

**Gestione
d'impresa**

Enzo Peruffo

**Verso una cultura
del disinvestimento:
strategia, governance
e valore economico**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



d, Gestione impresa

Coordinatori: *Matteo Caroli, Marco Frey e Gian Luca Gregori*

Comitato scientifico: *Gaetano Aiello, Carlo Boschetti, Americo Cicchetti, Guido Cristini, Giovanni Battista Dagnino, Augusto D'Amico, Renato Fiocca, Roberto Grandinetti, GianLuigi Guido, Tonino Pencarelli, Carlo Alberto Pratesi, Andrea Prencipe, Riccardo Resciniti, Enzo Rullani, Maurizio Sobrero, Annalisa Tunisini, Riccardo Varaldo*

Nasce una nuova collana di scienze manageriali che vuole promuovere le pubblicazioni (in italiano e in inglese) della comunità scientifica italiana, rispettando i parametri di selettività e peer reviewing che si sono ormai affermate a livello internazionale.

La collana si propone di valorizzare contributi alla scienza e alle tecniche del management che presentino caratteristiche di originalità sia dal punto di vista metodologico e scientifico, sia come apporti all'operatore pubblico e alle imprese in termini di elaborazione delle policies.

Secondo quanto ha recentemente scritto Clayton M. Christensen su *Harvard Business Review*, il "Management" è la professione più nobile se praticata bene, in quanto più di ogni altra professione aiuta altre persone ad apprendere e crescere, a farsi carico di responsabilità, vedendone riconosciuto il merito e contribuendo al successo del gruppo.

L'obiettivo ultimo dei docenti e degli studiosi di economia d'impresa nel loro complesso potrebbe essere quindi quello di proporre in modo rigoroso i risultati di elaborazioni e ricerche che formino e aiutino gli operatori pubblici e privati a gestire bene le loro organizzazioni, all'interno di un sistema economico in profonda trasformazione.

In questa prospettiva una particolare attenzione sarà dedicata nella collana alle problematiche di gestione del cambiamento, a livello delle imprese, con riferimento alle tecnologie, alle regole, ai sistemi organizzativi ed ai mercati allo scopo di tener conto delle diverse componenti e implicazioni delle trasformazioni in corso.

Saranno particolarmente graditi i risultati di ricerche su tematiche di frontiera, anche in una prospettiva di contaminazione disciplinare delle scienze manageriali, sempre più aperte all'apporto di approcci metodologici innovativi.

Sarà infine apprezzata la contestualizzazione in una visione internazionale degli studi e ricerche presentati che dovrebbero comunque nel loro complesso consentire di comprendere e valorizzare le specificità delle imprese italiane nella competizione internazionale.

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Enzo Peruffo

**Verso una cultura
del disinvestimento:
strategia, governance
e valore economico**

FrancoAngeli

Grafica della copertina: Elena Pellegrini

Copyright © 2013 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Prefazione , di <i>Franco Fontana</i>	pag.	9
Introduzione	»	13
Parte prima La strategia di disinvestimento		
1. La strategia di disinvestimento	»	21
1.1 Aspetti definitivi	»	21
1.1.1 Corporate restructuring	»	21
1.1.2 Strategia di disinvestimento	»	25
1.1.3 Barriere al disinvestimento	»	28
1.2 Quali le spinte al disinvestimento?	»	31
1.2.1 Disinvestimento ed efficienza	»	34
1.2.2 Disinvestimento e superiorità	»	38
1.2.3 Disinvestimento e conformità	»	43
1.2.4 La matrice dei disinvestimenti	»	47
1.3 Modalità di disinvestimento	»	50
1.3.1 Principali modalità di disinvestimento	»	50
1.3.2 Motivazioni finanziarie	»	52
1.3.3 Motivazioni strategiche	»	57
2. La creazione del valore nella strategia di disinvestimento	»	63
2.1 La performance del disinvestimento: 3c – cosa, chi, come?	»	63
2.1.1 Cosa misuriamo?	»	64
2.1.2 Performance per chi?	»	65
2.1.3 Come misuriamo la performance?	»	67

2.2 La performance di un'operazione di disinvestimento: un'analisi multidimensionale	pag. 68
2.2.1 La dimensione economico-finanziaria	» 71
2.2.1.1 Risoluzione dei conflitti di agenzia	» 72
2.2.1.2 Riduzione dei problemi di asimmetrie informative	» 73
2.2.1.3 Miglioramento dell'efficienza negli investimenti	» 74
2.2.1.4 Sfruttamento delle sinergie tra unità disinvestita e azienda acquirente	» 75
2.2.2 La dimensione strategica	» 76
2.2.2.1 Disinvestimento strategico e disinvestimento tattico	» 76
2.2.2.2 Strategia di diversificazione e strutture interne di governance	» 78
2.2.2.3 Impatto sulla performance innovativa	» 79
2.2.3 La dimensione organizzativa	» 81
2.3 Modalità di disinvestimento e creazione del valore	» 84

Parte seconda

La strategia di disinvestimento nella teoria dell'agenzia

3. Teoria dell'agenzia e variabili di governance	» 91
3.1 Conflitti di agenzia: Principal-Agent	» 91
3.2 Conflitti di agenzia: Principal-Principal	» 94
3.2.1 Opportunismo del management e opportu- nismo degli azionisti: una prospettiva sui costi di agenzia	» 98
3.3 Variabili di governance: meccanismi di controllo interno ed esterno	» 101
3.3.1 Il ruolo dell'equity	» 101
3.3.1.1 Allineamento: il ruolo del- l'Insider Ownership	» 102
3.3.1.2 Controllo: il ruolo del- l'Outsider Ownership	» 103
3.3.1.3 Identità dell'azionista	» 106
3.3.2 Il ruolo dell'indipendenza del board	» 110
3.3.2.1 Composizione del board	» 111

3.3.2.2 La leadership del board	pag. 112
3.3.3 Il ruolo del mercato per il controllo	» 113
3.4 Meccanismi di governance nei diversi contesti istituzionali	» 115
4. Il disinvestimento nella prospettiva della teoria dell'agenzia	» 123
4.1 Diversificazione, conflitti di agenzia e scelte di disinvestimento	» 123
4.2 Meccanismi di governance, conflitti di agenzia e disinvestimento	» 127
4.2.1 Il ruolo dell'insider ownership nella strategia di disinvestimento	» 127
4.2.2 Il ruolo del blockholder nella strategia di disinvestimento	» 129
4.2.3 Il ruolo dell'identità dell'azionista nella strategia di disinvestimento	» 132
4.2.4 Il ruolo della composizione del board nella strategia di disinvestimento	» 135
4.3 Conflitti di agenzia e modalità di disinvestimento	» 137
4.4 Disinvestimento, problema di agenzia e contesti istituzionali	» 140
4.4.1 Disinvestimento e secondo problema di agenzia	» 140
4.4.2 Il disinvestimento e i meccanismi di protezione degli azionisti	» 143
4.4.3 Il disinvestimento nei diversi contesti istituzionali	» 144

Parte terza
Il disinvestimento nei paesi dell'Europa Occidentale:
un'analisi empirica

5. Disinvestimento, governance e mercati azionari: il caso Europeo	» 151
5.1 Disinvestimento: una scelta strategica in costante espansione	» 151
5.2 Il contesto e le ragioni della ricerca	» 156
5.2.1 La definizione del campione di operazioni di disinvestimento	» 158
5.3 La performance del disinvestimento	» 161

5.4	Le variabili	pag. 165
5.4.1	La struttura proprietaria della parent: l'azionista dominante	» 165
5.4.2	Il ruolo del contesto istituzionale	» 168
5.4.3	Le altre variabili di moderazione e le variabili di controllo	» 170
5.5	Le domande di ricerca e i principali risultati emersi	» 171
5.5.1	Le determinanti della performance del disinvestimento: il ruolo dell'azionista dominante	» 171
5.5.2	Il ruolo del contesto istituzionale	» 176
5.5.3	Il ruolo dell'identità dell'azionista dominante: famiglia e disinvestimento	» 179
5.5.4	Il ruolo dell'identità dell'azionista dominante in presenza di asimmetrie informative	» 182
5.5.5	Il ruolo dell'esperienza nelle operazioni di disinvestimento	» 185
5.5.6	La decisione di disinvestire e il problema dell'endogeneità	» 188
5.5.7	Azionista dominante e performance dell'unità disinvestita: il ruolo dell'azionista dominante	» 193
5.6	Conclusioni	» 198
	Considerazioni conclusive	» 203
	Riferimenti bibliografici	» 211

Prefazione

Nel 1976, Michael Porter, in un articolo apparso su *California Management Review*, sviluppava una prima sistematizzazione concettuale delle strategie di disinvestimento con un focus specifico sulle barriere all'uscita. Emergeva in quegli anni, una visione del disinvestimento legata a scelte manageriale errate ovvero come risposta a condizioni di mercato in deterioramento. Nel lavoro seminale di Porter erano posti in evidenza i principali ostacoli alla scelta di disinvestire, categorizzati in tre distinte tipologie di barriere: manageriali, strutturali e strategiche. Nel corso degli anni Ottanta, le strategie di rifocalizzazione delle grandi corporation statunitensi (Bruner, 2004) hanno determinato un forte impulso al tema del disinvestimento. I lavori, di matrice prevalentemente anglosassone, si sono focalizzati sull'analisi delle decisioni di disinvestimento e sulla performance dello stesso, con il chiaro intento di porre l'accento su una strategia, che, giacché in grado di ridurre il livello di diversificazione, contribuisse a ripristinare migliori condizioni di economicità. È però all'inizio del nuovo secolo, che diversi lavori di *review* della letteratura (Brauer, 2006, Decker e Mellewigt, 2007; Moschieri e Mair, 2008; Lee e Madhavan, 2010) hanno testimoniato come tanti fossero ancora gli aspetti strategici, organizzativi e finanziari rimasti non adeguatamente analizzati e investigati.

La scelta di disinvestire non è certamente una tematica nuova; tuttavia, a distanza di quarant'anni, nella letteratura manageriale, il disinvestimento riveste ancora un ruolo marginale rispetto alla frequenza di tali scelte strategiche e all'impatto sugli stakeholder coinvolti e sulle economie locali. Questo elemento da solo evidentemente non basta per porre in evidenza il bisogno di altri studi sul tema delle strategie di disinvestimento. Infatti, molteplici motivazioni spiegano il fabbisogno crescente di ulteriori lavori sulle scelte strategiche di disinvestimento. In primis, l'andamento attuale del ciclo economico ha reso di estrema rilevanza tali scelte, da ciò la neces-

sità di una loro piena consapevolezza e comprensione da parte del management aziendale. Secondo, negli ultimi anni le scelte di disinvestimento hanno evidenziato talune peculiarità. Ad esempio, hanno acquisito rilevanza diverse modalità di disinvestimento che di sovente rappresentano lo step intermedio di scelte radicali di dismissione o riacquisto. In altri casi, il focus dell'analisi della performance si è spostato sul processo piuttosto che sulla singola transazione, facendo emergere sia il ruolo di nuovi costrutti, i programmi di disinvestimento, che il rilievo di fenomeni di apprendimento organizzativo. Terzo, l'accezione stessa del disinvestimento è in piena evoluzione. Disinvestire non è sempre sinonimo di dismissione ovvero di delocalizzazione. È anche la modalità più efficace per un'azienda per implementare un processo di rinnovamento organizzativo. Da ciò emerge la necessità di aggiungere, accanto alla tradizionale accezione negativa del disinvestimento, una visione positiva, che riconosca allo stesso un ruolo propulsivo nelle strategie di crescita dell'impresa. In ultimo, i lavori precedenti sono stati sviluppati soprattutto su aziende localizzate in paesi con sistemi di governance di stampo anglosassone. Sistemi di governance differenti possono essere in grado di condizionare e influenzare la decisione e la performance d'impresa. È dunque fondamentale promuovere altre ricerche sul tema, con un focus specifico sui sistemi di governance caratterizzati da differenti dinamiche istituzionali.

Il lavoro di Enzo Peruffo risponde in pieno a tali esigenze attraverso un'indagine condotta a due livelli: teorico ed empirico. Dal punto di vista teorico definisce i contenuti della strategia di disinvestimento nella letteratura manageriale e analizza le principali barriere al disinvestimento. L'autore propone anche un'interessante classificazione delle spinte al disinvestimento, ponendo in particolare l'accento sulle spinte alla superiorità e alla conformità. La stessa performance del disinvestimento è analizzata in un'ottica multidimensionale e un'analisi approfondita è riservata alle diverse modalità di disinvestimento. Lo sviluppo teorico del lavoro approfondisce le strategie di disinvestimento dal punto di vista della teoria dell'agenzia. Quest'analisi ha posto in evidenza altresì la necessità di integrare il tradizionale approccio *agency-based* per tener conto del funzionamento dei meccanismi di governance nei diversi contesti istituzionali. Sul piano empirico, lo studio condotto su un campione d'impresе localizzate in tredici paesi europei sposta il focus sul contesto europeo, tradizionalmente poco analizzato dalla letteratura manageriale internazionale.

Lo studio sistematico delle strategie di disinvestimento nei paesi dell'Europa Occidentale ha posto in luce una serie di contributi teorici e manageriali sviluppati dall'autore nei paragrafi conclusivi. L'analisi con-

dotta chiarisce in primo luogo le determinanti del disinvestimento e i principali driver di performance dell'azienda madre e dell'unità disinvestita. Analizza il ruolo delle istituzioni sulla performance dell'impresa e propone una nuova chiave di lettura legata all'apprendimento organizzativo. Lo studio rappresenta dunque un tassello importante per una maggiore consapevolezza del ruolo propulsivo del disinvestimento, con l'idea di rafforzare sempre di più una cultura sul tema in grado di creare valore e di favorire percorsi duraturi e virtuosi di sviluppo dell'impresa.

Franco Fontana
Direttore Luiss Business School
Roma

Introduzione

La strategia di disinvestimento non è tradizionalmente una scelta ricca di fascino e non è accompagnata da quelle attese e da quel brivido che contraddistingue un'operazione di acquisizione. Il disinvestimento, infatti, è sempre visto con sospetto, giudicato sintomo del fallimento dell'azione manageriale e scelta reattiva da compiere quando tutte le altre alternative sono state vagliate.

Sebbene accompagnata da quest'accezione negativa, l'analisi della performance delle strategie di disinvestimento ci rivela una realtà diversa. Infatti, mentre la capacità di creazione del valore delle acquisizioni è oggetto di un fervente dibattito nella letteratura accademica (Shimizu e Hitt, 2005; Christensen, Alton, Rising e Waldeck, 2011), il disinvestimento è generalmente riconosciuto come una strategia in grado di creare valore tanto per l'azienda che disinveste che per l'unità disinvestita (Lee e Madhavan, 2010).

Il disinvestimento, infatti, non può essere considerato come la *mirror image* di un'acquisizione perché diverse sono le modalità di implementazione dell'operazione e differenti sono gli obiettivi strategici che si intendono perseguire con tale scelta. Il disinvestimento, infatti, deve rientrare a pieno titolo nelle possibili *strategie di crescita* di un'impresa, contribuendo fattivamente al continuo processo di riconfigurazione che l'azienda deve perseguire per creare valore e per sopravvivere in mercati sempre più dinamici e competitivi. Sviluppare strategie di disinvestimento vuol dire essere in grado di compiere la scelta al momento "giusto", non soltanto quando il ciclo economico impone una riduzione del perimetro aziendale e della sua struttura strategica. A tal proposito, evidenze empiriche a livello globale hanno portato alla luce la necessità di rafforzare le competenze delle imprese nonché la difficoltà e la complessità a disinvestire. A metà degli anni Novanta, l'IBM ha iniziato a specializzarsi nel segmento dei servizi alle

imprese, nella gestione dei dati, allontanandosi sempre più dal business manifatturiero. Si è dovuto attendere il 2005 per assistere alla cessione definitiva del business dei PC alla Lenovo. Si è forse aspettato troppo per decidere di vendere? Oppure si consideri il caso della General Electric e la sua partecipazione residuale nella NBC/Universal. Il primo step è stato una cessione parziale, quanto ancora si dovrà attendere per una cessione definitiva? Questi rappresentano soltanto alcuni esempi della difficoltà e complessità di questa scelta strategica, che svolge sempre più un ruolo di primo piano nelle decisioni di riallineamento strategico delle imprese.

La naturale avversione per il disinvestimento ha riguardato tanto manager e professionisti quanto ricercatori e accademici che hanno dedicato scarsa attenzione al tema, spesso considerandolo mero *spin off* del più ampio tema delle fusioni e acquisizioni.

Il presente volume, che rappresenta il risultato di un più ampio programma di ricerca, si pone proprio come obiettivo generale quello di promuovere una “cultura” del disinvestimento. Nello specifico, il lavoro intende rispondere ai seguenti quesiti. Qual è il ruolo della struttura proprietaria nel disinvestimento? Qual è l’impatto che l’identità dell’azionista ha sulla performance del disinvestimento? Le analisi circa il ruolo della struttura proprietaria sono influenzate da dinamiche *institution-based*? Qual è il ruolo dell’esperienza come meccanismo di apprendimento nella performance dell’impresa che disinveste? Qual è il ruolo della struttura proprietaria della casa madre e dell’unità disinvestita rispetto alla performance operativa di quest’ultima? La decisione di disinvestimento è influenzata anch’essa dalla struttura proprietaria? E in caso positivo, in che misura tale relazione influenza il ruolo della stessa struttura proprietaria sulla performance?

Al fine di fornire una risposta a questi e altri quesiti, nel volume oltre all’analisi teorica della strategia di disinvestimento è sviluppata una ricerca sulle operazioni di disinvestimento condotte in un arco temporale decennale in tredici paesi dell’Europa Occidentale.

Il presente lavoro si sviluppa in cinque capitoli. Il primo capitolo contiene una breve disamina del concetto di disinvestimento e la sua collocazione nell’ambito delle strategie di *corporate restructuring*. Al suo interno sono evidenziate le caratteristiche distintive della strategia di disinvestimento rispetto alle operazioni di M&A e sono illustrate, in modo innovativo, le principali spinte al disinvestimento: *efficienza*, *superiorità* e *conformità*. Coerentemente con la scelta di focalizzarsi su tali spinte, il capitolo, propone una possibile classificazione delle strategie di disinvestimento e, nella parte conclusiva, un focus sul processo di implementazione con speci-

fico riferimento alle diverse modalità di disinvestimento e alle logiche strategiche e finanziarie che accompagnano tali scelte.

Il secondo capitolo affronta il tema della performance del disinvestimento. Il capitolo si apre con una disamina del costrutto di performance nelle strategie di disinvestimento. La complessità della strategia di disinvestimento favorisce un approccio multidimensionale. Il primo passo in questa direzione è compiuto descrivendo, in primis, quali sono le principali leve in grado di assicurare al disinvestimento una positiva performance economico-finanziaria. La risoluzione dei conflitti di agenzia, la riduzione dei problemi legati alle asimmetrie informative, il miglioramento dell'efficienza negli investimenti e lo sfruttamento delle sinergie tra unità disinvestita e azienda acquirente sono, infatti, alcune delle leve individuate per spiegare l'impatto positivo delle strategie di disinvestimento sulla performance economico-finanziaria d'impresa. Dopo aver investigato la dimensione economica e finanziaria, il focus dell'analisi della performance si sposta su quella strategica. Il capitolo prende dunque in esame l'effetto del disinvestimento sulle strategie di corporate con focus specifico sulla diversificazione e l'ampiezza della struttura strategica dell'impresa. È altresì investigata la connessione tra disinvestimento e innovazione. In questo caso, il disinvestimento diventa scelta strategica consapevole e leva per la continua ricerca di fonti per rinnovare il proprio patrimonio di risorse e competenze. La terza dimensione dell'analisi della performance è quella organizzativa, spesso connessa al tema dell'*execution*. Dal punto di vista organizzativo, il disinvestimento, anche nella sua accezione proattiva, rappresenta un momento di rottura per la vita aziendale e fonte di stress per il management a livello corporate e divisionale e per i dipendenti dell'impresa. Nell'ultima parte del capitolo è discusso il ruolo delle modalità di disinvestimento sulla performance. Come anticipato, infatti, le diverse modalità non sono intercambiabili e assicurano il perseguimento di obiettivi diversi. Queste distinte prerogative hanno un impatto decisivo sulla performance, tale per cui la scelta stessa della modalità non può essere esclusa dal dibattito e dall'analisi del disinvestimento.

Il terzo capitolo illustra i fondamenti della teoria dell'agenzia. Dopo una descrizione delle caratteristiche fondamentali dei dettami della teoria dell'agenzia, si passa alla disamina dei principali meccanismi di governance (interni ed esterni) per la riduzione dei problemi di agenzia e ci si sofferma successivamente su un tema di estrema attualità come il costo dell'opportunismo del *principal*, discutendo il conflitto di agenzia di secondo tipo, quello tra azionisti di maggioranza e minoranza. Nella sezione finale del capitolo, si propone un'analisi critica della teoria dell'agenzia nei diversi contesti istituzionali. Riconciliando i dettami classici della teoria

con la prospettiva *institution-based* si favorisce una maggiore “socializzazione” della stessa al fine di aumentarne efficacia predittiva e generalizzabilità.

Il quarto capitolo descrive il fenomeno del disinvestimento sotto la lente della teoria dell’agenzia. Il capitolo illustra, in primo luogo, come l’eccessiva diversificazione favorisca processi di disinvestimento in grado di creare valore per l’impresa. In seguito, il capitolo si focalizza sull’analisi del ruolo dei meccanismi di governance nella scelta e nella performance del disinvestimento. Tra i meccanismi individuati quello dell’identità dell’azionista, con specifico riferimento alla famiglia, è certamente quello di maggiore interesse per aumentare la conoscenza delle dinamiche di disinvestimento. Seguendo l’impostazione teorica del lavoro, i problemi di agenzia nel disinvestimento sono analizzati nei differenti contesti istituzionali.

Nel quinto e conclusivo capitolo sono illustrati i risultati della ricerca condotta su tredici paesi dell’Europa Occidentale. La scelta di disinvestimento non avviene in un contesto omogeneo dal punto di vista istituzionale, da ciò la necessità di condurre un’analisi *cross-country* per verificare come talune caratteristiche istituzionali possano avere un ruolo determinante nella scelta di disinvestire e nella performance complessiva. Il setting prescelto rappresenta un contesto che, salvo qualche eccezione, non è stato oggetto di analisi nelle strategie di disinvestimento se non in riferimento a specifici paesi o a specifiche transazioni. L’analisi del disinvestimento nel contesto europeo merita, infatti, un necessario adattamento legato ai meccanismi di governance propri di tale contesto istituzionale. Primo passo, in tal senso, è la descrizione del processo, estremamente laborioso, di definizione del campione e di raccolta dei dati legati alla struttura proprietaria delle imprese parent e delle unità disinvestite. Nella seconda parte del capitolo sono presentate le analisi descrittive e multivariate per rispondere ai quesiti di ricerca oggetto del presente studio. Nella sezione conclusiva si discutono i risultati ed evidenziate le principali implicazioni teoriche e manageriali per stimolare una propulsiva e nuova “cultura” del disinvestimento.

Il volume è parte integrante di un ampio e articolato progetto di ricerca realizzato presso il Dipartimento di Impresa e Management della Luiss e presso la Luiss Business School. Nell’ambito di questo programma di ricerca numerose persone mi hanno offerto i loro consigli e mi hanno messo nelle condizioni di approfondire e discutere i temi affrontati in questo lavoro e pertanto, numerosi sono i miei debiti di riconoscenza.

Desidero, in primo luogo, ringraziare il prof. Franco Fontana, direttore della Luiss Business School, presenza costante e attenta nel mio percorso accademico e professionale, che mi ha dato l’opportunità di trarre profitto

dalla sua ricca esperienza accademica e professionale. Lo ringrazio per la fiducia che mi ha riconosciuto e mi riconosce, per i continui spunti di riflessioni e per gli obiettivi ambiziosi che ogni giorno ci insegna a perseguire. La mia sentita riconoscenza si estende al prof. Matteo G. Caroli, con cui ho il piacere di collaborare da diversi anni, e da cui ho ricevuto diversi spunti di riflessione sul tema cruciale della rilevanza della ricerca accademica e sulle implicazioni manageriali degli studi e delle ricerche condotte. Il mio debito di riconoscenza va esteso anche al prof. Paolo Boccardelli, che mi ha incoraggiato nello sviluppo di questo lavoro e che ha fornito numerosi contributi per arricchirne i contenuti e l'impostazione metodologica. Non posso dimenticare i preziosi suggerimenti e stimoli di ricerca ricevuti dal prof. Gianni Lorenzoni, che mi ha offerto il suo costante supporto nella fase di sviluppo del progetto di ricerca e mi ha dato l'opportunità di realizzare parte del progetto all'estero.

Un particolare ringraziamento va anche al prof. Raffaele Oriani che mi ha accompagnato nello sviluppo di questa ricerca, nella sua progettazione, nell'individuazione delle domande di ricerca rilevanti e nella realizzazione dei singoli progetti di cui si compone questo programma. Diverse idee e spunti di riflessioni contenuti in questo lavoro nascono proprio dalla nostra collaborazione.

Un particolare ringraziamento al prof. Luca Giustiniano, cui va la mia profonda gratitudine per il sostegno e i consigli che in questi anni non mi ha fatto mai mancare. Il mio debito di riconoscenza va, inoltre esteso, al dott. Luca Pirolo, la prima persona che ha creduto in me tanti anni fa, e con cui sto condividendo questo percorso accademico, professionale e umano. Un ringraziamento particolare, inoltre, va alla dott.ssa Lucia Marchegiani e al dott. Francesco Rullani, con i quali ho frequenti scambi di opinioni e ho il piacere di condividere importanti progetti di ricerca.

Nello sviluppo della ricerca, fondamentali sono stati i contributi di Martina Binacci, Sara Gentili, Adriano Adriani e della dott.ssa Alessandra Perri dell'Università Cà Foscari di Venezia. Oltre a discutere in numerose occasioni alcune ipotesi di lavoro, senza il loro supporto e aiuto non sarei riuscito a portare a termine il lungo processo di raccolta dei dati impiegati nella ricerca. A Sara Gentili va inoltre il mio debito di riconoscenza per avere dedicato sere e week end nella revisione di questo lavoro. Alla dott.ssa Alessandra Perri va un particolare ringraziamento per il continuo supporto e i continui spunti di riflessione che quotidianamente condividiamo per lo sviluppo di questo progetto e di altri che sono in cantiere.

Sono, inoltre, debitore nei confronti di tutti i miei colleghi del Dipartimento di Impresa e Management e della Luiss Business School che quoti-

dianamente mi hanno fornito, pur nella diversità di prospettive di analisi, preziosi spunti di riflessione e occasioni di proficuo confronto; tra questi, il prof. Andrea Prencipe e il prof. Michele Costabile sono coloro con cui ho avuto i più proficui confronti. Altrettanto significativi sono gli stimoli che ho ricevuto da tutti i colleghi della Luiss Business School.

Una parte importante di questo progetto è stata sviluppata durante il periodo di *visiting* all'INSEAD, nel Dipartimento di Strategie. Un ringraziamento particolare alla prof.ssa Laurence Capron per i continui stimoli ricevuti e per aver condiviso con me la necessità di una visione *positiva* del disinvestimento e avermi insegnato come il disinvestimento possa essere considerato a pieno titolo una strategia di crescita. Alla dott.ssa Kitty Chiu va il mio sentito ringraziamento per i continui scambi d'idee e per il piacere di sviluppare progetti di ricerca insieme. Desidero infine ringraziare tutti i colleghi dell'INSEAD per i loro suggerimenti, che si sono rivelati assai utili nello sviluppo dell'impianto concettuale di questo testo e nel trasmettermi la passione e il rigore per la ricerca universitaria.

Nell'ambito di questo programma di ricerca sono accompagnato da diversi coautori con cui stiamo sviluppando nel dettaglio le ipotesi e i risultati preliminari emersi e presentati nel Capitolo 5. Ricordo con gratitudine il prof. Tim Folta della *Purdue University*, il prof. Don Bergh del *Daniels College of Business* dell'Università di Denver, la prof.ssa Maria Goranova della *Sheldon B. Lubar School of Business* dell'Università di Milwaukee, oltre ai già citati prof. Oriani, alla dott.ssa Perri e alla dott.ssa Chiu dell'INSEAD. Molti dei risultati di questo programma sono stati sviluppati con loro nell'ambito di diversi progetti di ricerca, a loro la mia sentita riconoscenza per il supporto nei processi di pubblicazione nazionale e internazionale.

Un progetto così lungo e articolato è possibile solo grazie al sostegno di persone straordinarie che ho la fortuna di avere accanto. Dedico di cuore questo lavoro alla mia famiglia e a Francesca per la pazienza, il sostegno incondizionato e per aver perdonato la mia costante assenza e il mio cattivo umore.

La responsabilità per quanto d'inesatto o incompleto fosse presente in questo lavoro rimane, naturalmente, del suo autore.

Enzo Peruffo
LUISS Guido Carli
Roma

Parte prima

La strategia di disinvestimento