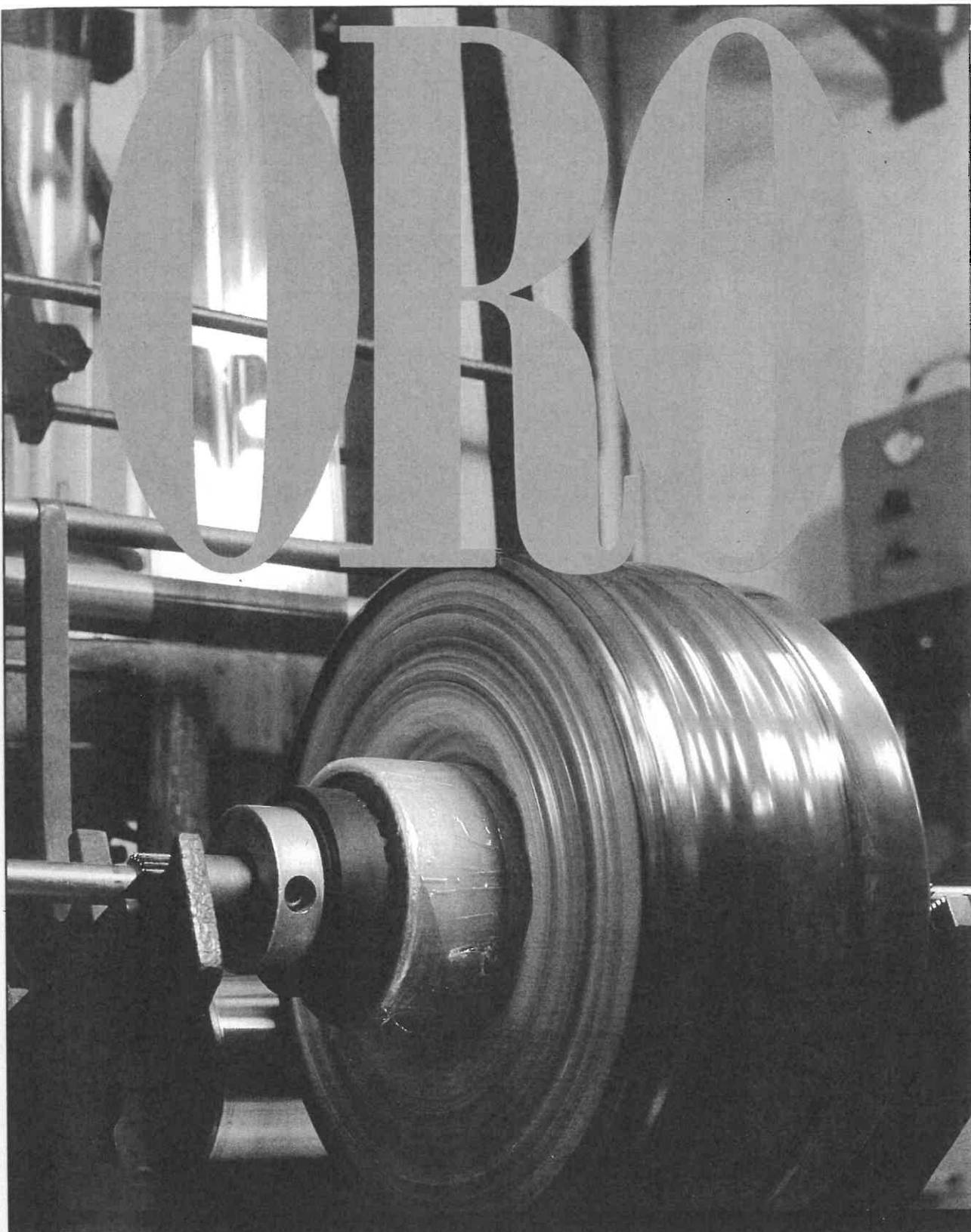


AMMINISTRAZIONE & FINANZA

SPEDIZIONE IN ABB. POST. GRUPPO IV/70



RIVISTA DI FINANZA AZIENDALE
E CONTABILITÀ DIREZIONALE

ANNO IV/31 MARZO 1993 N. 1
DIREZIONE E REDAZIONE: STRADA 1 PALAZZO F6
20090 MILANOFIORI ASSAGO - TEL. 824761

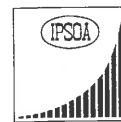
1

Strategie contro la crisi

*Riconoscere e interpretare
i segnali di crisi*

*Gli interventi sul capitale
e la forma societaria*

*Gli strumenti e le politiche
di ristrutturazione finanziaria*



IPSOA SCUOLA D'IMPRESA

RISCHI CAPITALI

Dagli interventi di «expansion capital» alle operazioni di «turnaround financing»: come cambia la finanza d'impresa in tempi di crisi.

Fabio Sattin

Direttore generale Chase Gemina Italia

66

AMMINISTRAZIONE & FINANZA-ORO
n. 1/1993

L'attività finanziaria che, fra tutte quelle collegate alle problematiche aziendali, ha probabilmente registrato il maggior sviluppo e destato notevole interesse in questi ultimi anni è quella che ha per oggetto gli interventi sul capitale di rischio.

Il numero degli operatori finanziari specializzati in questo campo è significativamente aumentato in questi ultimi anni (1), tanto da indurre taluni a pensare a un eccesso di offerta rispetto alle potenzialità del mercato italiano.

Per quanto questa osservazione possa essere in alcuni casi fondata, in particolare se riferita a operatori che si dedicano a questa attività con un'ottica squisitamente finanziaria e di breve periodo, risulta oggettivamente difficile pensare che in Italia esista un eccesso di capitali di rischio offerti alla media e piccola impresa; specialmente in momenti come quelli che stiamo attraversando, dove uno dei maggiori problemi delle imprese italiane, in particolare per quelle di medie e piccole dimensioni, è proprio la sottocapitalizzazione e la generale carenza di disponibilità finanziarie da dedicare ad attività di consolidamento e di sviluppo.

Nel 1991, secondo le statistiche fornite dalla *European Venture Capital Association* (EVCA), in Europa sono stati investiti in interventi nel capitale di rischio 4.632 milioni di Ecu ed è interessante notare come l'Italia, che per molti anni ha ricoperto una importanza marginale nell'attività in questione, nel medesimo anno, con 510

milioni di Ecu investiti, abbia raggiunto il quarto posto, dopo Inghilterra, Francia e Germania. A dimostrazione della sempre maggiore importanza, anche in termini quantitativi, che questa attività riveste nel nostro Paese (2).

Una lettura più approfondita di queste rilevazioni statistiche mette in evidenza come lo sviluppo dell'attività in questione sia avvenuto attraverso diverse tipologie di investimento che, negli anni, hanno registrato notevoli mutamenti ed evoluzioni, si sono arricchite di nuovi strumenti, perdendone altri, e comunque si sono adattate di volta in volta a quelle che erano, in ogni singolo Paese e in ogni periodo storico, le esigenze delle aziende e le caratteristiche del ciclo economico e produttivo (3).

Per capire come detti cambiamenti e adattamenti possano e debbano avvenire e quali siano le logiche sottostanti, è necessario innanzitutto avere chiaro che cosa si intende per attività di investimento nel capitale di rischio e in particolare quali siano le principali metodologie attraverso le quali gli operatori specializzati svolgono questa attività.

L'INVESTIMENTO IN CAPITALE DI RISCHIO

Quando si parla di investimento nel capitale di rischio, detto anche *Venture Capital*, si intende l'apporto di capitale effettuato da parte di operatori economici specializzati, generalmente sotto forma di partecipazione al capitale azionario o di

sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, per un periodo medio lungo, in aziende non quotate e con l'obiettivo prevalente di realizzare un guadagno in conto capitale in seguito allo smobilizzo della partecipazione (4).

Come si evince dalla definizione, quando si parla di Venture Capital non ci si riferisce solamente, come molti credono, a investimenti effettuati in società di piccole o piccolissime dimensioni operanti in settori ad alta tecnologia o comunque ad elevatissimo potenziale di sviluppo. Questa, come vedremo, è solamente una, e neanche la più importante in termini quantitativi, delle attività svolte dagli operatori di questo settore.

L'attività di investimento nel capitale di rischio, o di Venture Capital che dir si voglia, riguarda tutti gli interventi effettuati nel capitale di rischio di aziende non quotate, indipendentemente dalle loro dimensioni, dalla loro specializzazione settoriale o dalle modalità tecniche e operative attraverso le quali tali interventi vengono effettuati.

I METODI DI INTERVENTO

Passiamo ora a vedere quali sono le principali metodologie di intervento tipiche dell'attività in questione.

L'approccio più comune che viene utilizzato per distinguere le varie tipologie di investimento nel capitale di rischio è quello di segmentarle in base alla specifica fase di sviluppo aziendale in cui queste vengono effettuate (5).

La logica sottostante a questa segmentazione risiede nel fatto che a ogni stadio dello sviluppo aziendale corrispondono differenti esigenze e che, di conseguenza, anche l'intervento dell'operatore specializzato, per rispondere adeguatamente a dette esigenze, deve possedere caratteristiche diverse (Tabella 1).

Da questo tipo di segmentazione derivano alcune delle principali categorie adottate, anche ai fini statistici, dagli operatori e dalle associazioni di categoria (6):

1) *Early stage financing* (partecipazione allo stadio iniziale di una attività imprenditoriale), a sua volta suddivisa in:

a) *Seed financing* (sperimentazione): il *venture capitalist* interviene già nella fase di sperimentazione quando la validità tecnica ed economica del prodotto o del servizio è ancora tutta da verificare. Secondo i dati EVCA, dal 1987 al 1991 questi interventi hanno rappresentato meno dell'1 per cento del totale degli investimenti di Venture Capital effettuati a livello europeo;

b) *Start-up financing* (partecipazione all'avvio dell'attività): in questo stadio si finanzia l'avvio dell'attività produttiva, senza conoscere la validità commerciale del prodotto. Gli *start-up* hanno rappresentato circa il 9 per cento del totale degli investimenti effettuati in Europa dal 1987 al 1991;

c) *First-stage financing* (partecipazione alla prima fase di sviluppo): l'avvio dell'attività produttiva è già completato ma deve essere ancora valutata appieno la validità commerciale del prodotto-servizio. Gli

Tab. 1 - Le fasi di intervento nel capitale di rischio

	STADIO INIZIALE			SVILUPPO	DISINVESTIMENTO	
	Sperimentazione	Avvio	Prima fase di sviluppo			
Ciclo aziendale	<i>elaborazione del prodotto</i> <i>analisi e valutazione dell'idea</i> <i>piano aziendale</i> <i>analisi di mercato</i>	<i>costituzione dell'azienda</i> <i>sviluppo del prodotto</i> <i>industrializzazione</i> <i>piano marketing dettagliato</i>	<i>inizio della produzione</i> <i>introduzione sul mercato</i> <i>penetrazione e affermazione presso i clienti</i>	<i>costituzione e ampliamento dei canali di vendita</i>	<i>sviluppo dei sistemi di produzione e vendita - piena utilizzazione del potenziale di mercato</i>	
Problemi ricorrenti	<i>difficoltà nella valutazione dell'idea e del mercato</i>	<i>generale sfiducia del finanziatore</i> <i>ricerca del management adatto</i>		<i>ricerca del personale adatto</i> <i>competizione più accesa e difficoltà di affermare un'immagine propria presso il pubblico</i>	<i>difficoltà di organizzazione della crescita dell'azienda</i>	
Forma di finanziamento	<i>capitale del fondatore e capitale di terzi</i>	<i>ulteriore capitale di rischio</i>		<i>maggior utilizzazione dei finanziamenti bancari a breve</i>	<i>ulteriore consolidamento dei finanziamenti bancari</i>	<i>quotazione in borsa di azioni</i>

Fonte: AIFI (a cura di), *Capitale per lo sviluppo*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1990.

interventi di questo genere vengono spesso fatti confluire, anche a livello statistico, nella categoria *start-up*.

2) *Expansion financing*, a sua volta distinta in:

a) *Second-stage financing* (crescita accelerata): si sviluppano la produzione e le vendite sulla base di una già collaudata validità della combinazione prodotto/mercato;

b) *Third-stage financing* (consolidamento dello sviluppo): superata la fase iniziale di sviluppo, si consolida l'azienda anche attraverso l'ampliamento dei mercati, il lancio di nuovi prodotti o mediante operazioni di acquisizioni;

c) *Fourth-stage financing/bridging financing* (maturità): in questo stadio l'azienda ha precisi progetti di sviluppo e desidera perfezionarli.

Detti progetti spesso possono sfociare con la quotazione in borsa. Da qui il termine *bridging financing* (finanziamento ponte).

A livello statistico tutte le sopramenzionate categorie vengono spesso compattate all'interno della unica classificazione «*expansion financing*» in quanto la suddivisione tra i vari stadi risulta essere ardua e spesso eccessivamente teorica o soggettiva.

Questa categoria, che accomuna tutti gli interventi effettuati in società mature, di medio o medio-grandi dimensioni o comunque già da tempo avviate, è quella di gran lunga più importante nell'ambito dell'attività di Venture Capital. Basti pensare che nel 1991 rientravano in questa categoria più del 52 per cento del totale degli interventi di Venture Capital effettuati in Europa.

Sempre sotto la voce «*expansion financing*» vengono spesso inglobate anche le operazioni effettuate a titolo di *replacement capital financing* (finanziamento dell'acquisto di una partecipazione per sostituire la proprietà) che, in particolare in Italia, hanno visto un notevole sviluppo in questi ultimi tempi.

In queste operazioni si ristruttura la base azionaria al fine di eliminare i soci che non hanno più interesse al prosieguo dell'attività sostituendoli con un operatore finanziario specializzato e interessato a supportare e a proseguire i programmi di sviluppo aziendali proposti dal management o da quella parte dell'azionariato che continua a essere interessata allo sviluppo.

TURNAROUND FINANCING

La segmentazione per stadi di sviluppo non è però sufficiente a cogliere tutti gli aspetti e le metodologie di investimento di un'attività così dinamica e in continua evoluzione.

Un primo problema deriva dalla necessità di classificare gli interventi effettuati non a fronte di uno stadio di sviluppo dell'azienda ma in seguito a una situazione di perdita se non addirittura di fallimento.

A livello statistico e operativo, gli interventi di questo tipo vengono classificati in una ulteriore categoria detta *turnaround financing*, cioè una operazione di finanziamento della ristrutturazione di imprese in perdita.

È difficile ottenere dati disaggregati per questo genere di operazioni ma la loro incidenza a livello europeo è stimabile nell'ordine del 5-6 per cento del totale degli investimenti effettuati; inoltre, alla luce dell'andamento macroeconomico negativo che caratterizza questi ultimi anni, è altamente probabile che l'incidenza di questi interventi sia destinata ad aumentare in maniera consistente.

Si pensi per esempio all'incremento che, nel nostro Paese, hanno registrato le procedure concorsuali in questi ultimi due anni e come in molti casi l'intervento di un investitore finanziario specializzato possa essere un efficace se non l'unico rimedio per situazioni che altrimenti sarebbero destinate a conclusioni gravose e dolorose, sia economicamente che socialmente.

BUY-OUT

Un altro fenomeno di cui è assolutamente necessario tenere conto quando si parla di attività di investimento nel capitale di rischio è quello che comprende i cosiddetti *buy-out* e in particolare le operazioni di *management* e di *leveraged buy-out*.

Anche qui, non ci si riferisce a uno stadio di sviluppo dell'azienda ma a specifiche metodologie di investimento che, sviluppatesi inizialmente negli Stati Uniti e in Inghilterra, si sono rapidamente diffuse anche negli altri paesi europei, compresa l'Italia.

Data la crescente importanza delle fattispecie considerate e la relativa novità per il nostro mercato, si ritiene sia opportuno, anche per evitare confusioni terminologiche, spendere due parole per meglio identificare le categorie che rientrano in detta definizione evidenziandone alcuni aspetti tecnico/metodologici.

Per *management buy-out* (MBO) si intende l'acquisizione, di una parte o di tutta l'azienda, effettuata dal management, sia esso di provenienza dell'azienda stessa (in questo caso avremo un vero e proprio MBO) sia di aziende terze (in questo caso l'operazione si definisce di *management buy-in*, MBI). Trattandosi di investimenti nel capitale di rischio da parte del management a sua volta supportato da operatori finanziari specializzati che investono assieme a questo (e spesso più di questo) nel capitale delle aziende stesse, le operazioni di *management buy-out* vengono a ragione

fatte rientrare tra le attività di *Venture Capital*.

Le operazioni di *management buy-out*, inoltre, contribuiscono a creare una nuova imprenditorialità diffusa e altamente professionale (7) che altrimenti non avrebbe le risorse finanziarie per esprimersi e contribuire ad allargare e rafforzare il tessuto imprenditoriale presente nel sistema economico.

Basti pensare come, anche nel nostro Paese, molte aziende non hanno saputo avanzare nel loro processo di sviluppo proprio per l'assenza di un ricambio generazionale che fornisse risorse umane qualificate e competenti. In questi casi, la vendita a un management esperto e capace avrebbe certamente portato notevoli benefici anche per quanto riguarda il mantenimento di numerosi posti di lavoro, altrimenti minacciati dal rischio di una cattiva o non professionale gestione.

È bene sottolineare sin da subito che MBO non è un sinonimo di *leveraged buy-out* (LBO), anche se spesso i due termini vengono confusi.

Leveraged buy-out, nella sua accezione più generale anche se scientificamente meno rigorosa, è una qualsiasi acquisizione di una società o di beni aziendali, quindi non necessariamente fatta dal management, effettuata ricorrendo in misura prevalente a capitale di terzi, in genere istituti bancari, e limitando la partecipazione finanziaria del compratore (8). Tali capitali dovranno essere rimborsati attraverso i flussi di cassa attivi prodotti

dall'attività operativa della società stessa o dalla cessione di parte dei beni acquisiti (9).

La caratteristica peculiare di queste operazioni sta nel fatto che si verificano contemporaneamente due ordini di eventi: da un lato un cambiamento di proprietà, e in questo senso si tratta di una semplicissima acquisizione, dall'altro una completa ristrutturazione delle passività della società oggetto della cessione (10).

Il fatto che MBO e LBO vengano spesso confusi tra loro deriva probabilmente dalla considerazione che, avendo generalmente il management risorse finanziarie limitate, per perfezionare una operazione di MBO questo debba quasi sempre ricorrere alla tecnica finanziaria del leveraged buy out.

In questi casi, tuttavia, è necessario, al fine di non fare confusione, parlare di *management leveraged buy-out* (MLBO).

L'elemento essenziale di una operazione di MBO è quindi il nuovo soggetto imprenditoriale, non la leva finanziaria che può anche mancare completamente come nel caso delle società acquistate dal management a seguito di una procedura concorsuale.

Un'ulteriore categoria che viene spesso menzionata all'interno della categoria buy-out è quella dei cosiddetti *family buy-out*, cioè dell'assunzione della maggioranza da parte di alcuni membri della famiglia proprietaria.

Anche in questo caso, come nel *replacement capital*, si tratta di sostituire quella parte dell'azionaria-

to che non è più interessata a proseguire l'attività aziendale; solo che, invece dell'operatore finanziario specializzato, a sostituire i soci disinteressati sono quelli che intendono proseguire l'attività di famiglia. Anche in questo caso, l'acquisto può (non deve) essere effettuato con la tecnica del leveraged buy-out, dando vita a una operazione di *family leveraged buy-out* (FLBO).

Nella pratica, comunque, raramente le distinzioni sono così nette e può accadere che una singola operazione veda contemporaneamente l'uscita dei soci non interessati, l'entrata dei managers (magari alcuni provenienti dalla società stessa e altri da società terze), l'entrata dell'investitore specializzato con una quota di minoranza e un contestuale aumento della quota detenuta da quella parte della proprietà interessata a proseguire l'attività di famiglia. Il tutto può essere fatto con, senza o con un ricorso parziale alla leva finanziaria.

È quindi difficile classificare con precisione queste operazioni e non a caso le statistiche a esse relative sono difficoltose da elaborare e, a volte, i loro risultati risultano approssimati.

A confermare l'importanza del fenomeno sta comunque il fatto che, a livello europeo, le operazioni che l'EVCA classifica come buy-out sono state il 44.8 per cento del totale delle operazioni di Venture Capital effettuate nel 1990 e il 36.8 per cento del totale 1991. Le operazioni di buy-out rappresentano quindi la seconda categoria, in ter-

mini di ammontare investito, dopo quelle di *expansion financing*.

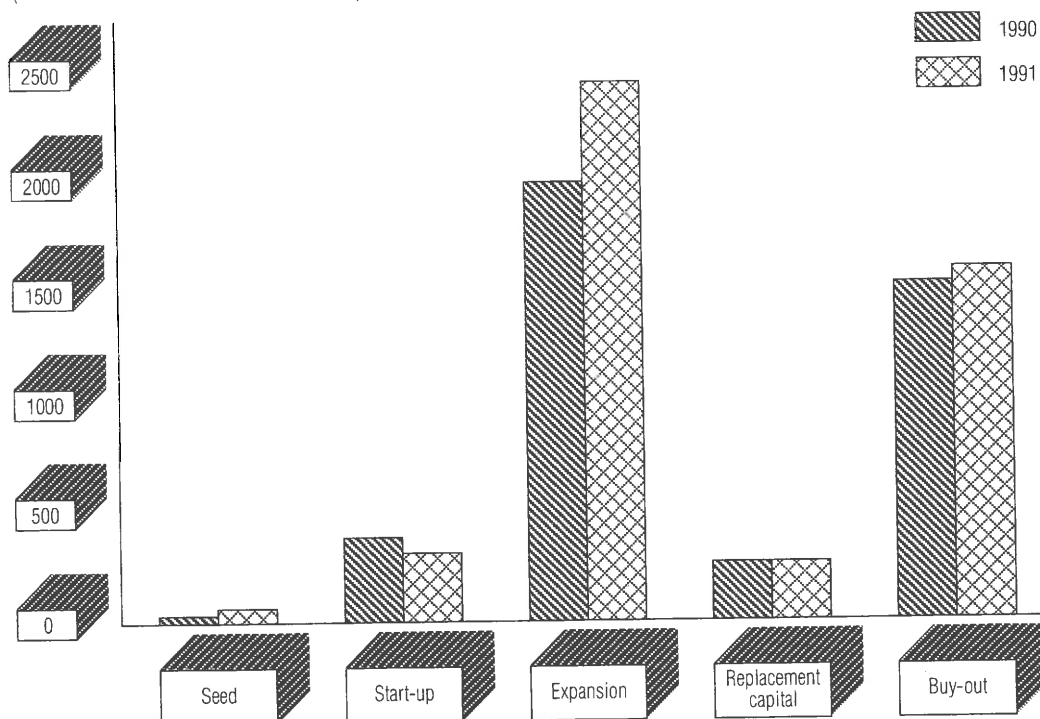
Chi, a questo punto, considerasse ancora l'attività di Venture Capital legata al finanziamento di piccole imprese innovative in settori ad alto contenuto tecnologico, dovrà necessariamente rivedere le proprie posizioni in quanto, come abbiamo visto, «seed financing», «start-up» e «first stage financing» rappresentano meno del 10 per cento dell'attività di Venture Capital a livello europeo mentre «expansion financing» e «buy-out» rappresentano da soli circa l'80 per cento del totale delle risorse inve-

stite. Detta proporzione tende a essere riprodotta in modo più o meno simile anche nelle singole realtà nazionali, compresa l'Italia (Figura 1).

CLUSTER VENTURE

Un'altra tipologia di intervento non ancora recepita a livello di classificazioni ufficiali da parte delle associazioni di categoria, ma che rappresenta per gli operatori del settore uno degli sviluppi più importanti dell'attività di investimento nel capitale di rischio, è quella definita di *cluster venture*.

Fig. 1 - Europa: distribuzione degli investimenti
(valori in miliardi di Ecu)



Fonte: EVCA Yearbook, 1992

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.

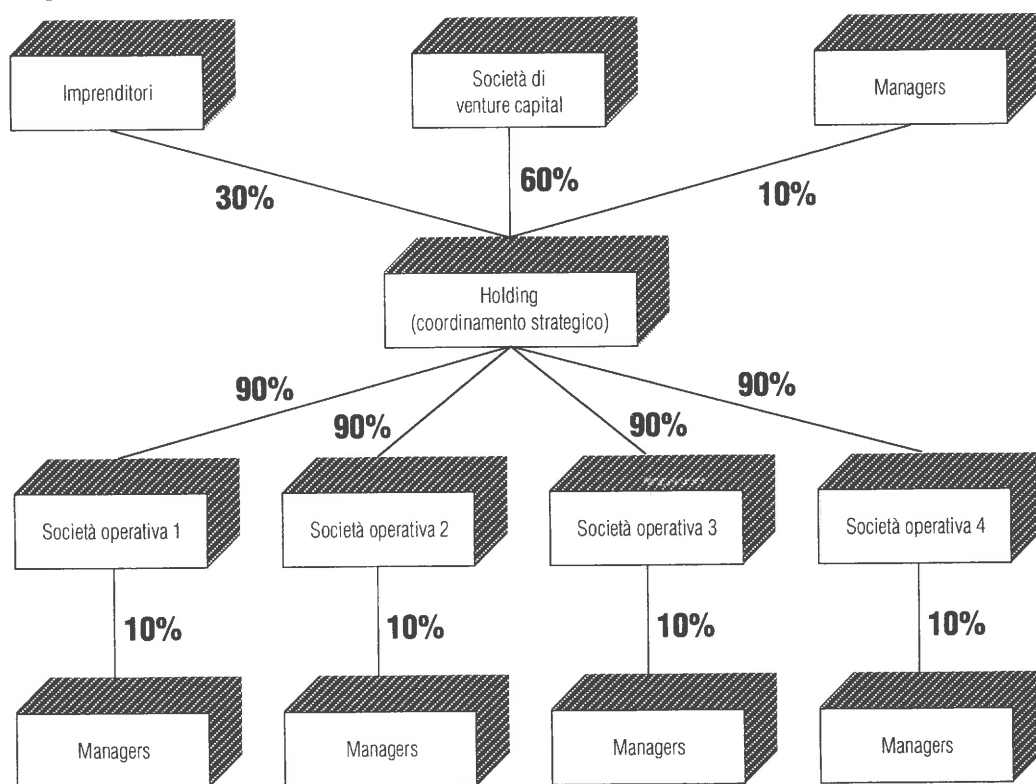
La proprietà delle aziende viene concentrata in una holding che svolge un ruolo di coordinamento strategico e la cui maggioranza è detenuta da una o più società di investimento spesso assieme ad altri imprenditori o al management. Una possibile struttura di cluster

venture è quella descritta nella Figura 2.

Il senso di questa metodologia di investimento consiste nella possibilità di 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 e operativa (11).

Come abbiamo visto, anche il cluster venture è quasi sempre basato sul coinvolgimento dei managers

Fig. 2 - La struttura del cluster venture



nell'azionariato del gruppo e in questo senso può essere classificato come una estensione del concetto di MBO.

In contesti economici caratterizzati da una elevata frammentazione della struttura industriale, come è il caso dell'Italia, detta tipologia di intervento è estremamente utile e vantaggiosa in quanto consente il raggiungimento delle economie di scala e delle professionalità indispensabili per sopravvivere in un contesto economico e finanziario sempre più competitivo e instabile, pur mantenendo e garantendo la necessaria flessibilità operativa e l'indipendenza tipica delle piccole aziende.

Non è possibile, al momento, conoscere l'incidenza statistica di questo tipo di operazioni in quanto vengono classificate all'interno di altre categorie. È bene comunque separarle dal punto di vista concettuale anche perché, come vedremo in seguito, probabilmente rappresenteranno uno dei principali filoni di sviluppo dell'attività di Venture Capital nel nostro Paese.

EARN-OUT

Un'ultima sotto-categoria di operazioni che è bene citare separatamente è quella che prende in considerazione le operazioni perfezionate in base a specifici accordi, chiamati di *earn-out*, tra compratore e venditore.

In termini generali, l'accordo di *earn-out* può essere definito come una struttura di pagamento che subordina il regolamento del prezzo

e/o la definizione del suo ammontare al raggiungimento di alcuni obiettivi prefissati di comune accordo tra compratore e venditore (12). Trattandosi quindi di una modalità tecnica attraverso la quale definire il pagamento del prezzo, è evidente e giustificabile il perché di una sua non separazione o specifica identificazione a livello di dati statistici. Tuttavia, anche in questo caso, si ritiene opportuno tenere distinta la logica che informa dette operazioni, in quanto destinate a nostro avviso a prendere sempre più piede negli interventi di Venture Capital che si effettueranno in Italia.

L'accordo di *earn-out* può infatti risolvere in modo estremamente efficace situazioni di pesante diversità in termini di valutazione tra il venditore e il compratore, in particolare quando il compratore è una società finanziaria. Specialmente in momenti economici difficili come quelli attuali, infatti, possono esserci difficoltà, da parte del partner finanziario che entra nel capitale, a capire e conseguentemente a valorizzare le capacità di sviluppo futuro dell'azienda. Di converso, per il venditore potrebbe essere penalizzante una logica di valorizzazione basata esclusivamente sui risultati economico-finanziari e in particolare reddituali ottenuti in periodi di generale difficoltà.

Subordinare la valorizzazione della società e quindi l'ammontare del prezzo da pagare, o parte di quest'ultimo, al raggiungimento di determinati obiettivi fissati di comune accordo tra compratore e venditore può essere una valida soluzione.

VENTURE CAPITAL IN ITALIA

Dopo aver trattato le principali metodologie di investimento tipiche dell'attività di Venture Capital e le loro caratteristiche essenziali, passiamo ora a vedere come queste mutano nel tempo, adattandosi e modellandosi in funzione delle diverse situazioni e dei diversi stadi di sviluppo economico, sociale e industriale. Per approfondire questo aspetto, faremo riferimento principalmente alla situazione italiana. Infatti, se si vuole in qualche modo affrontare la problematica dell'evoluzione degli interventi nel capitale di rischio, bisogna necessariamente partire dalle caratteristiche specifiche del tessuto industriale, economico e sociale nel quale questi vengono effettuati.

IL SISTEMA INDUSTRIALE

La struttura industriale italiana è caratterizzata da una elevatissima presenza di imprese di piccola e media dimensione. Le imprese con meno di 100 addetti rappresentano in termini occupazionali più del 55 per cento del totale della forza lavoro disponibile. Di queste, il 66 per cento risulta concentrato nei settori chiave del nostro tessuto produttivo: tessile, abbigliamento, calzature, legno e mobili, pelle e cuoio. Le imprese appartenenti ai settori tradizionali, che costituiscono la nostra punta di diamante nell'interscambio con l'estero, sono

arrivate a impiegare circa il 40 per cento della forza lavoro.

I settori meno tradizionali e datori netti di tecnologia, si pensi all'industria elettronica o a quella delle macchine per ufficio, accusano pesanti *deficit* nell'interscambio con l'estero e detengono quote di mercato marginali rispetto al totale delle esportazioni dei Paesi Ocse, segno del fatto che la pur maggiore dimensione non è, in questi settori, ancora sufficiente per competere alla pari con le imprese che hanno sede nei maggiori paesi industrializzati.

Queste poche considerazioni ci inducono a sottolineare le incertezze con le quali il sistema industriale italiano si appresta ad affrontare i prossimi anni, che saranno probabilmente molto difficili.

In una fase di sempre crescente competizione e internazionalizzazione dei mercati mondiali, la piccola e media impresa si è trovata, e si troverà sempre di più, ad affrontare un ambiente ostile e quelli che fino ad oggi sono stati i fattori chiave sui quali queste imprese hanno costruito il loro successo tenderanno a cambiare radicalmente.

L'Italia, nel suo insieme, rimane quindi fortemente sbilanciata in quei settori in cui la domanda mondiale è complessivamente più lenta e l'elasticità di prezzo è più forte. Le prospettive relative a questo tipo di settori, dove l'attività delle imprese italiane di medie dimensioni produttrici di beni di consumo ha in passato prodotto ottimi risultati, sono purtroppo non molto favorevoli in quanto caratterizzate da una bassa potenzia-

lità di sviluppo atteso e da una notevole esposizione alle minacce provenienti dai concorrenti stranieri industrialmente in fase di crescita.

Questi ultimi, oltre a poter contare su notevoli vantaggi in termini di bassi costi della manodopera, spesso non devono neppure scontrarsi contro efficienti barriere all'entrata.

Il carente posizionamento nei settori ad avanzata tecnologia deriva, tra gli altri fattori, anche da una cronica carenza organizzativa e distributiva, da una bassa propensione alla ricerca e sviluppo e dal perdurare di livelli insufficienti per quanto riguarda l'assistenza e il servizio al cliente: ciò pone la nostra attività estera in posizione marginale rispetto alla concorrenza dei Paesi industrialmente più evoluti.

Tale situazione non è certo facile da affrontare, comporta continue rincorse tecnologiche e una costante attenzione ai costi di produzione che, in un mercato come quello italiano, dominato da tendenze inflazionistiche più consistenti rispetto agli altri paesi europei e da squilibri economico-produttivi più accentuati, rappresentano un elemento di precarietà in grado di condizionare negativamente la capacità dell'impresa italiana di fronteggiare le future pressioni competitive.

Il processo di internazionalizzazione, se può essere stimolante e denso di opportunità per alcuni, rappresenta di fatto una considerevole minaccia per quelle aziende che non saranno in grado di soddisfare

i requisiti dimensionali, strategici, tecnici, commerciali e operativi imposti dal nuovo scenario competitivo.

Ciò significa che, nel giro di pochi anni, molte imprese di medie dimensioni abituate a operare prevalentemente sul mercato domestico si troveranno a competere direttamente con i colossi europei e mondiali. Per chi non sarà in grado di farlo, sarà necessario valutare attentamente diverse alternative, compresa eventualmente quella della cessione totale o parziale dell'azienda a chi, per caratteristiche dimensionali o strategiche, è in grado di consentire la sopravvivenza dell'azienda stessa.

Se a questo aggiungiamo il fatto che molte delle nostre imprese sono nate attorno agli anni Cinquanta, non è difficile pensare che nei prossimi anni molte di queste si troveranno a dovere affrontare il delicato problema del ricambio generazionale. Anche in questo senso sarà assolutamente necessario, al fine di mantenere e migliorare l'efficienza e la competitività delle aziende stesse, che detti cambiamenti avvengano tenendo principalmente in considerazione criteri di razionalità, efficienza e competenza professionale e manageriale.

FUSIONI E ACQUISIZIONI

Uno degli indicatori più evidenti di quello che potrebbe essere definito un processo di razionalizzazione della struttura industriale, non solo italiana ma quanto meno europea, è lo sviluppo dell'attività

di *Mergers and Acquisitions*. La grande maggioranza di queste operazioni ha infatti riguardato imprese di media dimensione: la spiegazione può essere trovata nelle difficoltà che queste hanno nel soddisfare autonomamente quelle esigenze di razionalizzazione, innovazione e successivo sviluppo che, come abbiamo visto, rappresentano una indilazionabile necessità per il nostro tessuto industriale. Un grande numero di imprenditori ha così ritenuto opportuno cedere il controllo della propria azienda ad acquirenti che fossero in grado di affrontare con maggiore sicurezza le sfide provenienti dall'aumento della concorrenza e dall'espansione dei mercati.

Considerato questo scenario generale, è facile capire come l'attività di investimento nel capitale di rischio possa essersi estesa anche in Italia nonché prevederne un sempre maggiore sviluppo. Gli interventi di Venture Capital hanno infatti rappresentato per molte aziende una valida ed efficace alternativa alla scomparsa dal mercato o alla cessione a gruppi aziendali più consolidati.

Anche in Italia, seppure con un notevole ritardo rispetto ai paesi industrialmente più evoluti, detta attività si è quindi finalmente sviluppata e comincia a essere opportunamente considerata anche dalla classe imprenditoriale locale.

A parte gli interventi di seed financing e di start-up che, nonostante il buon incremento registrato nel 1991, in Italia stentano a prendere piede anche per la carenza di ope-

ratori specializzati e di adeguati incentivi di carattere fiscale, gli interventi di expansion financing e di buy-out, invece, sono notevolmente aumentati portando l'Italia, come abbiamo visto, al quarto posto nella classifica europea (Figura 3). Nonostante la presenza di alcune barriere culturali e informative, è interessante notare il significativo sviluppo delle operazioni di buy-out a dimostrazione che queste, se ben gestite e strutturate, cioè tenendo in primaria considerazione le esigenze strategiche e di sviluppo delle società, rappresentano indubbiamente una valida risposta a quel processo di rinnovamento della struttura imprenditoriale che, come abbiamo visto, è di estrema importanza per l'avvenire economico industriale italiano.

Nel settore dei buy-out è positivo prendere atto che in Italia si sono sviluppate in tempi abbastanza brevi numerose società di investimento specializzate in questo genere di operazioni e soprattutto che molte di queste società hanno saputo ben coniugare le conoscenze derivanti dalle esperienze straniere con le caratteristiche socio-culturali ed economiche del nostro Paese. Questa considerazione vale anche e soprattutto nel caso delle operazioni condotte attraverso la tecnica del leveraged buy-out, dove le valutazioni di carattere industriale e strategico hanno in genere prevalso su quelle di carattere finanziario. Si ritiene quindi probabile che, nonostante alcune difficoltà che queste operazioni potranno incontrare a causa delle nuove

evoluzioni normative e soprattutto dell'instabile andamento dei tassi di interesse, esse continueranno a svilupparsi, vista la loro alta attitudine a soddisfare e risolvere efficacemente le esigenze delle nostre medie e piccole imprese e della nostra classe imprenditoriale, con particolare riferimento alle problematiche connesse alla fase di ricambio generazionale.

Gli interventi di expansion financing continueranno probabilmente a rappresentare una larga parte delle operazioni di investimento nel nostro Paese ma richiederanno un sempre maggiore coinvolgi-

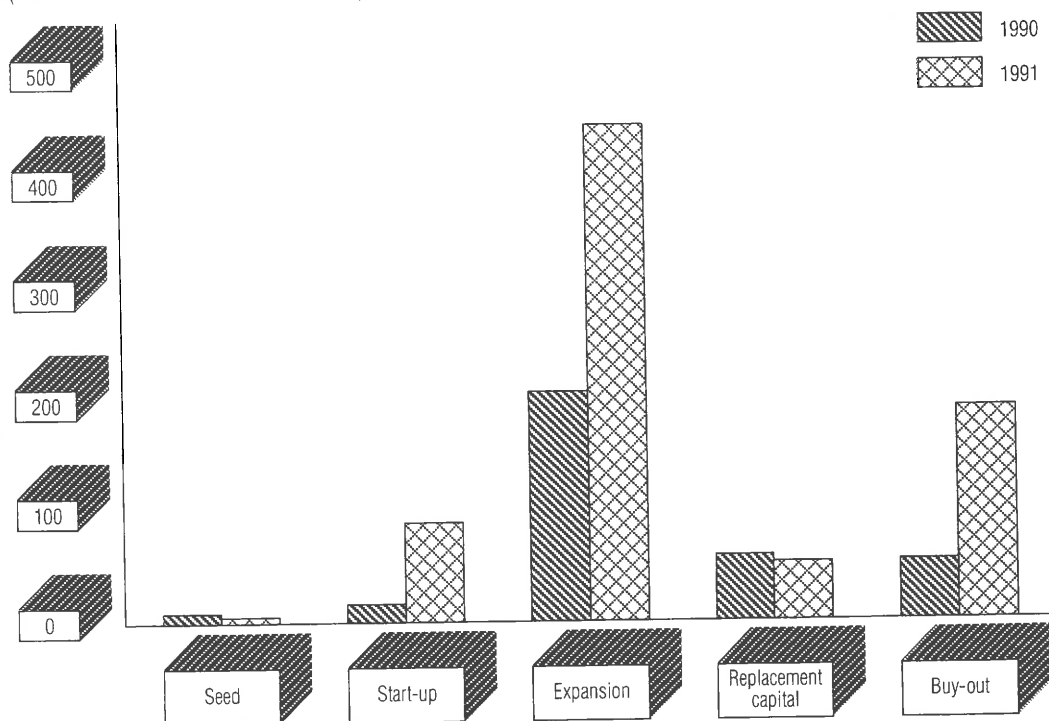
mento industriale da parte dell'investitore finanziario che dovrà fare in modo di supportare efficacemente, e non solo finanziariamente, l'espansione delle imprese sia a livello di mercati (internazionalizzazione) che di innovazione e aggiornamento produttivo, da ricercare anche attraverso acquisizioni di altre società in Italia o all'estero.

La quotazione in borsa rappresenterebbe in molti casi il traguardo ideale per questo genere di investimenti.

Tuttavia, data l'attuale situazione della borsa nel nostro Paese, e non

Fig. 3 - La ripartizione degli investimenti in Italia

(valori in miliardi di Lire)



Fonte: EVCA Yearbook, 1992

solo nel nostro, detto obiettivo è al momento accantonato sia da parte degli imprenditori che da parte degli investitori.

In alcuni casi, gli operatori più dinamici e professionalmente più strutturati potranno pensare a quotazioni in borse estere come, per esempio, quelle degli Stati Uniti. Le competenze necessarie per effettuare con successo una quotazione di una azienda italiana all'estero, tuttavia, sono molte e non tutti gli operatori sono in grado di fornire un servizio adeguato.

Le considerazioni fatte riguardo alla struttura industriale italiana dovrebbero fare facilmente capire come, forse più che in altri Paesi, in Italia si siano potute sviluppare, in questi ultimi anni, alcune interessanti iniziative di cluster venture effettuate prevalentemente dai fondi chiusi esteri.

In alcuni casi, dette operazioni, chiamate anche «poli industriali», hanno visto coinvolte molte aziende operanti in settori omogenei o limitrofi. Una importante operazione condotta alla fine del 1992 nel settore della logistica distribuita integrata, per esempio, ha portato alla nascita di un «polo» di oltre 20 società. Questa operazione ha permesso di raggiungere due obiettivi: dar vita all'azienda leader nel settore in Italia e consentire il raggiungimento di una dimensione più consona a fronteggiare efficacemente la concorrenza a livello internazionale.

Anche gli accordi di earn-out iniziano, seppure lentamente, a entrare quantomeno nel lessico degli

operatori del settore. Tuttavia, a causa delle notevoli complessità di natura tecnico-giuridica e della carenza di professionisti esperti in questo campo in grado di supportare le parti nella strutturazione dei complicati meccanismi che li regolano, sono pochi i casi di operazioni completamente concluse.

Anche questo genere di accordi è comunque destinato a crescere in quanto la diversità di vedute in termini di valutazione tra venditore e acquirente in periodi di ciclo economico negativo risulta essere, come abbiamo visto, ancora più accentuata. In Italia tale diversità di vedute ha origine in metodologie valutative disomogenee ed è ulteriormente esasperata dall'approccio di stampo patrimoniale adottato da molti imprenditori, contrapposto alla logica di carattere reddituale e finanziario necessariamente utilizzata dagli investitori.

È chiaro che, in momenti di scarsa redditività dovuta anche a fattori economico-congiunturali, le valutazioni effettuate sulla base dei due approcci tendono inevitabilmente ad allontanarsi. In questi casi, come abbiamo detto, l'accordo di earn-out può essere una efficace soluzione.

Un'altra modalità di intervento scarsamente utilizzata fino a oggi dagli investitori finanziari operanti in Italia, ma destinata inevitabilmente a prendere piede, è quella del *turnaround financing*.

Basta parlare con un qualsiasi professionista che si occupi di problematiche societarie per rendersi

conto di come siano aumentate in questi ultimi periodi le procedure concorsuali e, in generale, le situazioni pre-fallimentari.

Sebbene dietro alle tensioni finanziarie si nascondano quasi sempre errori di natura strategica e industriale, è indubbio che, in momenti economici come quello che stiamo attraversando, alcune aziende, che versano in queste condizioni, siano strutturalmente sane ma non riescano nel breve periodo a sostenere il momento di crisi o ad attuare gli interventi correttivi necessari.

In questi casi, un intervento di turnaround financing può essere estremamente opportuno e potenzialmente profittevole sia per l'azienda che per l'investitore che lo effettua. Al momento, come abbiamo detto, l'esperienza degli operatori finanziari in questo genere di interventi è abbastanza scarsa, poiché essi si sono dedicati principalmente a investire in situazioni di sviluppo e comunque tendenzialmente consolidate. Si ritiene sia opportuno, anche nell'interesse degli operatori stessi, che dette capacità vengano sviluppate al più presto, magari attraverso alleanze o partnership con managers o imprenditori che già hanno sviluppato adeguate competenze nell'affrontare questo genere di situazioni. Inutile dire che, anche dal punto di vista sociale e produttivo, sarebbe estremamente opportuno che gli interventi di turnaround financing venissero presi in sempre maggiore considerazione e magari incentivati o agevolati.

IL RUOLO DEGLI OPERATORI

Da quanto abbiamo detto, dovrebbe apparire evidente che, in ultima analisi, il successo dell'attività di investimento in capitale di rischio e quindi gli effetti che questa avrà nello sviluppo delle imprese italiane sono principalmente legati alla qualità, competenza e professionalità degli operatori che si impegnano e si impegneranno in questo difficile campo. In particolare, ciò che deve essere sempre sottolineato è che detta attività richiede, da parte di chi la svolge, competenze estremamente eterogenee e sicuramente non limitate a quelle di carattere finanziario.

Nell'attuale fase di rallentamento economico, questa puntualizzazione è ancora più importante di quanto non lo sia stata in passato. Abbiamo visto come stiano aumentando le possibilità di investimento dove l'intervento dell'operatore specializzato deve essere principalmente di tipo industriale e manageriale mentre l'aspetto finanziario, per quanto importante, è subordinato e conseguente.

L'integrazione tra l'analisi industriale e quella finanziaria, la corretta comprensione delle strategie di sviluppo aziendale, la profonda conoscenza dei mercati, spesso diversissimi tra loro, nei quali vengono effettuati gli investimenti e, elemento forse più importante, la capacità di valutare e accrescere le capacità imprenditoriali e professionali delle risorse umane direttamente impegnate nell'attività produttiva e di sviluppo, rappresenta-

no solo alcuni degli aspetti più critici e di difficile soluzione.

Mettere assieme risorse e competenze così eterogenee non è e non sarà semplice, ma è su questo terreno, quello dell'integrazione delle competenze industriali e finanziarie, che si giocherà il successo o l'insuccesso degli operatori del settore.

In questo senso, saranno ovviamente avvantaggiati quegli operatori che possono già vantare una notevole esperienza nel settore e una comprovata capacità di affrontare le problematiche sopramenzionate.

Affidabilità, professionalità, solidità, esperienza specifica, profonda conoscenza della realtà economica e imprenditoriale locale e capacità di affrontare e risolvere i problemi su scala internazionale saranno i mattoni con i quali costruire il futuro successo di questo importante settore.

Note

(1) All'AIFI sono iscritti oltre quaranta operatori che al 31 gennaio 1990 avevano un patrimonio netto complessivo di oltre 4.500 miliardi di lire e stavano gestendo 375 operazioni di investimento nel capitale di rischio.

(2) EVCA, 1992 EVCA Yearbook

(3) Per una interessante disamina dello sviluppo dell'attività di Venture Capital si veda, tra gli altri, W.D. Bygrave - J.A. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, 1992.

(4) Alcune definizioni ufficiali di Venture Capital sono fornite in AIFI (a cura di), *Capitale per lo sviluppo*, il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1990.

(5) Cfr. S.E. Pratt, *How to Rise Venture Capital*, Charles Scribner's Sons, New York, 1970.

(6) Alcune di queste definizioni sono state tratte dalla pubblicazione dell'AIFI, *Capitale per lo Sviluppo*, op. cit.

(7) Questo aspetto del MBO è esaminato da M.C. Ferrario, *Management buy-out*, Isedi, Milano, 1991.

(8) Cfr. F. Sattin - P. D'Anzi, *Le operazioni di leveraged*

buy-out: esperienze internazionali e realtà italiana, in *Amministrazione e Finanza*, n. 20/88.

(9) Per una disamina degli aspetti giuridici delle operazioni di leveraged buy-out in Italia si veda S. Calvello, *Leveraged buy-out*, in *«Contratto e Impresa»*, 3/90.

(10) F. Sattin - P. D'Anzi, op. cit.

(11) Cfr. F. Sattin, *Costellazioni di imprese*, in *«Amministrazione e Finanza»*, n. 22/91.

(12) F. Sattin, *Gli accordi di earn-out*, in *«Amministrazione e Finanza»*, n. 21/87.