

$$\frac{A_{I3}}{4II}$$



Salvatore Ferri

**LE PARTECIPAZIONI  
DI MINORANZA  
NELLA GESTIONE  
STRATEGICA  
DELL'AZIENDA**



Copyright © MMX  
ARACNE editrice S.r.l.

[www.aracneeditrice.it](http://www.aracneeditrice.it)  
[info@aracneeditrice.it](mailto:info@aracneeditrice.it)

via Raffaele Garofalo, 133/A-B  
00173 Roma  
(06) 93781065

ISBN 978-88-548-3758-4

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,  
di riproduzione e di adattamento anche parziale,  
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie  
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: ottobre 2010

## Indice

<i>Introduzione</i> .....	7
---------------------------	---

### Capitolo I

#### Il Sistema delle relazioni tra aziende

1.1. Le diverse tipologie di relazioni tra aziende.....	11
1.2. Le relazioni aziendali “equity”.....	26
1.3. Le relazioni aziendali “non equity”.....	48
1.4. Le relazioni aziendali “ibride”: le partecipazioni di minoranza.....	70

### Capitolo II

#### Le partecipazioni di minoranza in una prospettiva strategica

2.1. I profili strategici delle partecipazioni di minoranza.....	81
2.2. L’influenza indiretta e le relazioni “operative” con la partecipata.....	94
2.3. L’accesso al capitale “relazionale” .....	112

2.4. I riflessi della partecipazione sull' "immagine" dell'azienda.....	120
---	-----

### **Capitolo III**

#### **Il valore delle partecipazioni di minoranza**

3.1. Il valore dell'influenza indiretta e delle relazioni "operative" con la partecipata.....	135
3.2. Il valore del capitale "relazionale" .....	154
3.3. Il valore dell' "immagine" .....	168
3.4. La rappresentazione delle partecipazioni di minoranza nel bilancio d'esercizio .....	179
Considerazioni conclusive.....	203
<i>Bibliografia</i> .....	211

## Introduzione

Le partecipazioni di minoranza rappresentano investimenti di natura finanziaria o possono costituire investimenti in grado di assumere un ruolo rilevante nella gestione strategica dell'azienda?

Il presente lavoro – che si colloca nel filone degli studi economico aziendali e degli studi di management – si pone l'obiettivo di rispondere a tale quesito indagando, nell'ambito dell'attuale sistema competitivo, le relazioni sottostanti al possesso delle partecipazioni di minoranza.

Il contesto ambientale dinamico, caratterizzato da una crescente complessità nonché da incertezza e competitività globale, impone repentini cambiamenti nelle politiche aziendali e richiede la necessità di un approccio strategico.

L'evoluzione del contesto competitivo manifestatosi in questi ultimi anni ha, quindi, portato a modificare le condizioni strutturali interne e a delineare nuove relazioni interorganizzative.

L'analisi della rilevanza strategica delle partecipazioni di minoranza, a nostro avviso, deve essere sviluppata proprio nell'ambito dei più ampi processi aggregativi aziendali e delle relazioni interorganizzative.

Il lavoro è articolato in tre capitoli.

Nel primo capitolo si effettua un percorso volto ad individuare, definire e chiarire il sistema delle relazioni tra le aziende.

In particolare, dopo aver evidenziato l'importanza dei processi di gestione strategica, viene proposta una classificazione delle diverse aggregazioni tra aziende sulla base di due variabili: il legame partecipativo ed il controllo.

Le partecipazioni di minoranza possono essere ricondotte alle relazioni di tipo *equity*, nel caso di esercizio di controllo ed influenza indiretta, e alle relazioni di tipo ibrido.

I diversi profili strategici delle partecipazioni di minoranza sono analizzati nel secondo capitolo. Individuati i diversi “percorsi di sviluppo”, si propone lo studio della rilevanza strategica ricorrendo all’analisi delle diverse strategie a livello corporate e ASA. In tale prospettiva, le possibili motivazioni, sottostanti l’acquisto delle partecipazioni di minoranza, possono essere l’influenza indiretta, le relazioni operative con la partecipata, l’accesso al capitale relazionale della partecipata e i possibili ritorni in termini di immagine.

Nel terzo capitolo, poi, si esaminano le modalità e le tecniche di valutazione delle diverse determinanti del valore delle partecipazioni di minoranza in ottica strategica. Constatata la rilevanza sul valore delle partecipazioni, nell’ultima parte del lavoro, consapevoli della centralità del tema della comunicazione economico – finanziaria nei processi di diffusione del valore, si esamina la rappresentazione delle partecipazioni di minoranza nel bilancio d’esercizio.

Nelle considerazioni conclusive, infine, sono forniti alcuni spunti di riflessione al fine di giungere ad una più chiara visione d’insieme dei diversi processi di gestione strategica delle partecipazioni di minoranza.

Il lavoro si inserisce nel Progetto di Ricerca Nazionale 2007 “*Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione del valore. Analisi empiriche ed esperienze a confronto*”.

Nell’introdurre il presente lavoro, desidero ringraziare alcune persone per il prezioso contributo che mi hanno fornito in termini di idee e di affinamento dell’analisi.

Il primo pensiero va al Professor Umberto Bertini, per gli impagabili insegnamenti sul piano scientifico ed umano e per l’attenzione che ha sempre dedicato all’evoluzione del mio cammino di ricerca.

Desidero, inoltre, esprimere la mia riconoscenza ai Professori Michele Galeotti e Stefano Garzella, per i continui stimoli ed incoraggiamenti di cui ho potuto beneficiare in questi anni e per la loro costante ed amichevole disponibilità al confronto ed al dialogo.

Vorrei ringraziare i dottori Pasquale De Luca e Raffaele Fiorentino per i continui scambi di opinioni sul tema trattato.



La responsabilità di tutto quanto scritto, delle imprecisioni e delle manchevolezze resta, ovviamente, a carico di chi scrive.

Infine, mi sia consentito dedicare questo lavoro a mia moglie e ai miei figli a cui devo tanto per l'infinita pazienza dimostrata.

Napoli, ottobre 2010

Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

Salvatore Ferri



# CAPITOLO I

## Il Sistema delle relazioni tra aziende

### 1.1. Le diverse tipologie di relazioni tra aziende

Lo studio delle partecipazioni di minoranza nel governo dell'azienda richiede una preliminare analisi delle diverse relazioni che si possono instaurare nell'ambito dei processi aggregativi.

I processi aggregativi rappresentano un fenomeno che caratterizza l'attuale sistema economico; le aziende, infatti, sviluppano tra di loro intense relazioni. L'indagine su tali relazioni può essere utile per comprendere i processi di acquisizione delle partecipazioni di minoranza aventi rilevanza strategica.

Per inquadrare le diverse forme aggregative è necessaria una preliminare analisi del sistema competitivo attuale e dei processi di gestione strategica.

Il contesto ambientale turbolento, caratterizzato da una crescente complessità nonché da incertezza e competitività globale, impone repentini cambiamenti nelle politiche aziendali e richiede la necessità di un approccio strategico<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Bertini evidenzia che la gestione strategica “[...] si fonda su un processo di cambiamento che coinvolge non soltanto la posizione dell'azienda sul mercato, ma anche la struttura organizzativa interna”. U. BERTINI, *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1991, pag. 86. Coda identifica la direzione strategica come quel processo teso a “definire gli obiettivi e gli indirizzi di fondo dell'attività aziendale nonché l'architettura organizzativa e, più in generale, il disegno strutturale dell'impresa. [...] La direzione strategica definisce la formula o im-

Tale esigenza si concretizza nella possibilità, riservata agli operatori economici, di modificare continuamente i loro piani nel tentativo di garantire la giusta “armonia” tra le politiche aziendali ed il contesto ambientale<sup>2</sup>. Questa visione strategica della gestione consente, quindi, il raggiungimento di nuovi equilibri attraverso il rafforzamento della posizione competitiva ed il miglioramento delle condizioni di economicità<sup>3</sup>.

Il posizionamento dell’azienda rispetto ai fenomeni della turbolenza ambientale deve, quindi, essere inquadrato in un’ottica dinamica<sup>4</sup>. Gli scenari competitivi richiedono alle aziende di assumere una posizione attiva in grado di anticipare e, in alcune occasioni, di “creare” esse stesse le mutazioni ambientali<sup>5</sup>.

La gestione dovrebbe, quindi, concretizzarsi in un continuo e dinamico insieme di processi che coordinano la trasformazione delle idee in operazioni mediante il “processo decisionale”<sup>6</sup>; tali processi di-

postazione imprenditoriale dell’impresa nei suoi contenuti strategici e organizzativi”. V. CODA, *L’orientamento strategico dell’impresa*, Torino, Utet, 1988, pag. 3.

<sup>2</sup> “[...] Gli accentuati fenomeni di dinamismo e di discontinuità ambientali, espressione di un ambiente sempre più intensamente competitivo e soggetto a contraccolpi degli squilibri internazionali, esigono che l’attività di guida strategica dell’impresa venga a configurarsi come una attività di tipo continuativo al pari di quella di direzione operativa [...]”. In tal senso, si esprime V. CODA, *L’orientamento strategico dell’impresa*, op. cit., pag. 63; dello stesso parere è Bertini che, a tal proposito, scrive: “la progettazione e l’attuazione di un disegno strategico non dovrebbe mai rappresentare un evento di carattere eccezionale, legato ad eventi straordinari, bensì esprimere un orientamento perfettamente in linea con le operazioni di routine della vita aziendale”. U. BERTINI, *Scritti di politica aziendale*, op.cit., pag. 75.

<sup>3</sup> Sul tema Garzella aggiunge come la continua ricerca di nuovi equilibri evidenzia “il legame peculiare ed inscindibile che esiste tra attitudine al cambiamento e orientamento strategico”. S. GARZELLA, *I confini dell’azienda*, Giuffrè, Milano, 2000, pag. 51.

<sup>4</sup> In relazione alla dinamicità ambientale la Franceschi evidenzia che “l’andamento sempre più rapido dei cambiamenti ambientali e la conseguente imprevedibilità degli eventi sovente creano situazioni nelle quali qualunque risposta, anche la più sollecita, rischia di essere inesorabilmente in ritardo rispetto ai ritmi di cambiamento che conseguono alla turbolenza dell’ambiente”. E. CAVALIERI, R. FRANCESCHI, *Economia Aziendale*, Giappichelli, Torino, 2008, pag. 40.

<sup>5</sup> Fiocca sul punto sottolinea come “l’impresa possa non solo adattarsi all’ambiente ma pure cercare di influenzarlo. L’impresa può dunque agire in maniera proattiva, cercando di orientare l’evoluzione degli eventi, prevedendo e anticipando alcuni fenomeni ambientali”. R. FIOCCA, *Imprese senza confini*, Etas, Milano, 1987, pag. 9.

<sup>6</sup> Bertini, a tal proposito, chiarisce che “Il sistema delle idee è relativo alla attività di pensiero che si sviluppa all’interno dell’azienda, al di sopra del sistema delle decisioni; quando

ventano strategici quando inducono rilevanti cambiamenti nelle condizioni operative<sup>7</sup>.

Le idee si trasformano in obiettivi, i quali si convertono in decisioni, che si concretizzano, infine, nel sistema delle operazioni che sono alla base della realtà oggettiva dell'azienda.

Per un corretto apprezzamento della complessità del fenomeno aziendale, la gestione viene analizzata nelle sue componenti operative e negli elementi strategici<sup>8</sup>.

---

viene presa una decisione, infatti il pensiero ha cessato di essere, avendo lasciato il posto all'azione. Il sistema delle decisioni rappresenta l'anello di collegamento tra il mondo del pensiero e quello dell'azione. La decisione prelude all'azione, ma non è ancora azione; in ogni caso essa segna la fine dell'attività cognitiva e l'inizio di quella operativa. [...] Il sistema delle operazioni discende direttamente dal sistema delle decisioni e si realizza mediante un combinato insieme di trasformazioni tecniche, alla cui realizzazione l'uomo partecipa congiuntamente agli altri fattori, materiali e immateriali, della produzione". U. BERTINI, *Scritti di politica aziendale*, op. cit., pag. 4 e ss..

<sup>7</sup> Bertini individua nel cambiamento l'effetto "principe" della strategia, arrivando a specificare che "[...] Non vi può essere [...] strategia senza un cambiamento delle condizioni operative dell'azienda, non solo interne, ma anche esterne [...]". U. BERTINI, *Strategie di sviluppo interne e forme organizzative*, in A. GOZZI, *La definizione e la valutazione delle strategie aziendali*; Etas, Milano, 1991, pag. 175; Sulla stessa linea si pone Garzella che scrive: "L'azione aziendale diviene strategica quando è in grado di caratterizzare in modo creativo i processi di cambiamento così da realizzare il passaggio - salto - da uno stato di equilibrio verso un nuovo stato caratterizzato da più floride prospettive economico-finanziarie". Lo stesso Autore aggiunge: "Non si deve peraltro pensare alla strategia come ad un momento isolato o straordinario nella vita dell'azienda". S. GARZELLA, *Il sistema d'azienda e la valorizzazione delle potenzialità inesprese - una visione strategica per il risanamento* - Giappichelli, Torino, 2005, pagg. 48 e 49.

<sup>8</sup> Secondo Coda "La gestione strategica si distingue da quella operativa perché, in luogo di assumere come «data» l'impostazione imprenditoriale e di occuparsi di farla funzionare nel modo più efficiente, la mette in discussione e ne cura se del caso il cambiamento". V. CODA, *La valutazione della formula imprenditoriale*, in Sviluppo & Organizzazione, 1984.

Ansoff aggiunge una terza categoria: le decisioni amministrative. Queste assorbono di solito il grosso delle energie e dell'attenzione dell'impresa. Il loro obiettivo consiste nel massimizzare l'efficienza del processo produttivo aziendale ovvero, usando un linguaggio più convenzionale, consiste nel massimizzare la redditività delle operazioni in corso. Le loro principali aree decisionali concernono la distribuzione delle risorse (budgeting) tra le aree funzionali e le linee di prodotto, la tabulazione dettagliata delle operazioni, la sorveglianza sulle prestazioni, il ricorso alle azioni di controllo. Le decisioni-chiave implicano la formazione dei prezzi, la definizione della strategia di mercato, la determinazione delle «schede» di produzione e dei livelli delle scorte nonché l'assunzione delle spese a sostegno, della ricerca e sviluppo del marketing e delle operazioni.

La gestione operativa consiste nell'insieme delle operazioni e attività riguardanti il funzionamento della struttura aziendale, nell'ottica del conseguimento del miglior risultato possibile. La combinazione del complesso di idee, decisioni e attività di carattere operativo, finalizzate al funzionamento ed all'utilizzo della suddetta struttura esistente, consentono la realizzazione della stessa.

Con il termine gestione strategica si fa riferimento ad un approccio complessivo alla gestione teso alla ricerca di nuove condizioni di equilibrio legate a prospettive competitive ed economico-finanziarie migliori rispetto a quelle di partenza.

La gestione strategica<sup>9</sup> è volta a migliorare ed a modificare la struttura dell'azienda; essa è frutto di un complesso di idee, obiettivi e de-

Le decisioni strategiche sono innanzitutto connesse ai problemi esterni dell'azienda piuttosto che a quelli interni, e in particolar modo, riguardano la scelta dell'assortimento di prodotti che l'impresa produrrà e dei mercati dove li porterà in vendita. [...].

Le decisioni amministrative riguardano, invece, una strutturazione delle risorse d'impresa che consenta di creare il massimo potenziale di efficienza. Una parte del problema amministrativo riguarda l'organizzazione e, precisamente, la strutturazione dei rapporti di autorità e di responsabilità: quello del flusso di lavoro, dei flussi d'informazione, dei canali distributivi e della dislocazione degli impianti. L'altra parte riguarda l'acquisizione e lo sviluppo delle risorse, vale a dire lo sviluppo delle fonti di materie prime, l'addestramento e la formazione del personale, i finanziamenti e l'acquisizione delle attrezzature e degli impianti". H.I. ANSOFF, *Strategia aziendale*, Milano, Etas, 1968 pag. 7 e ss.; "La gestione strategica si distingue dalla gestione operativa per l'oggetto di interesse (la strategia), le metodologie e gli strumenti utilizzati (ad esempio, la *s.w.o.t. analysis* e le matrici di portafoglio) e gli attori responsabili (la proprietà che detiene il controllo e degli alti livelli del management dell'impresa)". G. CORBETTA, *La gestione strategica, Strategia a livello di area d'affari*, in Raccolta antologica a cura di E. Mollona, Egea, Milano, 1999, pag. 136.

<sup>9</sup> Bertini a tal proposito scrive: "La gestione strategica [...] si fonda su un processo di cambiamento che coinvolge non soltanto la posizione dell'azienda sul mercato, ma la struttura organizzativa interna". U. BERTINI, *Scritti di politica aziendale*, op. cit., pag. 86. Secondo Gluck, Kaufman e Walleck, la gestione strategica di un'impresa è un sistema di valori, di capacità di pianificazione e di responsabilità organizzative che combina il pensiero strategico con il processo decisionale operativo a tutti i livelli attraverso le linee di autorità funzionali in un'impresa. Cfr. F.W. GLUCK, S.P. KAUFMAN, A.S. WALLECK, *Strategic Management for competitive advantage*, Harvard Business Review, July-August, 1980; A.C. HAX, N.S. MAJLUF, *Direzione strategica*, Ipsoa, Milano, 1987; L. SICCA, *La gestione strategica dell'impresa*, Cedam, Padova, 2001, pag. 68; Corbetta precisa che "La gestione strategica non è da confondersi con la pianificazione strategica. Quest'ultima è solo un meccanismo operativo che può essere utilizzato nell'ambito delle attività di gestione strategica. [...]". G. CORBETTA, *La gestione strategica, Strategia a livello di area d'affari*, op. cit., pag. 135.