

CAPITALI DI RISCHIO

Costellazioni di imprese

di Fabio Sattin *

«Strategic cluster venture», la più recente novità in fatto di venture capital: caratteristiche e vantaggi economico-finanziari.

L'attività di merchant banking, ed in particolare quella di investimento nel capitale di rischio (venture capital), ha avuto in questi ultimi anni un notevole sviluppo anche nel nostro Paese.

Tra le varie metodologie di intervento, una delle più innovative e probabilmente destinata a riscuotere un sempre maggiore interesse è quella definita «strategic cluster ventures» o, più semplicemente, «cluster venture».

Con questo termine si intende una forma di investimento che ha come oggetto il raggruppamento (cluster) di più società operative indipendenti, integrabili verticalmente o orizzontalmente e caratterizzate da considerevoli similitudini in termini di prodotti, mercati e tecnologie. La proprietà delle aziende viene concentrata in una holding che svolge un ruolo di coordinamento strategico e la cui maggioranza è detenuta da una o più società di investimento (vedi Tav. 1).

Il senso di questa forma di investimento consiste nella possibilità di identificare e sfruttare le sinergie di tipo tecnologico, commerciale, manageriale e finanziario che si possono produrre tra le varie società del gruppo e nel contempo di perseguire una elevata focalizzazione e specializzazione delle attività condotte dalle singole aziende senza limiti di autonomia e indipendenza decisionale ed operativa.

Utilità dell'investimento

Vediamo quali sono i principali vantaggi connessi a detta metodologia di investimento.

In primo luogo, il «cluster venture»

consente di utilizzare al meglio le capacità manageriali ed imprenditoriali esistenti nelle varie società. Si pensi ad esempio alle competenze tecniche condivisibili (Cad/Cam, Edp, R&D, etc.), a quelle relative alla gestione finanziaria ed amministrativa o a quelle connesse alla conoscenza di diversi mercati, sia in termini geografici che di tipologie di clientela. Questo risultato, che potrebbe sembrare estremamente difficile da realizzare, è ottenibile attraverso la struttura tipica del cluster, ed in particolare grazie al meccanismo di incentivazione che detto approccio consente.

Il «cluster venture» è infatti basato sul coinvolgimento dei manager nell'azionariato del gruppo sia a livello di singole società operative, sia a livello di holding. In questo senso, detta tecnica potrebbe essere classificata come una estensione del concetto di «management buy-out».

In genere, i manager coinvolti provengono dalle singole società appartenenti al cluster, ma in molti casi può essere opportuno utilizzare professionalità di altre realtà economico/produttive.

È probabile, in particolare in Paesi caratterizzati da una elevata frammentazione dell'attività produttiva come l'Italia, che detti manager siano gli ex proprietari delle singole aziende facenti parte del cluster.

È infatti sempre più frequente trovare piccoli imprenditori particolarmente capaci che, per varie ragioni principalmente connesse a considerazioni di carattere strategico/dimensionale, decidono di cedere l'attività pur desiderando continuare ad operare attivamente nel settore di loro competenza. In questi casi le

operazioni di «cluster venture» sono una soluzione ideale. Da un lato consentono al piccolo/medio imprenditore di realizzare la cessione con i conseguenti vantaggi di carattere economico. Dall'altro, offrendo un coinvolgimento azionario a livello di gruppo, gli consentono di misurarsi con problematiche di maggior respiro, stimolanti rispetto a quelle, più limitate e specifiche, affrontate in precedenza.

Un secondo vantaggio del «cluster venture» è di carattere finanziario. È infatti più semplice attrarre investimenti a condizioni vantaggiose per un gruppo diversificato che non per le singole aziende. In situazioni economiche generali incerte come quella attuale, questo elemento potrebbe rivelarsi di essenziale importanza per la sopravvivenza stessa delle aziende considerate.

Inoltre, il coordinamento centrale della gestione finanziaria delle società consente lo sviluppo della massa critica e delle competenze necessarie per usufruire di servizi più sofisticati a favore di tutte le aziende del gruppo.

Per l'investitore, la tecnica del «cluster venture» rappresenta una opportunità di investimento in settori dove esiste una concorrenza potenziale minore e capaci quindi di fornire con maggior probabilità una più elevata remunerazione.

La maggior parte degli investitori finanziari è infatti alla ricerca di operazioni di grandi dimensioni che abbiano come oggetto aziende già molto diversificate e organizzate. In tali operazioni le società finanziarie sono coinvolte quasi sempre a titolo di minoranza e con un ruolo scarsamente operativo se non per

* Direttore generale Chase Gemina Italia.

gli aspetti di carattere finanziario quali, ad esempio, l'assistenza per la quotazione in Borsa.

Raramente l'attenzione degli operatori si concentra sulle società che possono essere oggetto di operazioni di «cluster venture», poiché queste, per definizione, sono spesso di piccole dimensioni, estremamente specializzate e scarsamente strutturate. È più probabile che in questi casi la concorrenza venga da società industriali di maggiori dimensioni operanti in settori omogenei o limitrofi rispetto a quelli delle aziende in oggetto.

Anche in questo caso, tuttavia, la piccola dimensione che queste aziende hanno, unitamente alle caratteristiche organizzative e strategiche, rende spesso più conveniente la via dello sviluppo interno, di solito perché è meno rischiosa e per certo più opportuna e agevole in termini di integrazione organizzativa e culturale. Il «cluster venture» consente inoltre alle società di venture capital la realizzazione di investimenti a livello internazionale più mirati e agevola la creazione di un valore aggiunto, anche in termini di presenza in più Paesi, particolar-

mente apprezzabile da futuri potenziali investitori e/o acquirenti.

Gli aspetti economici

Questa considerazione ci porta ad affrontare gli aspetti più strettamente economici per cui, a nostro avviso, il «cluster venture» rappresenterà una alternativa di estremo interesse per l'attività di venture capital anche e soprattutto nel nostro Paese.

Innanzitutto, questa forma di investimento consente all'investitore finanziario di svolgere un ruolo estremamente importante nella realizzazione del progetto e di assumere una posizione dominante nei confronti del nuovo raggruppamento di imprese. Il cluster venture, da un lato rappresenta un notevole impegno che, al di là delle dichiarazioni di intenti, solo alcuni degli investitori nel capitale di rischio saranno in grado di assumere con successo. Dall'altro rappresenta per le società di venture capital una delle poche possibilità di partecipare, non solo in termini finanziari, alla creazione di un valore aggiunto di carattere strategico/industriale. Potranno es-

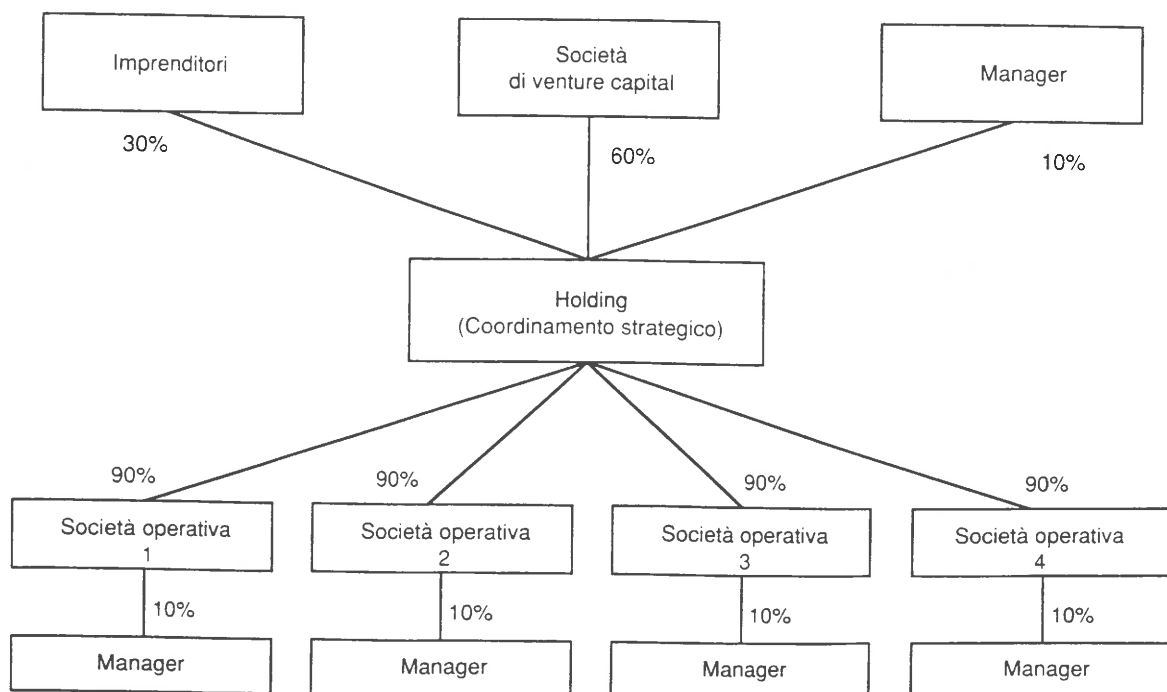
sere così realizzati notevoli guadagni indipendentemente dai meccanismi di tipo finanziario e/o speculativo sui quali gli operatori hanno in passato contato e che, visti i recenti sviluppi dei mercati, potranno essere impiegati sempre meno.

Il «cluster venture» permette inoltre di effettuare investimenti in società di medio-piccole dimensioni salvaguardando, ed anzi aumentando, le possibilità di disinvestimento (way out) che rappresentano, in particolare nel nostro Paese, uno degli aspetti più critici connessi a questi interventi.

La dimensione del «cluster», sia in termini di quantità economiche mobilitate, sia di penetrazione del mercato, rende detto investimento particolarmente appetibile per società multinazionali che, per varie ragioni, hanno interesse ad entrare, o a potenziare la loro presenza, nei settori dove il cluster opera. Inoltre, la cultura organizzativa e strategica apportata dall'investitore nonché la possibilità offerta al potenziale acquirente di interloquire con una controparte abituata a trattare in modo professionale operazioni di compravendita societaria.

TAV. I

Strategic cluster venture: struttura



non può che aumentare le probabilità di successo di questa importantissima fase.

I fattori del successo

Vediamo ora quali sono i fattori principali che stanno alla base del successo di una operazione di «cluster venture».

Il primo e più importante fattore è certamente quello umano, in particolare la qualità e la motivazione del team di manager e/o imprenditori coinvolti nel progetto.

In questo senso, estrema attenzione dovrà essere posta, da parte dell'investitore, alla identificazione dei soggetti da coinvolgere, alle loro capacità imprenditoriali e a quelle di interazione e collaborazione con gli altri elementi del gruppo. Estrema importanza riveste in particolare la creazione di meccanismi di coinvolgimento basati su una larga condivisione dei benefici (e anche dei rischi) derivanti dal successo (o insuccesso) dell'iniziativa.

In questo senso, uno degli elementi fondamentali è il coinvolgimento dei manager e/o imprenditori nell'azionariato del gruppo, sia a livello di holding, sia di singole società operative. In queste, ognuno, in relazione alle possibilità economiche, dovrà effettuare un investimento e avrà la possibilità di aumentare la partecipazione a condizioni vantaggiose subordinatamente al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Detto meccanismo di incentivazione vale, anche e soprattutto, per gli eventuali imprenditori coinvolti, con l'unica differenza che, date le maggiori risorse economiche di cui questi dispongono rispetto ai manager, verrà loro chiesta una partecipazione iniziale più consistente.

In generale, comunque, la, o le, società di venture capital dovranno detenere, almeno in una prima fase, la maggioranza assoluta della holding la quale, a sua volta, dovrà possedere il controllo di tutte le società appartenenti al gruppo.

Un secondo fattore di successo riguarda la capacità di centralizzare alcune funzioni aziendali senza li-

mitare, o limitando al minimo, le caratteristiche di flessibilità operativa e strategica delle aziende partecipanti al progetto.

In questo senso, l'investitore dovrà valutare, assieme al management team, quali sono le funzioni che più necessitano di detta integrazione e dalle quali sono ricavabili i maggiori vantaggi per le singole società appartenenti al «cluster». Le prime a venire centralizzate sono generalmente le funzioni amministrative e finanziarie, incluso l'Edp. A queste seguono in genere le altre: la gestione (anche parziale) degli acquisti, delle vendite, della R&S e progettazione, della logistica e distribuzione, della gestione del personale, etc.

Le singole società, comunque, saranno libere di mantenere anche al loro interno parte di dette attività qualora venisse ritenuto indispensabile per l'efficace svolgimento della loro operatività. Anche in questo senso, i meccanismi di incentivazione (e controllo) del management saranno tali da premiare tutte le azioni volte alla razionalizzazione dei costi in questione.

La chiara separazione e l'autonomia delle singole società appartenenti al cluster è un altro degli aspetti di maggiore importanza. Detta separazione è innanzitutto indispensabile per ottenere una reale diversificazione delle attività del gruppo e per mitigare i rischi connessi all'azione strategico-competitiva delle singole società.

Considerata la logica ispiratrice del «cluster venture», è infatti indispensabile che l'eventuale insuccesso di alcune società appartenenti al gruppo non si ripercuota sulle altre. La separazione è inoltre estremamente opportuna al fine di massimizzare le alternative di uscita dall'investimento. Ciò, come è noto, rappresenta uno degli aspetti fondamentali nell'attività di venture capital. Con le singole società autonome ed indipendenti, sarà sempre possibile decidere se sia più opportuno e conveniente vendere tutto il gruppo ad un unico acquirente o le singole società, o sottogruppi di queste, ad acquirenti diversi.

E quindi indispensabile resistere al-

la tentazione di creare una sola entità e tenere sempre presente quello che è l'obiettivo finale dell'attività di venture capital: la realizzazione delle partecipazioni acquisite alle maggiori condizioni possibili.

Da quanto detto, la tecnica di investimento considerata è stimolante per la realizzazione di notevoli guadagni da parte delle società di venture capital, ma è anche evidente che non tutte saranno in grado di effettuare questo genere di interventi. Tra i più importanti fattori di successo in questo tipo di interventi vi sono pertanto le caratteristiche e le capacità richieste alle società di venture capital. Dal punto di vista formale è anzitutto necessario che dette società abbiano la possibilità di acquisire quote di maggioranza e, se necessario, totalitarie. Questa considerazione, apparentemente banale, è particolarmente opportuna nel nostro Paese dove per alcuni operatori, in particolare quelli di emanazione bancaria, esistono precisi limiti.

Nella sostanza è indispensabile una notevole capacità di affrontare e risolvere problemi di tipo strategico-industriale e organizzativo. Abbiamo visto infatti come la vera guida strategica del progetto sia affidata alla società di venture capital, dalla quale dipenderà in via primaria il successo o l'insuccesso dell'iniziativa. In questo senso saranno avvantaggiati gli operatori che, o perché dotati di risorse provenienti dal mondo industriale, o perché emanazione di gruppi anche industriali, e che possono quindi fare affidamento sulle competenze e sulle relazioni sviluppate dai loro azionisti, saranno in grado di affrontare in modo efficace i problemi strategico-industriali menzionati.

A queste caratteristiche, comunque, va sempre associata una consolidata esperienza dell'investitore nell'attività di venture capital, in particolare se maturata anche attraverso operazioni di maggioranza.

Una esperienza di cluster venture

La Axxio è un esempio eccellente per dimostrare la fattibilità e la po-

tenzialità di questa metodologia di investimento.

Nel febbraio del 1989 la «Gilde Investment Fund», società olandese specializzata nelle operazioni di venture capital, decise di strutturare una operazione di «strategic cluster venture» nel settore dei macchinari di precisione per la lavorazione di componenti in metallo o plastica. Iniziò con l'acquisto, nel 1989, di due società, alle quali se ne aggiunsero una terza nel 1990 e altre due all'inizio del 1991.

La previsione era di crescere da un fatturato 1990 di poco più di 40 milioni di Dfl ad oltre 200 nel 1993. Tutte le società possedevano una tecnologia propria estremamente avanzata che consentiva loro la realizzazione di buoni margini.

Il mercato era caratterizzato da una relativa carenza di concorrenti sufficientemente strutturati per garantire un servizio soddisfacente ad una clientela rappresentata per la grande maggioranza da gruppi internazionali.

Operando come cluster, queste aziende poterono usufruire di servizi centralizzati più efficienti, specialmente in termini di gestione amministrativo/finanziaria, ricerca e sviluppo e coordinamento internazionale.

Considerata la tipologia della clientela, orientata a ricevere un «servizio» affidabile e professionale a livello internazionale, i vantaggi derivanti dall'appartenenza al cluster hanno consentito loro di porsi in posizione di assoluto vantaggio rispetto ai concorrenti e conseguentemente di registrare tassi di sviluppo molto superiori rispetto alla media di settore ed in linea con le ambiziose aspettative.

La partecipazione della Gilde e del management team nella holding, originariamente del 100%, è successivamente scesa al 50% a seguito di una operazione di collocamento privato condotta nella seconda metà del 1991.

Detto collocamento è stato effettuato sulla base di una valutazione del gruppo corrispondente a tre volte l'ammontare investito dalla Gilde meno di due anni prima.