937). In questa prospettiva, il disinvestimento assume i connotati di un rimedio all'allocazione inefficiente delle risorse aziendali. Un'azienda diversificata, le cui divisioni competono tra loro per l'ottenimento di risorse, rappresenta un mercato interno dei capitali finalizzato all'allocazione dei flussi di cassa da queste generati (Williamson, 1975, 1985). L'efficienza si verifica quando le risorse disponibili affluiscono verso le divisioni che presentano le

migliori opportunità d'investimento, ossia quando l'allocazione delle risorse ad una divisione viene meno se le altre presentano opportunità d'investimento più proficue (Shin e Stulz, 1998).

I mercati interni dei capitali risultano generalmente più efficienti rispetto a quelli esterni, per tre principali ordini di ragioni (Williamson, 1975, 1985; Liebeskind, 2000). In primo luogo, rispetto ai mercati, le aziende possono monitorare e controllare meglio i processi di allocazione delle risorse. In secondo luogo, si dimostrano più affidabili con riferimento alla fornitura regolare del capitale. Infine, le aziende dispongono di informazioni più complete in merito alle opportunità d'investimento. Nonostante ciò, la realtà operativa dimostra che tali elementi di efficienza possono essere compromessi dalla crescente diversificazione aziendale, alla quale sono associate tre principali tipologie di imperfezioni nell'impiego dei mercati interni dei capitali: (1) *conflitti di agenzia*, (2) *inappropriata allocazione dei capitali* e (3) *asimmetrie informative*. La letteratura sul disinvestimento prova a spiegare come queste tre imperfezioni possono influenzare la decisione di disinvestire.

1) I conflitti di agenzia

La spiegazione offerta dalla teoria dell'agenzia rappresenta la motivazione dominante nella letteratura che analizza le decisioni di disinvestimento. In questa prospettiva, il disinvestimento è legato all'emergere di conflitti tra azionisti e manager, relativamente alla destinazione dei flussi di cassa che l'azienda genera (Jensen, 1986).

Quando il *core business* di un'impresa è in declino, anche le opportunità interne d'investimento diminuiscono. I flussi di cassa generati, dunque, non possono essere proficuamente reinvestiti perché non trovano adeguata allocazione nelle opportunità di investimento interne. I conflitti tra azionisti e manager derivano dai diversi interessi degli stessi relativamente alla gestione di tali risorse. Gli azionisti, se informati, preferiscono la distribuzione del flusso di cassa in modo da poter investire in

opportunità di profitto esterne all'azienda. I manager, invece, tendono a deviare i flussi di cassa a vantaggio di processi di diversificazione eccessiva e ridurre i rischi associati alla prosecuzione della loro carriera, incrementando in tal modo i propri benefici privati (Jensen e Meckling, 1976).

Elevati livelli di diversificazione determinano elevati costi in termini di elaborazione delle informazioni e di coordinamento (Markides, 1992, 1995), sia perché il controllo dei manager di divisione si sposta dagli elementi strategici a quelli finanziari (Hoskisson e Turk, 1990), sia perché la maggiore complessità aziendale (Bergh e Lawless, 1998; Bergh, 1998) aumenta la difficoltà di valutazione per gli investitori (Krishnaswami e Subramaniam, 1999).

L'effetto complessivo dei meccanismi illustrati è che il mercato dei capitali tende a sottostimare il valore aziendale, costringendo i manager a disinvestire per evitare il rischio di essere oggetto di acquisizioni ostili (Berger e Ofek, 1999; Bethel e Liebeskind, 1993). La suddetta relazione tra eccesso di diversificazione e disinvestimento è stata peraltro verificata a approfondita da numerosi studi di natura empirica (e.g. Berger e Ofek 1995).

Lungo questa linea di pensiero, la letteratura manageriale ha iniziato a focalizzarsi sulla struttura interna di *governance* come importante determinante del disinvestimento (Hoskisson, Johnson, e Moesel, 1994). Alcuni elementi relativi alla struttura di *governance*, quali il grado di dispersione della proprietà, la presenza di proprietari esterni, i sistemi di compensazione basati su incentivi a breve termine, attribuiscono infatti una maggiore discrezionalità al management nel diversificare oltre il livello ottimale, aumentando in ultima analisi la probabilità di successive e conseguenti decisioni di disinvestimento.

2) *La inefficiente allocazione del capitale*

Come già sottolineato, rispetto al mercato esterno, le imprese sono più abili nella distribuzione interna di risorse, e riescono a tutelare le divisioni dal rischio di sotto-investimenti (Shin e Stulz,

1998). Nella pratica, in un'azienda diversificata, divisioni che soffrono l'indisponibilità di risorse possono essere supportate da quelle che ne hanno in eccedenza (Scharfstein e Stein, 2000) evitando così il ricorso a fonti terze.

Tuttavia, il funzionamento dei mercati dei capitali interni è più influenzato dall'effettiva disponibilità di fonti aziendali che dall'attesa profittabilità delle opportunità valutate (Fazzari, Hubbard e Petersen, 1988). I manager tendono infatti a richiedere risorse addizionali anche quando il flusso di cassa divisionale di cui dispongono potrebbe risultare sufficiente, ovvero quando le divisioni presentano scarse opportunità di investimento (Jensen, 1986). Questi scenari determinano evidenti distorsioni nelle dinamiche interne di allocazione dei capitali, poiché – in presenza di reali necessità di rifinanziamento - il management divisionale incontrerà notevoli difficoltà nel convincere la direzione centrale che il proprio flusso di cassa è effettivamente insufficiente per il perseguimento di buone opportunità di investimento (Stulz, 1990). Anche nel caso in cui la direzione centrale eserciti un controllo diretto sul capitale offerto, difficilmente avrà a disposizione un set informativo completo su come ottimizzare l'allocazione delle risorse tra le varie divisioni (Motta, 2003).

L'analisi della dotazione di capitale diventa dunque un elemento cruciale per comprendere le dinamiche del disinvestimento. In effetti, in caso di assenza di liquidità, la dismissione di asset rappresenta il primo step di un più ampio processo di ristrutturazione, che deve portare l'impresa a perseguire la propria posizione di vantaggio competitivo. Nello specifico, la posizione finanziaria di un'impresa e la sua scarsa performance sono state oggetto di analisi per comprendere l'impatto delle stesse sulle scelte di disinvestimento (Duhaime e Grant, 1984; Denning, 1988). In effetti, i manager appaiono ancor più propensi a disimpegnare una divisione dinanzi ad uno scarso rendimento della stessa quando attribuiscono a questa la responsabilità della bassa performance aziendale (Hayward e Shimizu, 2006).

3) *Asimmetrie informative*

In un'impresa diversificata, i manager di divisione sono obbligati a divulgare informazioni afferenti alla gestione nella forma di scritture contabili periodiche. Pertanto, una grande quantità di informazioni risulta disponibili per supportare il processo decisionale di investimento (Alchian, 1969; Williamson, 1975, 1985; Stein, 1997). Tuttavia, persiste un'asimmetria informativa tra l'impresa e il mercato, in virtù della quale il valore associato all'entità aziendale raramente corrisponde a quello effettivo. Gli analisti di mercato - i quali solitamente si occupano di imprese appartenenti ad un singolo settore o comunque operanti in business correlati - riscontrano notevoli difficoltà nel valutare aziende operanti in un'ampia varietà di business (Zuckerman, 1999, 2000). In assenza di informazioni sufficienti ed accurate, gli investitori esterni sono esposti al noto rischio di selezione avversa (*adverse selection*), cui reagiscono "scontando" il valore delle imprese in oggetto (Akerlof, 1970).

L'*adverse selection* può avere effetti contrastanti sul disinvestimento. Da un lato, i manager tendono a rifiutare la vendita di attività sottovalutate dal mercato dei capitali, anche a costo di rinunciare ad opportunità di investimento profittevoli (Myers e Majluf, 1984; Myers, 1984). Dall'altro, la prospettiva del ripristino di un valore d'impresa nel suo complesso sminuito può rappresentare un valido incentivo a disinvestire, anche qualora gli asset oggetto di disinvestimento siano sottovalutati (Habib, Johnsen e Naik, 1997).

Nel complesso, la letteratura suggerisce due modalità che consentono di attenuare il problema della asimmetria informativa. La prima riguarda il miglioramento della trasparenza informativa attraverso la separazione di alcune divisioni dalla casa madre, per il tramite di operazioni di spin off. Questa operazione, consente al mercato di ottenere informazioni non solo sulle singole divisioni, ma anche sull'impresa nel suo complesso, che smette di essere considerata come unico aggregato (Krishnaswami e Subramaniam, 1999). Ciò determina una migliore conoscenza aziendale da parte degli analisti (Gilson, Healy, Noe, e Palepu, 2001), favorendone una valutazione più corretta (Reuer

e Shen, 2004).

Il secondo modo per attenuare gli effetti associati all'asimmetria informativa consiste nel garantire al pubblico l'accesso ad informazioni sull'azienda attraverso report e banche dati. Il maggiore set informativo reso disponibile ai mercati esterni determina una migliore valutazione dell'azienda nel suo complesso, aumentando l'incentivo verso le decisioni di disinvestimento (Matsusaka e Nanda, 2002).

Il grado di correlazione tra le attività delle divisioni e l'assenza di informazioni chiare sul valore delle stesse rappresentano dunque due importanti spinte al disinvestimento. Il disinvestimento di divisioni non correlate è in generale più probabile, perché ciò consente alle imprese diversificate di rifocalizzarsi e stabilire un'identità più coerente ai fini della valutazione dell'impresa (Bergh, Johnson, e Dewitt, 2008).

3.2 *Disinvestimento e Superiorità*

Secondo una visione *resource-based* (Capron, Dussauge, e Mitchell, 1998), il mantenimento del vantaggio competitivo richiede una ottimale riconfigurazione delle risorse aziendali, intese come lo stock di fattori disponibili all'impresa (Amit e Schoemaker, 1993), inizialmente collocati nel mercato dei fattori strategici (Barney, 1986). Tale riconfigurazione si identifica nel processo attraverso il quale le risorse vengono rinnovate - attraverso sviluppo interno (Dierickx e Cool, 1989) ovvero acquisizione esterna (Barney, 1986) - e redistribuite tra le unità aziendali (Anand e Singh, 1997; Capron, Mitchell, e Swaminathan, 2001).

Il raggiungimento del successo competitivo richiede dunque un attivo processo di riconfigurazione, attraverso il quale le imprese rinnovano il proprio portafoglio di risorse e competenze. Il disinvestimento costituisce un importante strumento per il perseguimento di questo obiettivo, grazie alla sua capacità di indirizzare le risorse aziendali verso nuovi mercati (Levinthal e

Wu, 2010; Helfat e Eisenhardt, 2004), di rimuovere quelle ridondanti per migliorare l'efficienza (Capron, Dussauge, e Mitchell, 1998) ovvero di sviluppare risorse nuove al sistema aziendale (Moschieri, 2011). Si intuisce infatti la stretta sequenza tra gli eventi di acquisizione e disinvestimento, che spesso si avvicendano come espressioni complementari di un più ampio processo di crescita aziendale. In questa prospettiva, il disinvestimento si qualifica come scelta strategica volta ad incrementare la coerenza del portafoglio di attività aziendali con gli obiettivi gestionali identificati in sede di pianificazione da parte del management, modulando il perimetro aziendale. Ciò assicura il contributo dell'operazione al processo di creazione del valore, consentendo all'azienda di riposizionarsi sul mercato con una struttura coerente con le nuove opportunità disponibili.

Nel contesto *resource-based*, il disinvestimento rappresenta quindi una fase significativa del processo di riconfigurazione delle risorse, la cui superiorità deriva dall'abilità dell'impresa nel: (1) selezionare le risorse, (2) sviluppare competenze, e (3) rimuovere eventuali ridondanze.

Selezionare le risorse

Le imprese hanno una dotazione eterogenea di risorse, che si caratterizza per il livello di complementarità tra le stesse. La complementarità esprime la misura in cui risorse diverse tra loro risultano interdipendenti e si sostengono a vicenda (Tanriverdi e Venkatraman, 2005). Questa proprietà consente di creare una combinazione di risorse e sinergie difficilmente replicabile. Di conseguenza, alcune risorse possono dimostrarsi più preziose per un'impresa che per altre (Barney, 1988) e la combinazione del portafoglio di risorse crea un valore superiore alla somma dei valori che ciascuna potrebbe singolarmente creare (Capron e Pistre, 2002).

Il valore di mercato delle risorse di un'azienda, dunque, dipende in maniera sostanziale dal modo in cui queste si integrano con le risorse pre-esistenti dell'organizzazione acquirente (Makadok

e Barney, 2001). Pertanto il prezzo della cessione rifletterà il surplus di valore attribuito dall'acquirente alle prospettive di sviluppo e combinazione tra le proprie risorse e quelle dell'unità acquisita (Moliterno e Wiersema, 2007). Il disinvestimento, inteso in termini di cessione di un set di risorse, potrà dunque assicurare guadagni superiori rispetto a quelli "normali", soprattutto quando le imprese acquirenti presentano un elevato livello di complementarità con le risorse oggetto della transazione (Barney, 1988).

Sviluppare competenze

Le imprese sviluppano la capacità di integrare e riconfigurare risorse per fronteggiare situazioni di rapida evoluzione (Teece, Pisano e Shuen, 1997). In questi contesti, esse sono soprattutto chiamate a decidere prontamente *se* disinvestire e *cosa* disinvestire (Moliterno e Wiersema, 2007).

Il ciclo di vita delle competenze suggerisce che minacce o opportunità, interne o esterne alle competenze stesse, possono alterarne la traiettoria di sviluppo (Helfat e Peteraf, 2003). Le imprese devono pertanto ridistribuire o disinvestire risorse quando queste non sono più in grado di aggiungere valore al sistema aziendale. La redistribuzione può avvenire attraverso la loro condivisione in mercati collegati (Penrose, 1959; Rumelt, 1982, 1974; Markides e Williamson, 1994). Tuttavia, poichè le risorse e competenze aziendali sono soggette a costi opportunità, l'alternativa ottimale per l'azienda è quella di uscire dal mercato in modo dinamico, entrando simultaneamente in altri per rispondere nel modo migliore ai cambiamenti tecnologici e della domanda del mercato (Levinthal e Wu, 2010 ; Helfat e Eisenhardt, 2004).

Lo sviluppo di competenze diventa cruciale per le imprese che vogliono mantenere una posizione di vantaggio competitivo: sempre più frequentemente queste affidano ad entità esterne, ma collegate, l'attività di sviluppo di tali competenze (Capron e Mitchell, 2012). Lo sviluppo di

competenze innovative, ad esempio, è spesso connesso a fenomeni di disinvestimento parziale. In questi casi, accade in genere che l'azienda madre preservi dei legami con l'unità disinvestita, di cui potrebbe successivamente considerare il riacquisto. Come documentato nel recente lavoro di Moschieri (2011), i disinvestimenti di Saturn da General Motors e di Toyota Motors da Toyota Automatic Loom Works testimoniano come lo sviluppo dell'innovazione a livello di unità possa essere facilitato attraverso il mantenimento di una forte connessione con l'azienda madre. Il disinvestimento diventa dunque leva per l'innovazione, lo sviluppo di competenze per acquisire una posizione di vantaggio competitivo.

Rimuovere ridondanze

Per consolidare la propria presenza sul mercato, le imprese tendono ad acquisire attività correlate (Anand e Singh, 1997). Tali operazioni determinano stock di risorse in esubero (Chang, 1996; Parhankangas e Arenius, 2003), che spesso – nelle fasi successive della vita aziendale - le imprese decidono di disinvestire nel perseguimento di obiettivi di efficienza (Capron, Mitchell, e Swaminathan, 2001).

La ridondanza delle risorse è legata alle caratteristiche strategiche delle risorse stesse. Si intuisce che se le risorse preesistenti sono simili a quelle acquisite, esiste una maggiore probabilità che le stesse vengano successivamente disinvestite (Capron, Dussauge, e Mitchell, 1998). Al contrario, secondo alcuni autori, risorse dissimili possono essere cedute con maggiore facilità perché più indipendenti; analogamente, la separazione e riconfigurazione per la vendita di risorse simili risulta spesso più complessa (Chang e Singh, 1999). In presenza di elevata correlazione e interdipendenza tra le risorse, le imprese ottengono maggiori benefici dovuti alla integrazione sinergica tra i propri asset, i quali pertanto avranno meno probabilità di essere disinvestiti (Zuckerman, 2000).

2.3. Disinvestimento e Conformità

Le imprese non esistono in assenza di istituzioni e il loro comportamento è fortemente influenzato dal contesto sociale nel quale operano. Secondo la teoria istituzionale, le imprese tendono a conformarsi alle norme dominanti, alle tradizioni e alle influenze sociali nei loro ambienti interni ed esterni per ottenere sostegno e legittimità sociale (Meyer e Rowan, 1977). Le istituzioni, intese quali strutture sociali, rappresentano infatti condizioni ambientali che limitano o facilitano il disinvestimento, operando in alcuni casi come vere e proprie forze trainanti dello stesso (Peng, Sun, Pinkham, e Chen, 2009).

La spinta alla conformità suggerisce che le imprese sono inserite in un contesto che inevitabilmente influenza le loro decisioni, rendendo difficile l'assunzione di scelte basate esclusivamente sulle logiche aziendali. In particolare, ciò che rileva nella prospettiva istituzionale è la misura in cui vengono tutelati, in maniera formale e non, gli interessi delle parti coinvolte, (ossia, azionisti e altri stakeholder) e come la scelta di disinvestimento sia conforme ai vincoli e alle pressioni di tipo istituzionale. Riconoscere la rilevanza del contesto istituzionale spinge le imprese ad associare alla mera massimizzazione del profitto il perseguimento della conformità a norme e valori condivisi. Queste tendono dunque ad assecondare le pressioni esercitate dalle istituzioni per mantenere un'identità legittima, che – in relazione al disinvestimento - influenzerà la modalità attraverso cui la transazione verrà realizzata. E' opportuno presentare un'analisi dell'effetto associato alle istituzioni distinguendole in regolative, normative e cognitive (Scott, 1995, 2003), al fine di discernere quale sia il loro specifico impatto sulle operazioni di disinvestimento.

Istituzioni regolative

Le istituzioni “regolative” si caratterizzano per la loro capacità di stabilire regole, meccanismi

di sorveglianza e sanzioni che influenzano i comportamenti aziendali (Scott, 1995, 2003). Spesso si ritiene che le imprese facciano affidamento sui meccanismi di mercato per disciplinare la discrezione manageriale: quando i manager falliscono nel perseguimento degli interessi degli azionisti, le imprese sono chiamate a disinvestire per ripristinare l'efficienza. Tuttavia, l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti può venir meno anche per cause diverse dalla scarsa capacità decisionale del management. In particolare, esistono diverse fattispecie in cui la presenza o assenza di talune strutture formali e informali regolative mina il funzionamento del mercato dei capitali come efficiente sistema di *corporate governance*. In primo luogo, i meccanismi formali di protezione degli azionisti di minoranza, possono limitare le operazioni di disinvestimento, soprattutto quando queste sono condotte a detrimento degli interessi degli azionisti di minoranza o degli stakeholder di impresa. Il rilievo di questi meccanismi di protezione aumenta, quanto più rilevanti sono le opportunità di distrazione del valore, sia da parte del management che da parte degli azionisti dominanti (Peruffo, Oriani, Folta, 2012; Peruffo, Oriani, Goranova, 2013). Recenti interventi normativi, come ad esempio il nuovo regime regolatorio introdotto nel 2011 dalla Consob sulle operazioni con parti correlate, perseguono proprio una maggiore tutela degli azionisti di minoranza, soggetti spesso a fenomeni di espropriazione da parte degli azionisti dominanti. In secondo luogo, altre istituzioni formali come i sindacati sono tipicamente molto forti nelle economie sviluppate, e la loro capacità di protezione degli interessi dei dipendenti può in alcuni casi compromettere il perseguimento degli interessi degli azionisti (Chakrabarti, Vidal, e Mitchell, 2011).

Istituzioni normative

Le istituzioni “normative” si riferiscono a valori, aspettative e norme che definiscono l'adeguatezza del comportamento delle imprese (Scott, 1995 2003). La teoria istituzionale esalta la funzione morale della gestione aziendale, piuttosto che incentivarne l'orientamento alla massimizzazione del profitto. Le imprese infatti sono chiamate ad interiorizzare gli obblighi sociali

attenendosi così alle norme e ai valori per poter guadagnare legittimità normativa. Questa si manifesta a diversi livelli nell'ambiente. In primo luogo, la presenza di una responsabilità sociale delle imprese determina comportamenti coerenti con le norme e i valori vigenti. La società collettivista impone regole di comportamento, perché l'identità aziendale si basa sul gruppo piuttosto che sull'individualità (Hofstede, 1980). Il lavoro a tempo indeterminato – ad esempio - è istituzionalizzato come pratica appropriata, e le decisioni di disinvestimento delle imprese riflettono tale principio. Infatti alcune ricerche dimostrano che, quando dipendenti competenti non possono essere promossi a causa della limitata disponibilità di posizioni manageriali, le imprese scorporano alcuni set di risorse al fine di creare delle entità separate e, quindi, nuove posizioni gestionali più alte, espandendo così il mercato interno del lavoro (Ito, 1995). Inoltre, dato che la certezza del lavoro è un valore rilevante nella società, qualsiasi cessione che determini licenziamenti ovvero ridimensionamenti è considerata inopportuna, perché trascura la responsabilità sociale delle imprese, e ne peggiora quindi l'immagine percepita, rendendo molto probabile il verificarsi di sanzioni nei mercati finali (Ahmadjian e Robinson, 2001). La rilevanza delle istituzioni normative è altresì elevata quando si vogliono complementare gli schemi classici della teoria dell'agenzia. In effetti, il *principal* o l'*agent* pur avendo l'opportunità di distrarre valore, potrebbero essere comunque non propensi ad operare in modo opportunistico. In altri termini, le istituzioni normative possono attenuare i costi di agenzia legati all'opportunismo, favorendo una maggiore tutela degli interessi delle controparti per limitare fenomeni di espropriazione del valore. (Wiseman, 2011).

Istituzioni cognitive

Le istituzioni “cognitive” fondano la loro essenza su credenze condivise. Esse contribuiscono a determinare l'identità delle imprese e preselezionano il comportamento appropriato delle stesse (Scott, 1995, 2003). Le istituzioni cognitive influenzano la strategia di diversificazione delle imprese (e, di conseguenza, le loro decisioni di disinvestimento) in due modi. In primo luogo, offrono cornici

simboliche per definire l'identità delle imprese, che quindi elaborano le strategie per conformarsi agli schemi associati alla loro identità. La logica dominante di valutazione delle imprese nel mercato azionario si basa infatti sulla categorizzazione. Il mercato azionario classifica le imprese dal lato dell'industria, e gli analisti sono per questo generalmente chiamati a seguire gli attori di un singolo settore o, in alternativa, di pochi settori connessi tra loro. Quando la politica di diversificazione aziendale determina un disallineamento rispetto all'identità attribuita dagli analisti, diventa difficile per questi associare alle imprese dei concorrenti diretti (Zuckerman, 1999, 2000). Di conseguenza, le aziende disinvestono per ripristinare un'identità coerente per il confronto e quindi la valutazione. In secondo luogo, le istituzioni cognitive definiscono e guidano la strategia appropriata attraverso la formazione di logiche dominanti di azioni. Una logica dominante si riferisce a decisioni relative all'allocazione delle risorse attraverso la condivisione di schemi cognitivi (Prahalad e Bettis, 1986). Quando le logiche dominanti sono istituzionalizzate, la concettualizzazione del business diventa legittima senza essere messa in discussione. In tale contesto, la cessione aziendale costituisce un segno di debolezza e di fallimento manageriale, e determina forti resistenze all'effettiva realizzazione dell'operazione (Drankoff, Koller, e Schneider, 2002). Diverso invece è il caso in cui il disinvestimento deriva dalla de-istituzionalizzazione della suddetta concettualizzazione. Per esempio, quella della diversificazione non-correlata, nel passato, era considerata una strategia valida e il ruolo del management, in maniera analoga a quello degli investitori nella gestione dei loro portafogli, consisteva nell'allocare le risorse e diversificare le attività delle imprese, con l'obiettivo di scegliere le migliori opportunità riducendo il rischio complessivo. Tale pratica si è poi estinta, ed è emersa una nuova concettualizzazione dei confini aziendali, che ha determinato un adeguamento stringente da parte delle imprese, indotte a disinvestire i rami aziendali indipendenti e poco correlati (Davis, Diekmann, e Tinsley, 1994).

3. IMPLICAZIONI TEORICHE: TASSONOMIA DELLE MODALITÀ DI

DISINVESTIMENTO

Come mostrato nei precedenti paragrafi, tanto nella letteratura quanto nella pratica manageriale esiste la tendenza a considerare il disinvestimento come uno strumento per ripristinare l'efficienza nel portafoglio di attività aziendali. Tale prospettiva offre tuttavia una visione parziale del fenomeno, che è necessario arricchire attraverso l'inclusione di due ulteriori spinte: superiorità aziendale e conformità alle istituzioni.

Appare quindi rilevante l'elaborazione di un modello per l'interpretazione dei processi di disinvestimento che, pur assumendo quale obiettivo principale del disinvestimento il miglioramento dell'efficienza aziendale, dall'altro consenta di introdurre nel framework di analisi di questo fenomeno due ulteriori spinte. Si vuole in sostanza avvalorare gli orientamenti analizzati nelle sezioni precedenti, per specificare l'esistenza di processi di disinvestimento che risultano coerenti con la crescita aziendale seppur mossi da considerazioni lontane dalla mera ricerca d'efficientamento.

La matrice dei disinvestimenti

Partendo dalle considerazioni sinora sviluppate, si propone una tassonomia delle operazioni di disinvestimento. Nella matrice (Fig.2) sull'asse orizzontale è riportato il grado di **superiorità aziendale** ricercato nella transazione. Sull'asse verticale (Fig. 2) è invece riportato il livello di **efficienza** perseguito attraverso l'operazione. Vi è poi una terza dimensione da considerare: il livello di **conformità alle istituzioni**. La conformità alle istituzioni, intesa come adeguamento ai vincoli formali ed informali esercitati dal contesto sociale, rappresenta spesso una variabile di contesto, spesso esogena al processo decisionale. Tutte le operazioni di disinvestimento non potranno dunque prescindere dalla necessità di garantire un grado più o meno elevato di conformità a norme e valori sociali vigenti.

----- Figura 2 -----

Nella matrice dei disinvestimenti, lungo l'asse verticale è possibile distinguere il grado di efficienza (alto o basso) perseguito nell'operazione. Allo stesso modo, sull'asse orizzontale è rappresentato il grado di superiorità (alto o basso). Dalla combinazione delle diverse spinte al disinvestimento è possibile ottenere una classificazione delle diverse modalità di disinvestimento a disposizione del management. Nello specifico, la matrice dei disinvestimenti è inscritta all'interno di un cerchio, rappresentante l'impatto più o meno elevato che i fattori istituzionali hanno in tutte le operazioni di disinvestimento.

1. Duty-Bounded Divestiture: costituisce la categoria di disinvestimenti la cui motivazione trainante non risiede né nella ricerca dell'efficientamento, né nel perseguimento della superiorità aziendale. In tale categoria, infatti, la ragione principale alla base dell'operazione va ricercata nel contesto istituzionale. Il contesto istituzionale, esercitando pressioni sul processo decisionale dell'azienda, riesce ad influenzarne profondamente l'implementazione. Non si riscontrano dunque valutazioni propositive dell'azienda come driver del processo di ridimensionamento; piuttosto, attraverso il disinvestimento, l'azienda risponde semplicemente a sollecitazioni di contesto, ovvero a obblighi normativi. Nel contesto italiano, il cosiddetto decreto Bersani o più propriamente il decreto legislativo n° 79 emanato il 16 marzo 1999, recepimento della direttiva comunitaria 96/92/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo del 19 dicembre 1996, è stato il provvedimento che di fatto ha introdotto la liberalizzazione del settore elettrico. Tra i punti cardine del decreto, si individua la creazione di un ambito competitivo in cui nuovi operatori possano entrare liberamente. All'azienda ENEL fu imposto un limite di capacità generativa, con lo scopo di garantire a chiunque voglia operare nel settore i margini per potersi riavere dell'investimento fatto. Tale obiettivo viene realizzato semplicemente tramite la creazione di tre

società elettriche, denominate GenCo i.e. Generation Company, ciascuna delle quali possiede un determinato numero di centrali elettriche - fino a quel momento di proprietà dell'ENEL - per una potenza complessiva di almeno 15 GW. Queste tre società sono state disinvestite per ottemperare agli obblighi normativi a partire dal 2000 con conseguente riduzione della capacità produttiva dell'operatore dominante.

2. Breakthrough Divestiture: definisce una strategia di disinvestimento lontana da obiettivi di efficientamento, che persegue in via principale l'ottimizzazione e lo sviluppo del portafoglio di risorse e competenze aziendali al fine di conseguire un vantaggio competitivo coerente con le mutate condizioni di mercato. Questa è probabilmente la motivazione principale che ha portato nel marzo del 2006 al disinvestimento - con contestuale quotazione - dell'Ansaldo STS, società operante nel settore del segnalamento ferroviario, da parte del Gruppo Finmeccanica, che ne ha conservato una quota di partecipazione del 40%. L'obiettivo perseguito dall'azienda madre era di "consentire l'estrazione di valore di *asset non core*, perché focalizzato nel settore civile" ma con elevato potenziale di crescita. Queste le principali finalità perseguite attraverso l'operazione: maggiore autonomia operativa senza perdere i vantaggi industriali e tecnologici dovuti al collegamento con le attività core del gruppo (ICT); possibilità di raccogliere autonomamente le risorse necessarie per finanziare opportunità di crescita esterne; opportunità di capitalizzare un legame più stretto tra sistemi di segnale e trasporti contribuendo con un forte know-how sviluppato nei sistemi d'integrazione.

3. Efficient Divestiture: rappresenta la categoria di operazioni di disinvestimento mosse esclusivamente da considerazioni d'efficienza. Scarsi risultati reddituali e difficoltà finanziarie rappresentano i *driver* principali che giustificano la realizzazione dell'operazione, considerata prevalentemente come rimedio a precedenti errori gestionali dell'impresa. Un esempio è

rappresentato dal disinvestimento parziale - con contestuale quotazione – realizzato nel 2002 dalla Nestlé del 25% del capitale della Alcon, sussidiaria specializzata nel settore oftalmico. Negli anni precedenti la divisione aveva registrato una forte crescita che non era però stata riconosciuta dal mercato finanziario. Come dichiarato da stessi rappresentanti aziendali, “un analista finanziario di Wall Street focalizzato sul settore alimentare, non si intende di oculistica, rendendo difficile per Nestlé stessa dimostrare il suo reale valore al mercato”. Il modo migliore per dimostrare l’effettivo valore delle due entità aziendali era rappresentato dal presentarle al mercato come soggetti indipendenti con un portafoglio di attività coerente in termini di grado di correlazione tra le stesse. L’obiettivo di efficientamento sarebbe stato ulteriormente perseguito attraverso la definizione di programmi di incentivazione manageriale in grado di assicurare una diretta corrispondenza con i risultati ottenuti ascrivibili agli stessi.

- 4. All-in Divestiture:** modalità che comprende tutte le operazioni che riflettono al contempo il perseguimento della superiorità aziendale e l’efficientamento della gestione della stessa. Nell’ambito di questa tipologia di transazioni, è fondamentale perseguire la gestione del trade-off tra la valorizzazione del portafoglio di attività alla luce delle nuove opportunità offerte dal mercato e il perseguimento dell’efficienza aziendale. Operativamente, questa modalità si traduce nella dismissione di elementi dell’attivo che non presentano un adeguato *fit* strategico con l’attività aziendale *core*, e che consente - attraverso la redistribuzione delle risorse così liberate - di costituire nuove competenze distintive su cui fondare il vantaggio competitivo aziendale. Rientrano in tale categoria dismissioni che hanno ad oggetto unità aziendali performanti e con elevato potenziale di sviluppo, che tuttavia – non essendo caratterizzate da un profilo di rischio coerente con quello del principale business aziendale – avrebbero difficoltà a crescere e potrebbero ostacolare perfino la crescita dell’azienda nel suo complesso. La maggiore flessibilità determinata dalla separazione consente invece infatti di perseguire strategie più

coerenti con il potenziale del business e finalizzate a migliorare il posizionamento competitivo di sia della unità ceduta che della azienda madre nei rispettivi business di riferimento, poiché le scelte dell'una non influenzano più – almeno non direttamente - le condizioni di redditività dell'altra.

Un esempio di questa categoria di transazioni è rappresentato dal processo di ristrutturazione implementato dalla Motorola nel 2008, che ha portato alla conseguente creazione di due entità indipendenti, rispettivamente: la Mobile Devices e la Broadband & Mobility Solution. L'operazione cercava di porre rimedio alle forti perdite in termini di quota di mercato che la società aveva iniziato a registrare nel corso del 2007 per l'incapacità di rispondere alle esigenze del mercato attraverso l'introduzione di microtelefoni successivamente al lancio del nuovo modello RAZR. Questo aveva di conseguenza determinato un forte calo della redditività complessiva, che stava compromettendo gli investimenti anche nel segmento Broadband e Mobility. L'obiettivo dell'operazione era quello di creare due società leader che attraverso una forte specializzazione nelle loro attività riuscissero a godere di maggiore flessibilità strategica e focus da parte del management, nonché a beneficiare di una struttura del capitale coerente con le loro esigenze di sviluppo. Attraverso la decisione di disinvestimento, fu inoltre possibile offrire agli azionisti l'opportunità di investire le proprie risorse in attività coerenti con il loro profilo di rischio.

4. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE E IMPLICAZIONI MANAGERIALI

Questo articolo propone un framework di analisi delle operazioni di disinvestimento, con un focus sulle spinte che portano un'impresa a disinvestire. Partendo, dall'accezione generalmente condivisa che vede il disinvestimento come il rimedio ad un "fallimento", in questo lavoro si pone l'accento sulla possibilità che il disinvestimento sia spinto da ragioni di superiorità per acquisire nuove competenze, o da ragioni di conformità per ottenere legittimazione nel contesto istituzionale

di riferimento. Il contributo principale risiede proprio nell'interpretazione del fenomeno del disinvestimento alla luce delle tre leve che portano un'azienda a propendere per quest'opzione strategica. Dal punto di vista teorico, l'implicazione principale attiene al ruolo che la superiorità e la conformità hanno nel determinare i processi di disinvestimento, al di là della tradizionale spinta all'efficienza. Il modello interpretativo proposto vede il disinvestimento come frutto di una combinazione di tre spinte, che potendo avere rilievo diverso, danno luogo a diverse modalità di disinvestimento. L'obiettivo dell'analisi è, infatti, la comprensione delle strategie di disinvestimento quali strumento per la creazione di valore; il pivot più generale è comprendere, date le specifiche motivazioni strategiche all'operazione, quale sia la migliore opzione da intraprendere. In questo senso, nei prossimi lavori di ricerca, sarà importante porre l'accento sulla distinzione tra operazioni di disinvestimento *efficiency-driven* e *capability-driven*, per inserire a pieno titolo il disinvestimento nella categoria delle strategie di crescita dell'impresa.

Esistono almeno tre rilevanti implicazioni manageriali legate al modello interpretativo proposto:

- a) *disinvestimento derivante dalla ricerca di superiorità*. Nella gestione delle imprese multibusiness, emerge chiaramente il ruolo propulsivo del disinvestimento, che non è più solo un'operazione di correzione degli errori passati. Al contrario, il disinvestimento diventa una strategia di crescita quando è sintomo della volontà di ottimizzare la struttura strategica nell'ottica di sviluppo di nuove opzioni. Il valore complessivo di un'operazione di disinvestimento non è dunque legato esclusivamente al ritorno realizzabile dalla singola transazione, ma anche al valore intrinseco delle opzioni che è in grado di assicurare.
- b) *disinvestimento come leva per l'innovazione*. Per la sua natura, spesso non definitiva, le operazioni di disinvestimento permettono all'azienda di ampliare il proprio portafoglio di opportunità future, rimodulando la propria struttura strategica. Recenti evidenze empiriche, come il caso Lenovo Mobile (Moschieri e Mair, 2011), sottolineano come il disinvestimento favorisca opportunità di sviluppo per le unità disinvestite. Anche nel contesto italiano,

operazioni come quelle di Enel Green Power, sembrano dettate da una logica di sviluppo dell'unità ceduta piuttosto che dalla volontà di cedere un business non soddisfacente da parte della holding. Il disinvestimento è dunque il risultato di una chiara visione strategica su come creare valore con il proprio sistema di attività e di business al fine di acquisire una posizione di vantaggio competitivo.

c) *disinvestimento e il ruolo della famiglia e dei gruppi*. La necessità e l'opportunità per le imprese di conformarsi a vincoli e opportunità presenti nel contesto istituzionale sono fenomeni estremamente consolidati nella letteratura manageriale. Nei contesti italiano ed europeo, emerge con forza il ruolo della famiglia e dei gruppi di imprese nell'influenzare le scelte di disinvestimento. Sono, in altri termini, due elementi in grado di condizionare le scelte di disinvestimento e la relativa performance, al di là delle spinte di superiorità ed efficienza. Nello specifico, le imprese familiari sembrano essere meno propense a disinvestire per i legami emozionali con il business di famiglia e per ciò che l'azienda rappresenta per la famiglia stessa e per i suoi membri. (Sharma e Manikutty, 2005). Dall'altro lato, quando l'impresa disinveste, spesso utilizza l'operazione quale mezzo per perseguire comportamenti opportunistici, condotto potenzialmente a detrimento degli azionisti di minoranza (Peruffo, Oriani, Folta, 2012).

In conclusione, con il presente lavoro si vuole avviare un percorso virtuoso di diffusione della *cultura del disinvestimento*, che diventa strumento di creazione di valore in senso proattivo, eliminando l'accezione negativa che tradizionalmente accompagna queste scelte.

BIBLIOGRAFIA

- Ahmadjian CL, Robinson P., (2001), "Safety in numbers: Downsizing and the deinstitutionalization of permanent employment in Japan", *Administrative Science Quarterly*, 46,4, 622-654.
- Akerlof GA., (1970), "The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 3, 488-500.
- Alchian AA., (1969), "Information costs, pricing, and resource unemployment", *Economic Inquiry*, 7, 2, 109-128.
- Amit R, Schoemaker PJH., (1993), "Strategic assets and organizational rent", *Strategic Management Journal*, 14, 1, 33-46.
- Anand J, Singh H., (1997). "Asset redeployment, acquisitions and corporate strategy in declining industries", *Strategic Management Journal*, 18, S1, : 99-118.
- Atanasov V, Boone A, Haushalter D., (2010), "Is there shareholder expropriation in the United States? An analysis of publicly traded subsidiaries", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45, 01, 1-26.
- Atanassov J, Kim E., (2009), "Labor and corporate governance: International evidence from restructuring decisions", *The Journal of Finance*, 64, 1, 341-374.
- Barney JB. (1986), "Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy", *Management Science*, 32, 10, 1231-1241.
- Barney JB., (1988), "Returns to bidding firms in mergers and acquisitions: Reconsidering the relatedness hypothesis", *Strategic Management Journal*, 9, S1, 71-78.
- Berger PG, Ofek E., (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, 37, 1, 39-65.
- Berger PG, Ofek E., (1999), "Causes and effects of corporate refocusing programs", *Review of Financial Studies*, 12, 2, 311.
- Bergh DD, Johnson RA, Dewitt RL., (2008), "Restructuring through spin off or sell off: Transforming information asymmetries into financial gain", *Strategic Management Journal*, 29, 2, 133-148.

- Bergh DD, Lawless MW., (1998), "Portfolio restructuring and limits to hierarchical governance: The effects of environmental uncertainty and diversification strategy", *Organization Science*, 9, 1, 87-102.
- Bergh DD, Lim ENK., (2008), "Learning how to restructure: Absorptive capacity and improvisational views of restructuring actions and performance.", *Strategic Management Journal*, 29, 6, 593-616.
- Berry H., (2010), "Why do firms divest?", *Organization Science*, 21, 2, 380-389.
- Bethel JE, Liebeskind J., (1993), "The effects of ownership structure on corporate restructuring.", *Strategic Management Journal*, 14, S1, 15-31.
- Bowman EH, Singh H., (1993), "Corporate restructuring: Reconfiguring the firm.", *Strategic Management Journal*, 14, S1, 5-14.
- Bowman EH, Singh H, Useem M, Bhadury R., (1999), "When does restructuring improve economic performance?", *California Management Review*, 41,2, 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*, 32, 6, 751-785.
- Brauer M., Schimmer M., (2010), "Performance effects of corporate divestiture programs", *Journal of Strategy and Management*, 3, 2, 84-109.
- Capron L, Dussauge P, Mitchell W., (1998), "Resource redeployment following horizontal acquisitions in europe and north america, 1988-1992", *Strategic Management Journal*, 19,7, 631-661.
- Capron L, Mitchell W, Swaminathan A., (2001), "Asset divestiture following horizontal acquisitions: A dynamic view.", *Strategic Management Journal*, 22, 9, 817-844.
- Capron L, Pistre N., (2002), "When do acquirers earn abnormal returns?", *Strategic Management Journal*, 23, 9, 781-794.
- Chakrabarti A, Vidal E, Mitchell W., (2011), "Business transformation in heterogeneous environments: The impact of market development and firm strength on retrenchment and growth reconfiguration", *Global Strategy Journal*, 1,1 2, 6-26.
- Chang SJ., (1996), "An evolutionary perspective on diversification and corporate restructuring: Entry, exit, and economic performance during 1981-89", *Strategic Management Journal*, 17,8, 587-611.

- Coase RH.,(1937), The nature of the firm, *Economica*, 4, 16, 386-405.
- Davis GF, Diekmann KA, Tinsley CH. (1994), “The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: The deinstitutionalization of an organizational form.”, *American sociological review*, 59, 4, 547-570.
- Deloitte Corporate Finance. (2010). *Divestiture M&A News*. December.
- Denning KC., (1988), “Spin-offs and sales of assets: An examination of security returns and divestment motivations.”, *Accounting and Business Research*, 19, 73, 32-42.
- Dierickx I, Cool K., (1989), “Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage”, *Management Science*, 1504-1511.
- Dranikoff L, Koller T, Schneider A., (2002), “Divestiture: Strategy's missing link”, *Harvard Business Review*, 80, 5, 74.
- Duhaime IM, Grant JH., (1984), “Factors influencing divestment decision making: Evidence from a field study.”, *Strategic Management Journal*, 5, 4, 301-318.
- Fazzari S, Hubbard RG, Petersen BC., (1988), “Financing constraints and corporate investment”, *National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA*.
- Gilson SC, Healy PM, Noe CF, Palepu KG., (2001), “Analyst specialization and conglomerate stock breakups”, *Journal of Accounting Research*, 39, 3, 565-582.
- Habib MA, Johnsen DB, Naik NY., (1997), “Spinoffs and information”, *Journal of Financial Intermediation*, 6, 2, 153-176.
- Hayward MLA, Shimizu K., (2006), “De-commitment to losing strategic action: Evidence from the divestiture of poorly performing acquisitions”, *Strategic Management Journal*, 27,6, 541-557.
- Helfat CE, Eisenhardt KM., (2004), “Inter temporal economies of scope, organizational modularity, and the dynamics of diversification”, *Strategic Management Journal*, 25, 13, 1217-1232.
- Helfat CE, Peteraf MA., (2003), “The dynamic resource based view: Capability lifecycles”, *Strategic Management Journal*, 24, 10, 997-1010.
- Hofstede G., (1980), *Culture's consequences: National differences in thinking and organizing*. Beverly Hills, Calif.: Sage.
- Hoskisson RE, Johnson RA, Moesel DD., (1994), “Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance”, *Academy of Management Journal*, 37, 5, 1207-1251.

- Hoskisson RE, Johnson RA, Tihanyi L, White RE., (2005), "Diversified business groups and corporate refocusing in emerging economies", *Journal of Management*, 31, 6, 941-965.
- Hoskisson RE, Turk TA., (1990), "Corporate restructuring: Governance and control limits of the internal capital market", *Academy of management Review*, 15, 3, 459-477.
- Ito K., (1995), "Japanese spinoffs: Unexplored survival strategies", *Strategic Management Journal*, 16, 6, 431-446.
- Jensen MC., (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers.", *The American Economic Review*, 76, 2, 323-329.
- Jensen MC.,(1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems.", *Journal of Finance*, 48, 3, 830-879.
- Jensen MC, Meckling WH., (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3, 4, 305-360.
- Krishnaswami S, Subramaniam V., (1999), "Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision", *Journal of Financial Economics* 53, 1, 73-112.
- Levinthal DA, Wu B., (2010), "Opportunity costs and non-scale free capabilities: Profit maximization, corporate scope, and profit margins", *Strategic Management Journal*, 31, 7, 780-801.
- Liebeskind JP., (2000), "Internal capital markets: Benefits, costs, and organizational arrangements", *Organization Science*, 11, 1, 58-76.
- Makadok R, Barney JB., (2001), "Strategic factor market intelligence: An application of information economics to strategy formulation and competitor intelligence", *Management Science*, 47, 12, 1621-1638.
- Markides CC., (1992), "Consequences of corporate refocusing: Ex ante evidence", *Academy of Management Journal*, 35, 2, 398-412.
- Markides CC., (1995), "Diversification, restructuring and economic performance.", *Strategic Management Journal*, 16, 2, 101-118.
- Markides CC, Williamson PJ., (1994) "Related diversification, core competences and corporate performance.", *Strategic Management Journal*, 15, 2, 149-165.
- Matsusaka JG, Nanda V., (2002), "Internal capital markets and corporate refocusing", *Journal of Financial Intermediation*, 11, 2, 176-211.

- Meyer JW, Rowan B., (1977), "Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony", *American journal of sociology*, 83, 2, 340-363.
- Moliterno TP, Wiersema MF., (2007), "Firm performance, rent appropriation, and the strategic resource divestment capability", *Strategic Management Journal*, 28, 11, 1065-1087.
- Moschieri C, Mair J., (2011), "Adapting for innovation: Including divestitures in the debate", *Long Range Planning*, 44, 1, 4-25.
- Motta A., (2003), "Managerial incentives and internal capital markets", *The Journal of Finance*, 58, 3, 1193-1220.
- Myers SC., (1984), "Capital structure puzzle", National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA.
- Myers SC, Majluf NS., (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 13, 2, 187-221.
- Parhankangas A, Arenius P., (2003), "From a corporate venture to an independent company: A base for a taxonomy for corporate spin-off firms", *Research Policy*, 32, 3, 463-481.
- Peng MW, Sun SL, Pinkham B, Chen H., (2009), "The institution-based view as a third leg for a strategy tripod", *Academy of Management Perspectives*, 23, 3, 63-81.
- Penrose E., (1959), "The growth of the firm", White Plains, New York: ME Sharpe.
- Peruffo E., Oriani R., & Goranova M. (2013), Ownership - Monitoring or Expropriation: Evidence From Divested European Firms, paper presented at AIDEA 2013, http://www.aidea2013.it/docs/239_aidea2013_management-organization.doc.
- Prahalad CK, Bettis RA., (1986), "The dominant logic: A new linkage between diversity and performance", *Strategic Management Journal*, 7, 6, 485-501.
- Reuer JJ, Shen JC., (2004), "Sequential divestiture through initial public offerings", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 54, 2, 249-266.
- Rumelt RP., (1974). "Strategy, structure, and economic performance". Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Scharfstein DS, Stein JC., (2000), "The dark side of internal capital markets: Divisional rent-seeking and inefficient investment.", *The Journal of Finance*, 55, 6, 2537-2564.
- Scott WR., (1995), "Organizations and institutions", Thousand Oaks, CA: Sage.

- Scott WR., (2003), "Institutional carriers: Reviewing modes of transporting ideas over time and space and considering their consequences", *Industrial and Corporate Change*, 12, 4, 879.
- Sharma P, Manikutty S., (2005), "Strategic divestments in family firms: Role of family structure and community culture", *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29,3, 293-311.
- Shin HH, Stulz RM., (1998), "Are internal capital markets efficient?", *Quarterly Journal of Economics*, 113, 2, 531-552.
- Stein JC., (1997), "Internal capital markets and the competition for corporate resources", *Journal of Finance*, 52, 1, 111-133.
- Stulz RM., (1990), "Managerial discretion and optimal financing policies", *Journal of Financial Economics*, 26, 1, 3-27.
- Tanriverdi H, Venkatraman N., (2005), "Knowledge relatedness and the performance of multibusiness firms.", *Strategic Management Journal*, 26, 2, 97-119.
- Teece D, Pisano G, Shuen A., (1997), "Dynamic capabilities and strategic management", *Strategic Management Journal*, 18, 7, 509-533.
- Williamson OE., (1975), "Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization", Macmillan, The Free Press, New York.
- Williamson OE., (1985), "The economic institution of capitalism: Firms, markets, relational contracting", Macmillan, The Free Press, , New-York.
- Wiseman, R. M., Cuevas-rod ríguez, G., Gomez-Mejia, L. R., (2012), "Towards a Social Theory of Agency", *Journal of Management Studies*, 49, 1, 202–222.
- Young MN, Peng MW, Ahlstrom D, Bruton GD, Jiang Y., (2008), "Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective", *Journal of Management Studies*, 45, 1, 196-220.
- Zuckerman EW., (1999), "The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount", *American journal of sociology*, 104, 5, 1398.
- Zuckerman EW., (2000), "Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification", *Administrative Science Quarterly*, 45, 3, 591-619.

Figura 1: Spinte al disinvestimento

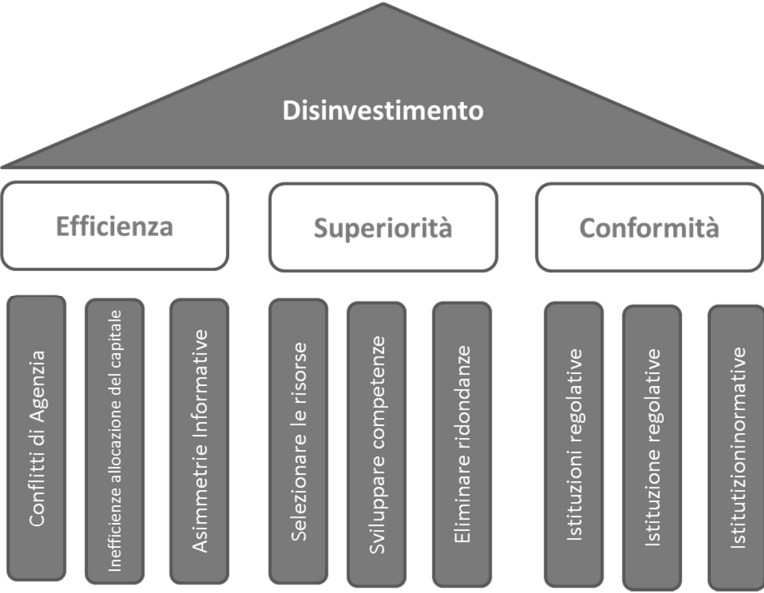


Figura 2: La matrice dei disinvestimenti

