

# Teoria del valore d'impresa – A.A. 2005/2006

*Struttura della lezione n. 2 – Dott. U. Lassini, lunedì 6 marzo 2006*

## **La strategia a livello aziendale:**

- i livelli della strategia (OSF; la strategia a livello aziendale, la strategia a livello di ASA; le strategie funzionali);
- un modello di rappresentazione della strategia a livello aziendale (relazione impresa-ambiente);
- i contenuti della strategia a livello aziendale.

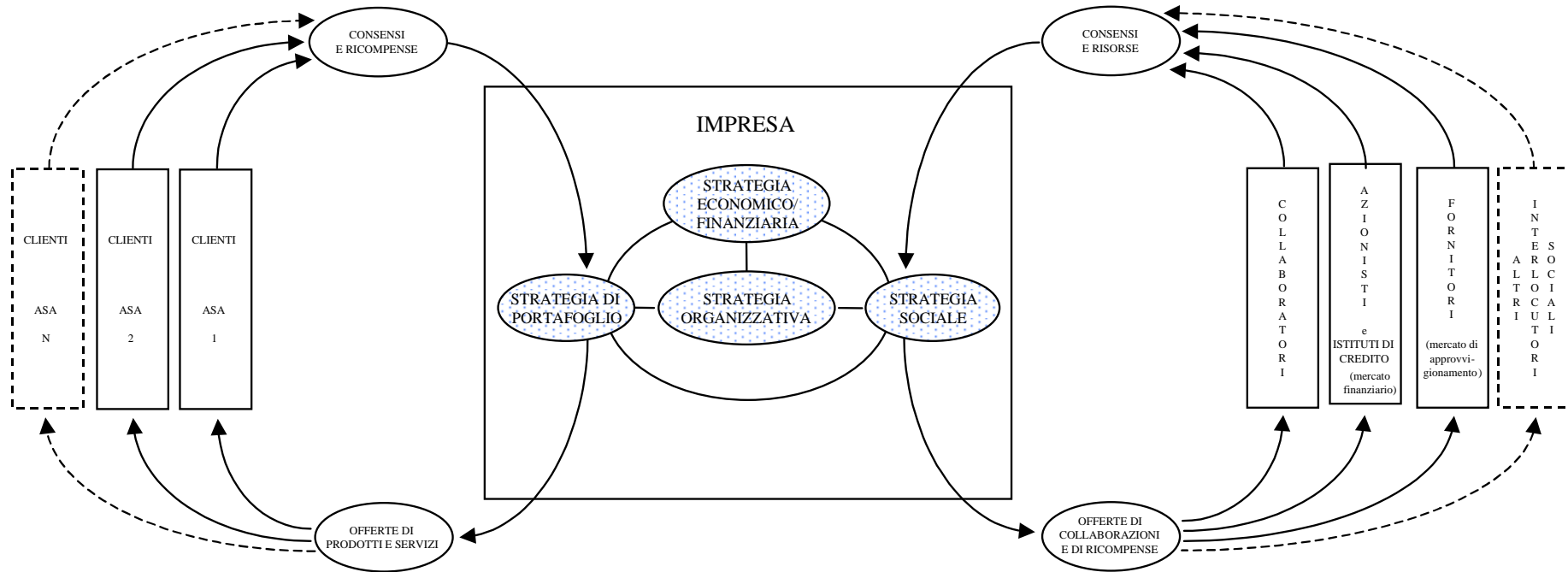
## **Caso Vivendi:**

- 1995-1997 - le ragioni della crisi e il primo intervento di ristrutturazione;
- 1997-1999 - i risultati della strategia di ristrutturazione: l'allineamento tra il valore del capitale economico e il valore del titolo;
- 2000-2003 – i risultati del tentativo di riconversione (Vivendi Universal): il disallineamento tra il valore del capitale economico e il valore del titolo.

## **Letture di riferimento:**

- *INVERNIZZI G., 'Il sistema delle strategie a livello aziendale'. McGraw-Hill Italia, 1999 – capitolo 2.*
- *Casi: 'Vivendi : ristrutturazione e crescita' e ' Vivendi Universal: una rivitalizzazione fallita?'*

# Il sistema delle strategie a livello aziendale



*Rappresentazione del sistema delle strategie a livello aziendale in un'impresa multibusiness (Invernizzi G., 1999)*

# Le decisioni strategiche a livello aziendale

	STRATEGIA ORGANIZZATIVA	STRATEGIA ECONOMICO/ FINANZIARIA	STRATEGIA SOCIALE	STRATEGIA DI PORTAFOGLIO
Elementi dell'orientamento strategico di fondo a cui prevalentemente e si collega	filosofia gestionale e organizzativa	fini	fini	campo di attività
Obiettivo primario	progettazione dell'ambiente organizzativo	autonomia finanziaria	consenso da parte degli interlocutori non commerciali	- equilibrio finanziario -sviluppo competitività aziendale
Oggetto ( <b>decisioni di</b> )	1. struttura organizzativa di base 2. microstruttura unità di staff e vertice aziendale 3. meccanismi operativi 4. processi organizzativi	1. investimento 2. finanziamento 3. dividendo	1. selezione degli interlocutori sociali 2. contenuto delle politiche sociali	1. definizione delle ASA 2. allocazione delle risorse (umane e finanziarie)

Quali sono le principali fasi dell'evoluzione della formula imprenditoriale del gruppo **Vivendi**, fino alla metà degli anni novanta?

Fase	Business	Aree geografiche
1853	Distribuzione acqua potabile	Nantes, Parigi, Nizza
1884	<b>Ingresso</b> : Trattamento acque di scolo	Comuni francesi
inizio '900	<b>Ingresso</b> : Costruzione e gestione in outsourcing delle infrastrutture di rete idrica	Comuni francesi
1960 →	<b>Ingresso</b> : Energia, Distribuzione Acqua calda, Trasporto Pubblico Urbano, Gestione Rifiuti	Francia
1960→		<b>Avvio</b> : internazionalizzazione

Integrazione verticale lungo la **Filiera dell'acqua**

Diversificazione ispirata dalla visione di diventare un fornitore di **servizi di pubblica utilità**

Quali sono le principali fasi nell'evoluzione della formula imprenditoriale del **Gruppo Vivendi** fino alla metà degli anni novanta?

Fase	Business	Aree geografiche
1980 →	<b>Ingresso</b> : editoria: televisione; telecomunicazione	Prevalentemente il mercato francese
1980 →	Investimenti "politici": partecipazioni incrociate Investimenti "difensivi": ingresso nel settore immobiliare	Prevalentemente il mercato francese

} Diversificazione –  
 } logica finanziaria –  
 } reinvestimento  
 } flussi fin dei settori  
 } "in monopolio" in  
 } nuovi *business di*  
 } *rete/ "rendite da*  
 } *posizione" (TLC;*  
 } *TV)*

# Perché il gruppo è entrato in crisi nel 1995?

1) Portafoglio di attività troppo diversificato?

2) Perdita di redditività: soprattutto nei nuovi business

	Ricavi		Reddito Operativo		Cash flow Operativo	
	1994	1995	1994	1995	1994	1995
<b>Ff milioni</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<i>Acqua</i>	37.319	38.877	2.499	2.918	3.900	3.800
<i>Energia</i>	20.503	24.551	1.755	1.786	2.300	2.000
<i>Waste Management</i>	11.440	12.733	895	871	1.250	1.304
<i>Trasporto urbano</i>	3.412	3.595	193	186	300	320
<i>Utilities</i>	<b>72.674</b>	<b>79.756</b>	<b>5.342</b>	<b>5.761</b>	<b>7.750</b>	<b>7.424</b>
<i>Costruzione/ ingegneria</i>	<b>59.292</b>	<b>56.966</b>	<b>638</b>	<b>203</b>	<b>2.100</b>	<b>1.000</b>
<i>Immobiliare</i>	9.998	8.660	- 1.736	- 3.822	-2.100	-4.800
<i>Telecomunicazioni</i>	4.193	4.530	- 798	- 843	-205	-112
<i>Media</i>	1.339	1.783	- 479	476	-266	213
<i>Altre attività</i>	8.662	11.266	708	877	1.712	1.145
<b>Totale</b>	<b>156.158</b>	<b>162.961</b>	<b>3.675</b>	<b>1.700</b>	<b>8.991</b>	<b>4.870</b>

3) Forte contrazione del cash flow operativo laddove il flusso di cassa per investimenti era ancora sostenuto e ...

4) Posizione finanziaria netta del gruppo era già elevata (57 mld ff nel 1994)

7) Assetto organizzativo troppo complesso e difficilmente controllabile (2714 soc.)

6) Poca capacità della capogruppo di creare valore (logica di port. finanziaria)

5) Problemi di leadership manageriale

## Quali sono state le azioni di ristrutturazione portate a termine da Juan Marie Messier nel periodo 1995 – 1998?

Fase	Azioni di ristrutturazione	Risultati
<p>1) Contenere la crescita</p> <p>Ripensare la struttura del portafoglio di business = contenere la crescita</p>	<p>Business che rimangono in portafoglio : Construction, Property and Communication</p> <p>Business che vengono ceduti: turismo, sanità, prodotti per il condizionamento, forniture di prodotti per l'arredamento urbano, servizi industriali di pulizia, catering, meccanica</p>	<p>↓ Tasso di crescita del fatturato</p> <p>↓ Tasso di crescita dell'attivo</p> <p>↑ Componenti di gestione straordinaria a seguito di disinvestimenti</p>
2) Recuperare la produttività	<p>Ristrutturazione societaria</p> <p>Business Process Reengineering (marketing, amministrazione, controllo)</p> <p>Taglio dei rami secchi (business in perdita)</p>	<p>↑ Tasso di rotazione del capitale investito</p> <p>↑ Miglioramento redditività operativa</p>
3) Miglioramento della posizione finanziaria netta	<p>Conseguenze dalle azioni di cui al punto 1) e 2)</p> <p>Alleanze nel settore delle TLC</p>	<p>↓ Flussi di cassa per investimenti</p> <p>↑ Cash flow operativi</p> <p>↓ PFN</p>
4) Creazione di valore per l'azionista		<p>↑ ROE</p>

## Gruppo Vivendi: “modello contabile” - alcuni indicatori di sintesi

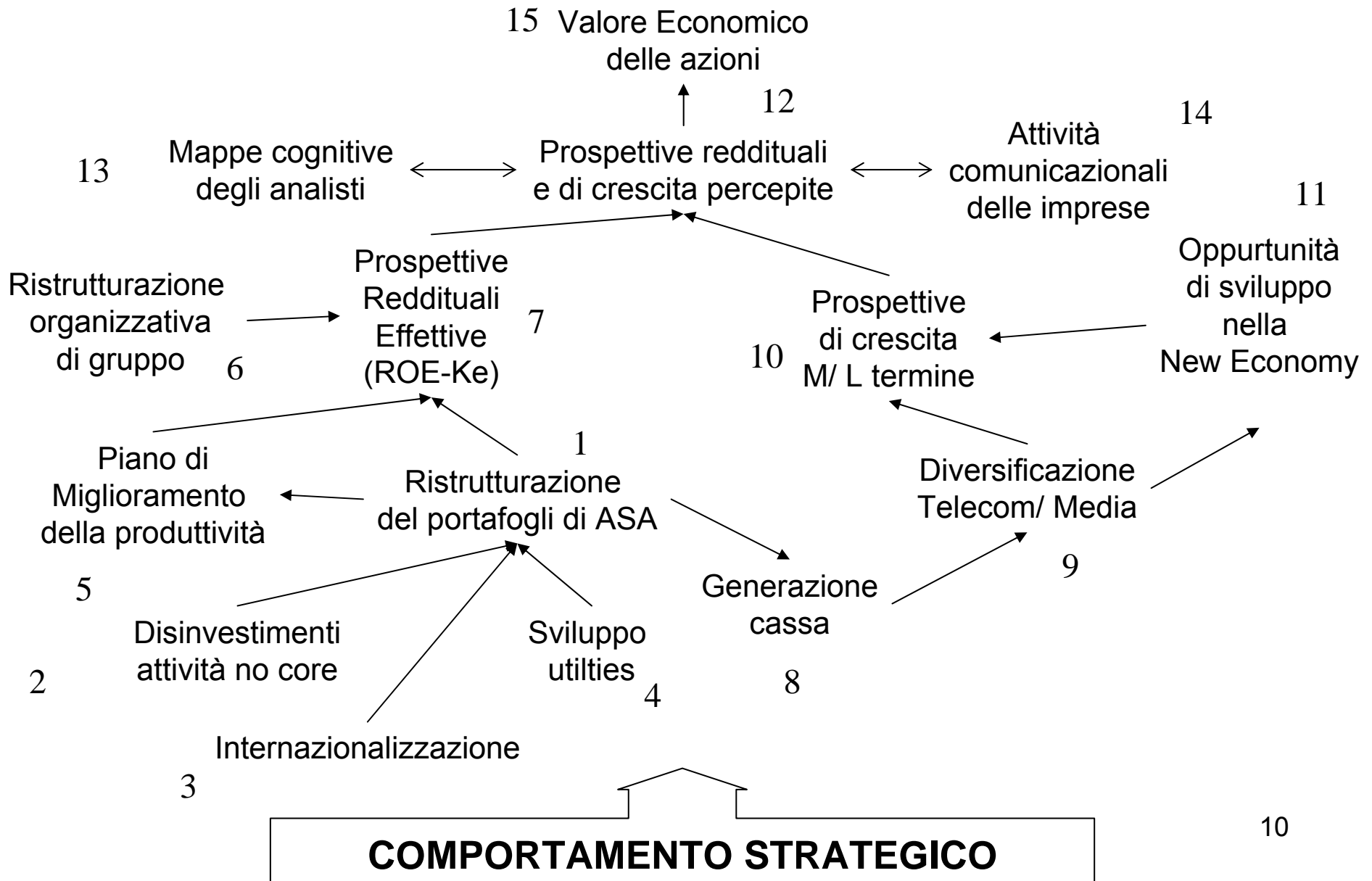
	1997	1998	1999
<b>Redditività</b>			
ROI	2%	4%	5%
ROE	16%	16%	18%
ROS	2%	4%	5%
Tasso di rotazione cap inv.	0,77	0,90	0,98
<b>Liquidità</b>			
Quoz. Disponibilità	1,1	1,1	1,0
CCN	1194	1782	-1413
<b>Solvibilità</b>			
Mezzi terzi/ mezzi propri	3,6	7,1	4,5
Mezzi propri/ attivo fisso netto	0,4	0,2	0,3
<b>Sviluppo</b>			
Tasso di variazione dell'attivo	7%	24%	69%
Tasso di variazione del fatturato	na	25%	31%



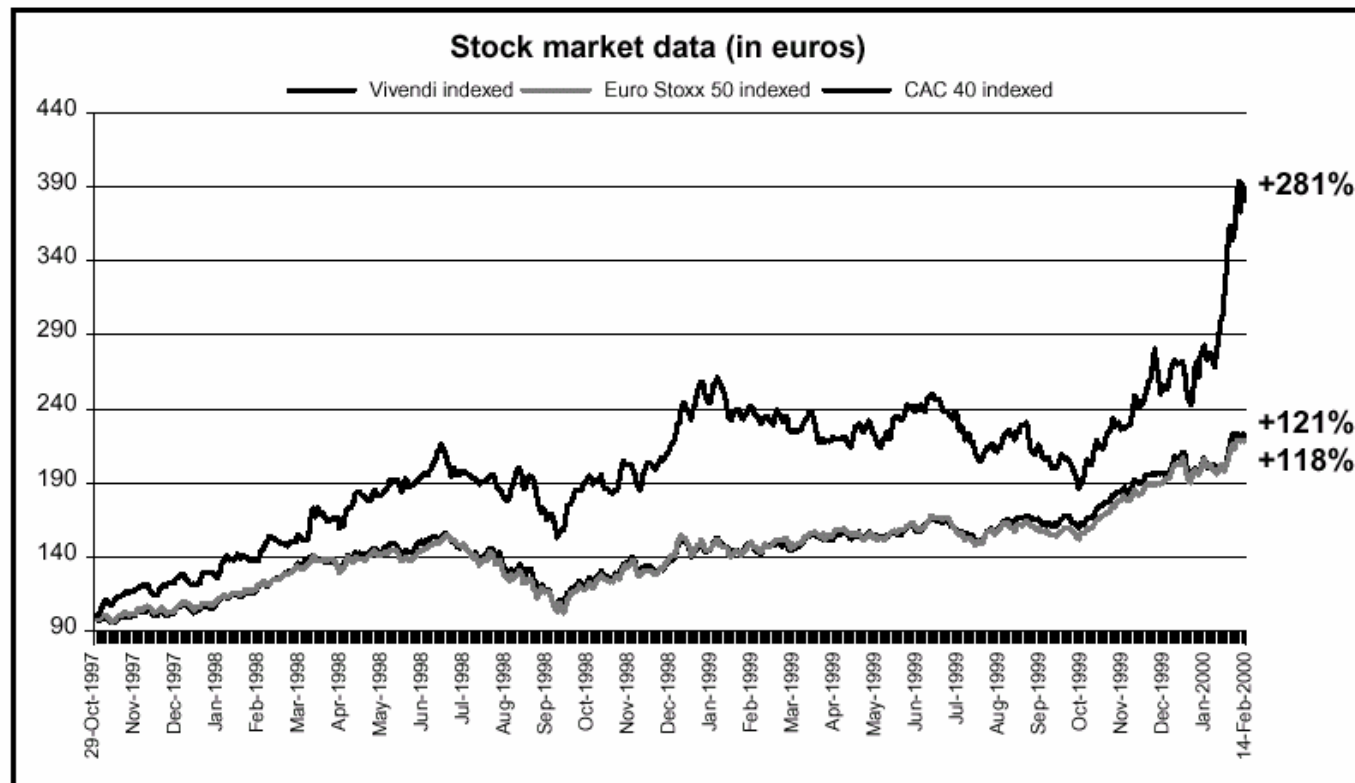
## Applicazione del “modello contabile” per la valutazione della strategia: 1995 - 1998

Periodo	Giudizio di solidità	Giudizio di liquidità	Giudizio di redditività	Giudizio di sviluppo	Giudizio di sintesi
<b>1995 - 1998</b>	<p>Contenuta diminuzione del grado di rischio. Sfruttamento delle passività non esplicitamente onerose per finanziare la crescita strutturale</p> <p>Margine di struttura negativo</p> <p>Rapporto tra “PFN” e mezzi propri in diminuzione</p>	<p>Sembra non eccellente (&lt;1), ma nel business delle utility le passività correnti sono fisiologicamente superiori all’attivo corrente!</p>	<p>ROI = modesto seppur in miglioramento grazie alla crescita del tasso di rotazione e del ROS</p> <p>ROE = elevato grazie allo sfruttamento della leva finanziaria e a componenti straordinarie</p>	<p>Crescita operativa e strutturale modesta</p>	<p>Ristrutturazione avviata con successo</p>

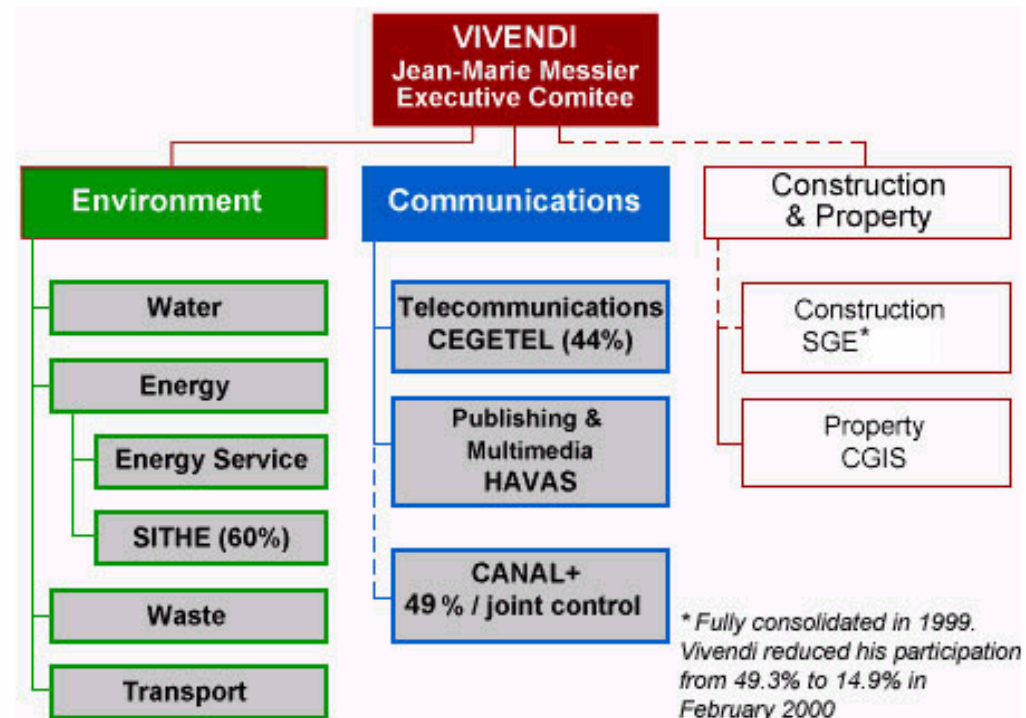
# Comportamento strategico e creazione di valore per gli azionisti di **Vivendi** 1997- 1999



# L'andamento del titolo 1997- 1999



# Il Gruppo Vivendi nel 1999



# Principali caratteristiche del **Gruppo Vivendi** (1999)

- Impresa *multiutilities* (Utilities+TLC+Media/TV)
- Società quotata
- Modello di *corporate governance* a proprietà diffusa
- Il Gruppo è stato oggetto di un piano di ristrutturazione nel periodo 1997- 1999
- Il gruppo detiene una posizione di leadership nelle ASA del macrosettore delle *utilities* e buone posizione competitive nei settori delle TLC e media

# L'atteggiamento dei mercati finanziari rispetto al Gruppo **Vivendi** (fine 1999)

- 1) Perplexità sul modello di business delle *multiutilities*
- 2) Business delle TLC troppo focalizzate sul mercato francese e poco integrate nello scenario di alleanze europee
- 3) Piani di investimento impegnativi che richiedono grossi sforzi finanziari
- 4) Potenzialità di sviluppo non pienamente colte relativamente all'impiego delle tecnologie Internet

## Quali sono state le azioni / decisioni strategiche portate a termine da Juan Marie Messier nel periodo 1999 – 2000?

Fase	Azioni di ristrutturazione	Risultati
<p>1) Favorire la crescita e la riconversione industriale</p> <p>Ripensare la struttura del portafoglio di business = contenere la crescita</p>	<p>a) Rimangono in portafoglio:</p> <p>1) business di contenuti (beni o servizi): media (Havas, Canal +)</p> <p>2) business di distribuzione di contenuti al cliente finale/ business di rete: utilities (CGE); tlc (Cegetel); broadcasting televisivo (Canal +)</p> <p>b) Accelerazione del progetto di internazionalizzazione: operazione USFILTER (utilities/ America)</p> <p>c) Si mantiene il business del construction and property poiché la cessione non consente una valorizzazione secondo le attese del management (rischio minusvalenze)</p> <p>d) Acquisizioni: Havas; Cedant Software (Videogiochi); US FILTER</p>	<p>↓ Tasso di crescita del fatturato</p> <p>↓ Tasso di crescita dell'attivo</p>
<p>2) Recuperare la produttività</p>	<p>Riorganizzazione delle attività nelle utilities (ad esempio: creazione di Vivendi Environnement; creazione della società Dakia/ energy services; )</p> <p>Piano di ristrutturazione di Havas (cessioni Pagine gialle, Agenzia pubblicitaria Information et Publicité, Operatore turistico Havas Voyages, Havas Advertising)</p> <p>- Segue -</p>	<p>↑ Tasso di rotazione del capitale investito</p> <p>↑ Miglioramento redditività operativa</p> <p>- segue-</p>

## Quali sono state le azioni/ decisioni strategiche portate a termine da Juan Marie Messier nel periodo 1999 – 2000?

Fase	Azioni di ristrutturazione	Risultati
2) Recuperare la produttività	- segue - Piano di ristrutturazione per Construction and Property. Focalizzazione su tre segmenti di mercato: opere di ingegneria civile, costruzione di opere pubbliche, costruzione e gestione di centrali elettriche, reti ferroviarie e autostradali. Cessione di società e partecipazioni non più strategiche	- segue -
3) Migliore la posizione finanziaria netta	Raccolta risorse finanziarie per la crescita attraverso: a) Cessioni di attività non strategiche di cui al punto 1) e 2) b) Raccolta di nuove risorse attraverso prestiti obbligazionari e aumenti di capitale (ad esempio nel 1999 due prest. obblig. per un controvalore di 4,55 mld euro e un aumento di capitale di 2,7 mld euro)	↓ Flussi di cassa per investimenti ↑ Cash flow operativi ↑ Flussi di cassa per disinvestimenti
4) Creazione di valore per l'azionista		↑ ROE

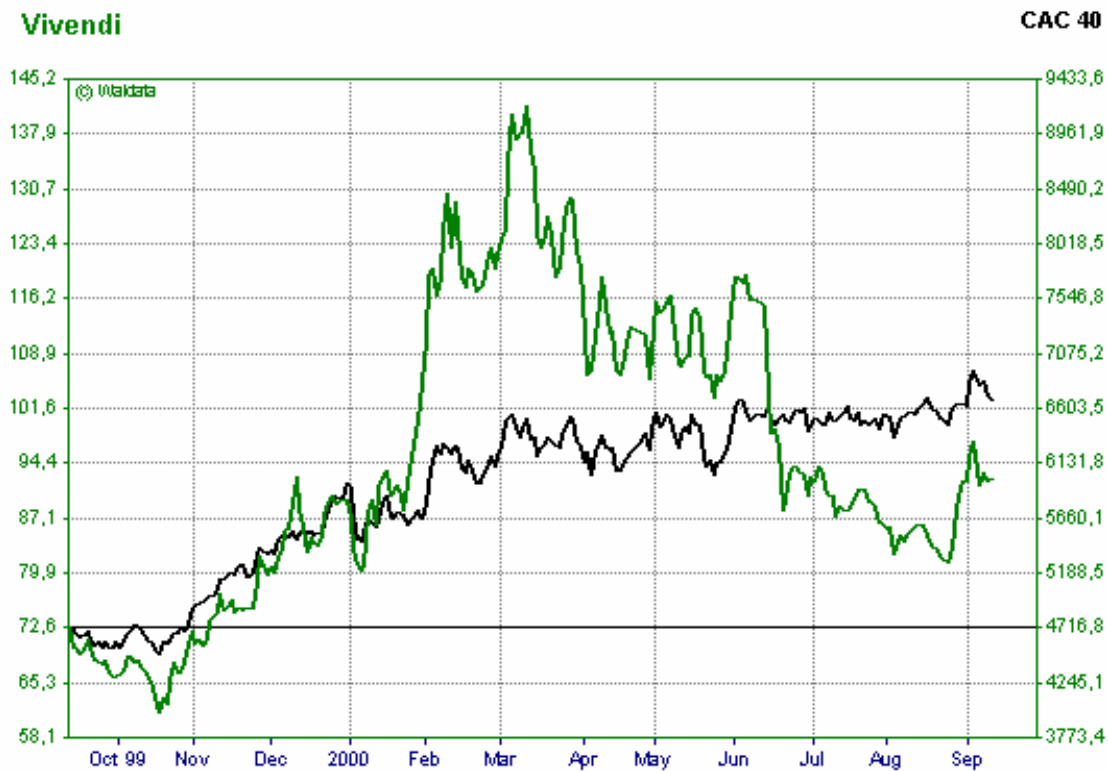


## Applicazione del “modello contabile” per la valutazione della strategia: 1998-2000

Periodo	Giudizio di solidità	Giudizio di liquidità	Giudizio di redditività	Giudizio di sviluppo	Giudizio di sintesi
<b>1998 - 2000</b>	<p>Forte ricorso all'indebitamento per finanziare la crescita</p> <p>Attenzione che l'operazione di acquisizione di Havas è stata portata a termine attraverso una fusione</p>	<p>L'impiego del capitale di funzionamento per finanziare l'attivo fisso netto da fenomeno fisiologico (business utility) a fenomeno patologico (nuovi business?)</p>	<p>Come sopra</p> <p>ROE = sempre molto elevato/ sfruttamento anche della leva societaria</p>	<p>Crescita operativa e strutturale elevata</p>	<p>A ristrutturazione ancora in corso si avvia un piano di crescita significativo....</p> <p>... ma il gruppo non riesce ancora a produrre risultati soddisfacenti</p>

# L'andamento del titolo nel 2000

Share Price Historical Graph / CAC40

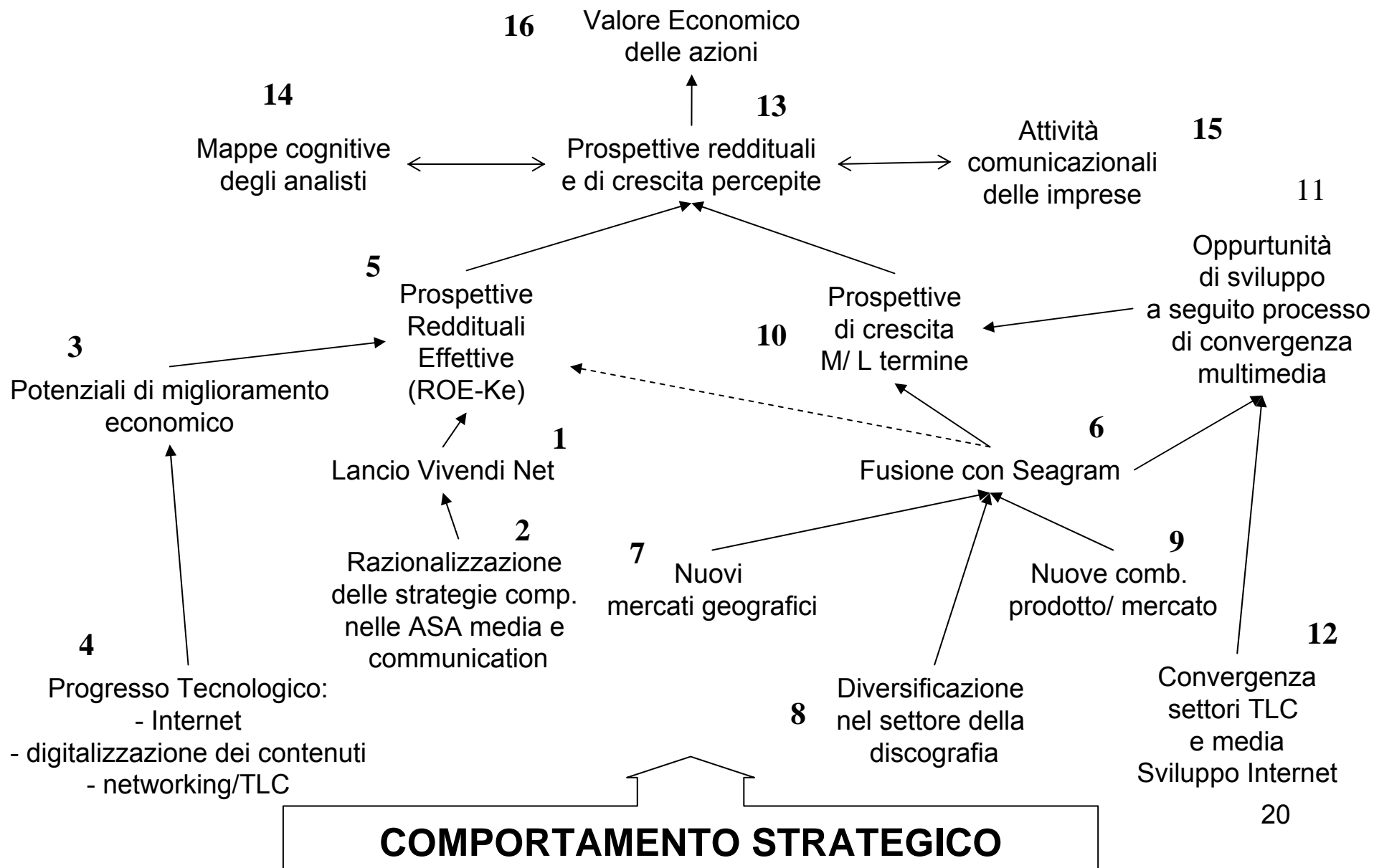


# La reazione del management del Gruppo nel primo semestre 2000

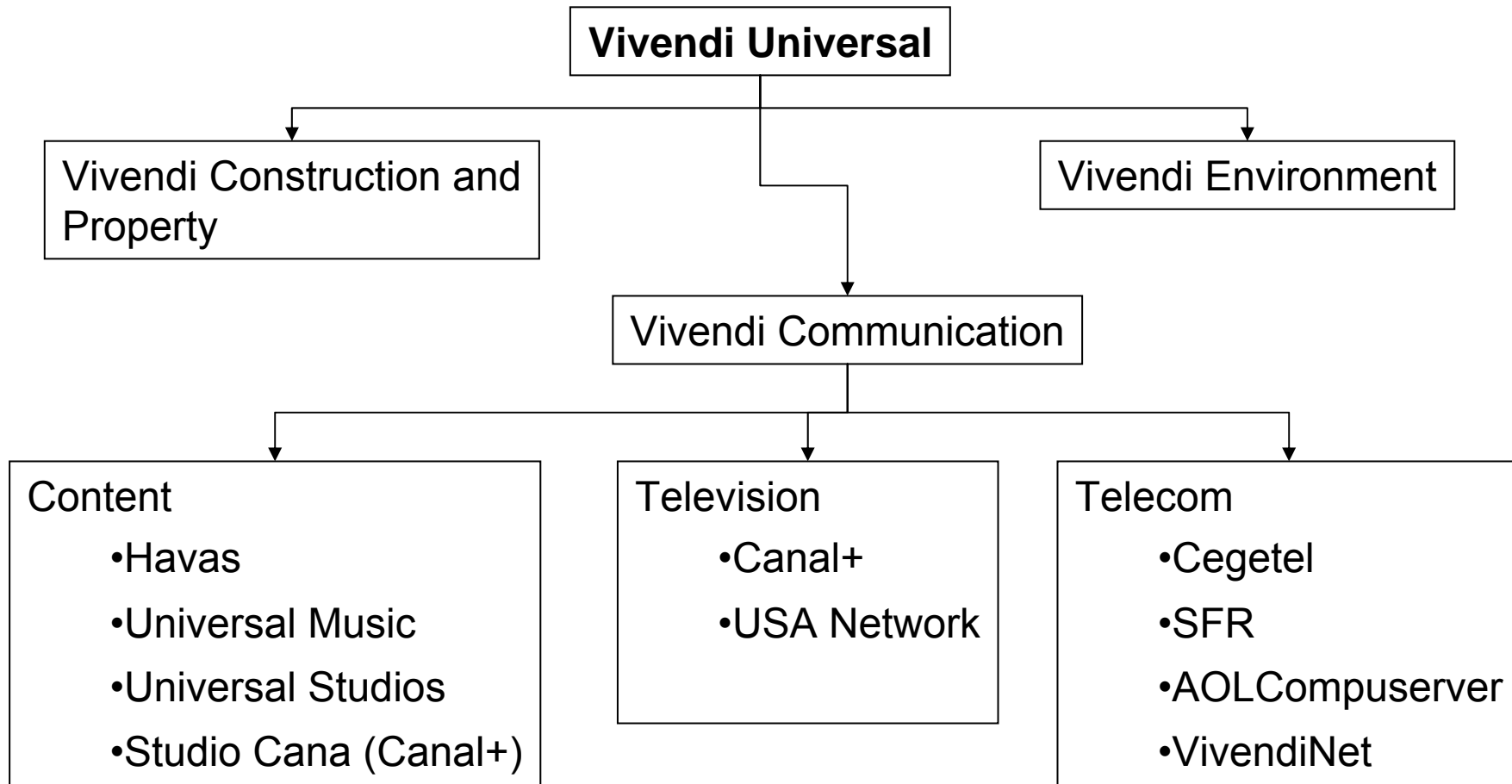
- **VivendiNet** (*gen 2000*)
  - razionalizzazione della gestione della variabile Internet a livello di Gruppo
  - lancio di nuove iniziative imprenditoriali di Internet related (tra cui: portali, siti di e-commerce)
  - lancio del portale multiaccesso Vizzavi
- **Vivendi Universal** (*giu 2000*) = Fusione tra Vivendi, Seagram e Canal +
  - Entrata del gruppo Vivendi nel settore della discografia e nei mercati americani
  - Creazione di un polo industriale internazionale (Europa+America) presente nel settore delle infrastrutture di comunicazione e dei contenuti
  - Sinergie commerciali tra le parti coinvolte (cross selling)
  - Possibilità di razionalizzare le strutture di costo delle due “parent company” Vivendi e Seagram
  - Logica di portafoglio di stampo sinergico organizzativo

# Comportamento strategico e creazione di valore per gli azionisti

## Vivendi primo semestre 2000 - focus **Vivendi Communication**



# L'assetto di Vivendi Universal



## Le principali intenzione strategiche del management Vivendi nella progettazione dell'operazione Universal

Intenzioni strategiche	Conseguenze	Azioni	Risultati
<p>Il top management desiderava trasformare Vivendi in un "operatore integrato e specializzato nella filiera della produzione e distribuzione al dettaglio di contenuti editoriali, cinematografici e musicali"</p>	<p>Ricomposizione del portafoglio di business:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-Minore enfasi su utilities e construction and property</li> <li>-Maggior interesse a presidiare l'intera filiera del valore della produzione e distribuzione dei contenuti</li> <li>-Necessità di entrare in nuovi mercati (media) nei quali operavano già grandi operatori fortemente diversificati a livello geografico che erano di origine americana</li> </ul>	<p>Ricorso alla crescita per linea esterna → Acquisizione → operazione Vivendi – Seagram</p> <p>Necessità di estendere ulteriormente il controllo sulle attività di Canal +</p> <p>Progettazione di un assetto organizzativo per favorire la cessione delle utilities (costituzione delle attività nella partecipata Vivendi Environnement + IPO)</p> <p>Proseguimento piano di cessione attività nel settore construction and property</p>	<p>↑ Crescita fatturato</p> <p>Variazione della ripartizione dei ricavi per settori di attività</p> <p>↑ Crescita capitale investito</p>

## Le principali intenzione strategiche del management Vivendi nella progettazione dell'operazione **Universal** (segue)

Intenzioni strategiche	Conseguenze	Azioni	Risultati
<p>Il progetto di ricomposizione del portafoglio di business doveva essere portato a termine senza peggiorare sensibilmente il livello di indebitamento del gruppo</p> <p>Vi era l'interesse di sfruttare l'alto valore di mercato del titolo Vivendi</p>	<p>Utilizzo dell'alto valore di mercato del titolo come "mezzo di pagamento" per l'acquisto di Seagram e Canal +</p>	<p>Progettazione del mega merger Vivendi-Canal+-Seagram</p>	<p>Purchase price di Seagram = euro 32.565 milioni</p> <p>Goodwill iscritto nel bilancio 2000 a seguito dell'acquisizione = euro 25.859 milioni (ammortizzato in 40 anni)</p> <p>Progetto di cessione delle attività nel business degli alcolici precedentemente possedute da Seagram</p>
<p>Il progetto di ricomposizione doveva essere ispirato alla ricerca di un potenziale sinergico tra l'acquirente e l'acquisita</p>		<p>Acquisizione di Seagram poiché si erano identificate sinergie di costo e di ricavo, inoltre si sarebbe potuto entrare nel mercato nord americano, con posizione di leadership nel settore musicale</p>	<p>Aspettative di miglioramento della redditività operativa</p>

## Applicazione del “modello contabile” per la valutazione della strategia: 2000 - 2001

Periodo	Giudizio di solidità	Giudizio di liquidità	Giudizio di redditività	Giudizio di sviluppo	Giudizio di sintesi
2000/ 2001	Grave peggioramento!	In peggioramento	<p>ROI penalizzato dalla diminuzione del tasso di rotazione degli investimenti a seguito della crescita (v. goodwill)</p> <p>ROE = molto elevato nel 2000 (sfruttamento anche della leva societaria )</p> <p>Valore negativo nel 2001 a seguito di interventi di pulizia del bilancio!!</p>	<p>“Discontinuità” dimensionale a seguito operazione di fusione</p> <p>Iscrizione di un elevato goodwill nell’attivo!!!</p>	<p>Il gruppo è cresciuto troppo velocemente in pochissimo tempo, secondo un disegno strategico poco chiaro e ricco di rischi (operativi e finanziari)</p>