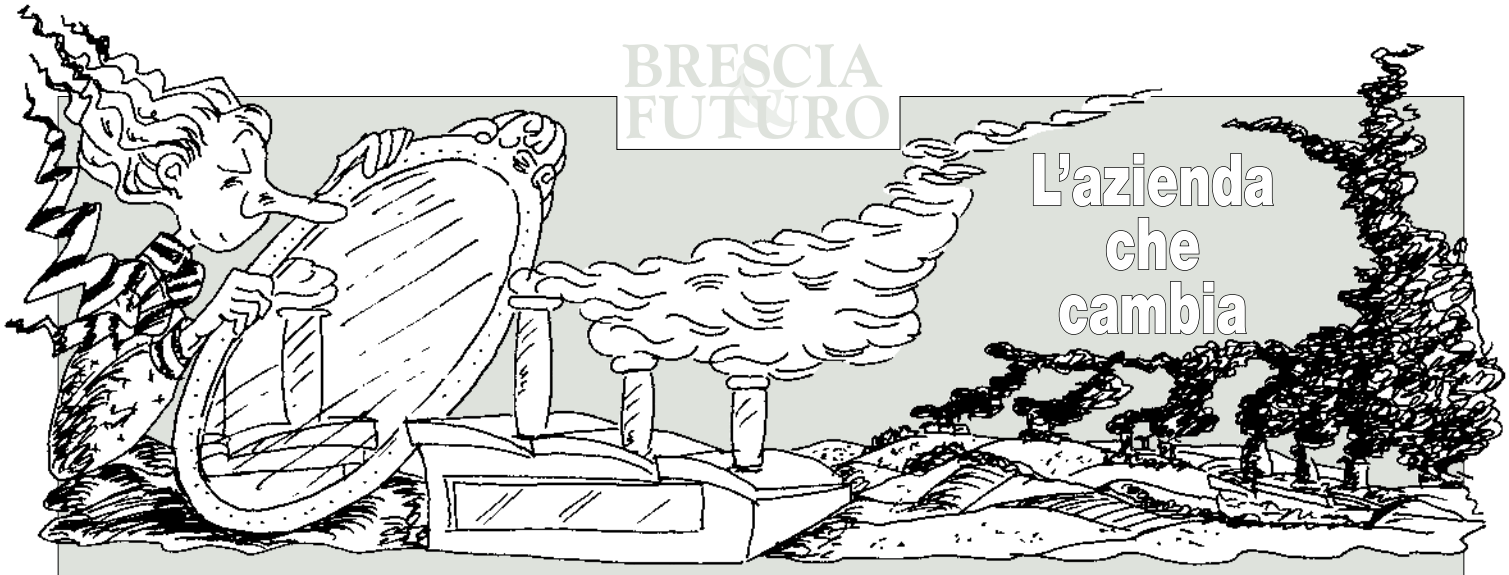


Le imprese italiane tra declino e rilancio, analisi e ricerca di vie d'uscita: eccone una

I «soci temporanei» per dare linfa all'azienda

di Federico Venturi

Il dibattito sulla situazione delle imprese Italiane, e, per quanto ci riguarda, su quelle Bresciane è al culmine. C'è chi è ottimista (la minoranza) e vede questa crisi strutturale come foriera di una possibile rinascita dei più virtuosi; c'è chi, più pessimisticamente, parla di declino inesorabile; c'è chi, forse più realisticamente, distingue tra settori con margine di crescita e settori destinati invece a perdere sempre più terreno, ulteriormente individuando imprese ed imprenditori con vantaggi comparati ed altre imprese o imprenditori "decotti".

Le cause di crisi che vengono individuate sono le più varie: sottodimensionamento e sottocapitalizzazione delle imprese italiane, carenza di formazione e competenze a tutti i livelli, sistema Paese inefficiente, cambio generazionale, incapacità di evoluzione in settori più adeguati alla nostra struttura economica e sociale. Vero è che è imperativo trovare delle leve che migliorino le capacità concorrenziali e, a mio avviso, è necessario scrollarsi di dosso le false certezze del "... abbiamo fatto così in passato, continueremo a fare così..." o ".. piccolo è bello.." o "... non siamo mica americani..." o assurdi nazionalismi a difesa delle acquisizioni operate da imprese estere o altri luoghi comuni e ricette preconfezionate che oggi non hanno più senso. Su

Federico Venturi

un giornale leggevo un commento che condivido: "...L'accresciuta concorrenza internazionale costringe a scegliere tra due politiche: un protezionismo suicida o un passaggio a segmenti più elevati di valore aggiunto, una difesa di manifatture indifendibili o un abbraccio dell'industria della conoscenza". E' proprio "sull'industria della conoscenza" che dobbiamo, a mio avviso, puntare, sempre e a tutti i livelli, dall'operaio ai managers ed imprenditori. Sforzarsi, oserei dire sacrificarsi, investire tempo e denaro per conoscere tecniche e strumenti industriali, aziendali e finanziari nuovi, lingue, integrazioni tecnologiche ed informatiche. Allargare, in sostanza, il proprio panorama di opportunità e scelte, al fine di trovare la ricetta adeguata alla propria situazione. Tra queste tecniche, leve, opportunità, che gli imprenditori ed i managers, anche delle piccole e medie imprese, devono acquisire ed approfondire, vi è anche la conoscenza delle opportunità di crescita aziendale mediante il cosiddetto investimento nel capitale di rischio, cioè l'apporto di risorse finanziarie (e non solo) da parte di operatori specializzati sotto forma di partecipazione al capitale azionario, di norma di minoranza, delle imprese. Questi investitori istituzionali diventano quindi *soci temporanei* degli imprenditori tradizionali, con l'obbiettivo poi di ricedere, nel medio termine, la partecipazione acquisita realizzando un guadagno "capital gain" (ciò pre-

suppone, ovviamente, la creazione di valore all'interno dell'azienda). Questa attività di rilevazione temporanea di partecipazioni viene definita "venture capital" o "private equity". Molte volte questi due termini vengono usati come sinonimi, ma il venture capital tradizionale è l'ingresso nelle imprese in fase iniziale di sviluppo (start up), mentre il private equity è l'ingresso nelle imprese già ben avviate.

Il "mondo" del capitale di rischio ha diversi attori a diversi livelli:

gli investitori istituzionali (banche, assicurazioni, fondi pensione, fondazioni ecc.) che normalmente operano tramite fondi chiusi che, a loro volta, costituiscono società di venture capital o private equity.

Il fondo chiuso è uno strumento finanziario che, raccolti i capitali presso gli investitori istituzionali, lo investe nelle imprese target (imprese non quotate) ad alto potenziale di sviluppo, per poi, come già indicato, cedere le partecipazioni nel medio periodo, e realizzare il capital gain. *I fondi chiusi* si chiamano così in quanto non è concesso ai sottoscrittori delle quote di uscire in qualsiasi momento, nè è consentito a nuovi sottoscrittori di entrare in qualsiasi momento, garantendo così al gestore del fondo la disponibilità programmata di risorse per il periodo necessario agli investimenti di cui stiamo parlando.

Altri investitori particolari sono i cosiddetti "business angels", ex imprenditori o managers dotati di ottima padronanza del settore, competenze di una buona rete di conoscenze, che, viste le limitate disponibilità finanziarie, di solito investono in imprese all'inizio della loro attività "start up".

Le operazioni di private equity, poi, sono di diverso tipo (mi scuso per l'inglese, ma in questo campo è "inevitabile"):

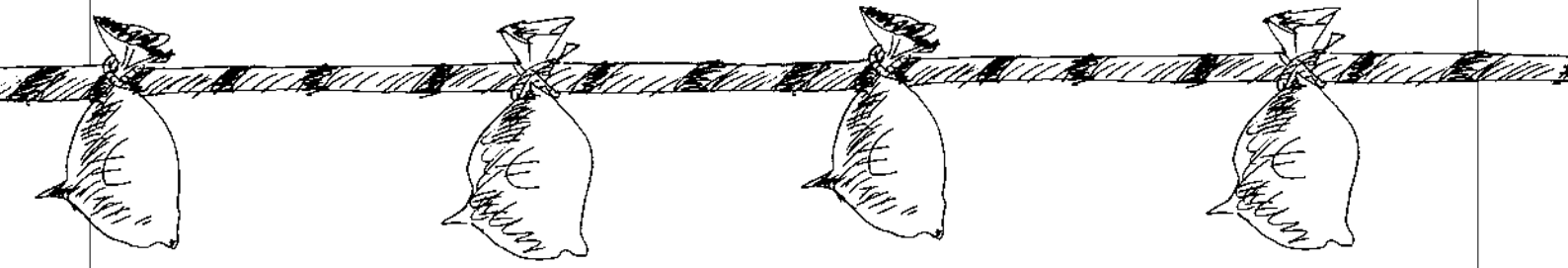
operazioni di "seed financing e start up" quando ci si riferisce ad investimenti nella prima fase di sviluppo, *di "expansion financing"* quando l'investimento è indirizzato ad imprese di successo, che hanno ottime prospettive di espansione produttiva e commerciale, ma gli imprenditori, da soli, hanno vincoli finanziari, manageriali e limiti di competenze collaterali al core-business, hanno limitata volontà di integrazione con altre imprese dello stesso settore. Carenze tali che, solo l'apporto di capitale, know-how, e forse, soprattutto, mentalità aperta alla crescita dell'investitore nel capitale di rischio (detto anche venture capitalist) possono far superare. Sulle operazioni di exapansion financing tornerò poi, in quanto sono quelle che a mio avviso potrebbero aiutare molte imprese ottime oggi a "mantenersi in forma" anche in futuro. Operazioni di "replacement capital e family buy out", dove l'investitore di capitale di rischio, entra in quelle situazioni ove serve una mano a sostituire soci terzi e della famiglia, che se ne vogliono uscire dall'impresa. In questi casi la cessione della quota ad un socio esterno e "professionale" aiuta ad effettuare l'operazione senza squilibri finanziari per l'impresa. Inoltre, è spesso l'investitore di private equity che aiuta nella fase negoziale di uscita del socio che talvolta rimane "invischiata" in situazioni di "empasse". Abbiamo poi le operazioni di "management buy-out", situazioni in cui la proprietà non vuole o non è più in grado di gestire l'impresa o alcuni rami di essa, ed invece il management dell'impresa crede nel business e ha le competenze per svilupparlo ulteriormente. In questo caso il "venture capitalist" aiuta l'operazione, fornendo ai manager le risorse (finanziarie e di altro tipo) necessarie per l'acquisizione.

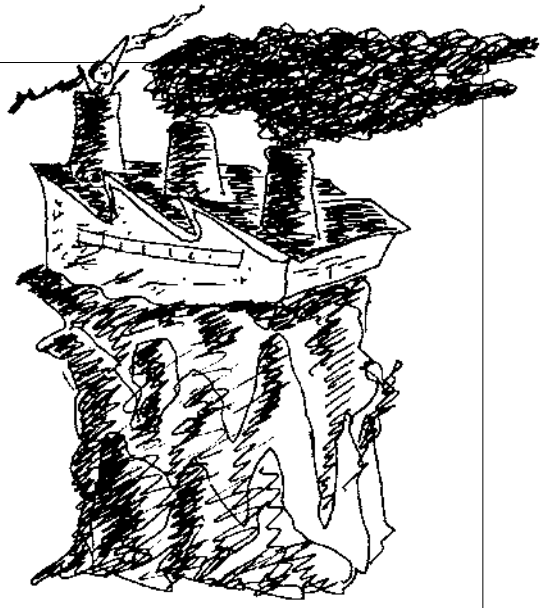
Vi sono poi le operazioni di "turnaround financing", dove il capitale di rischio entra nelle imprese in crisi, prima che la crisi diventi patologicamente irrecuperabile, e, ovviamente, nei casi in cui l'investitore ritiene

che, con una gestione differente, si possa uscirne (normalmente in questi casi il nuovo socio venture capitalist vuole acquisire la maggioranza delle quote, in modo da poter decidere le strategie di rilancio in autonomia). Nell'ambito degli investimenti in società in crisi, ahimè molto attuale, mancano in Italia dei fondi d'investimento specializzati. Tale carenza è dovuta, tra l'altro, ad ulteriori rischi in operazioni del genere esistenti nel nostro Paese, rispetto ad altre Nazioni, connessi all'attuale normativa fallimentare (rischi di revocatoria ecc.). Come già rilevato, obiettivo del nuovo socio è ottenere una remunerazione dall'ingresso (normalmente di minoranza) nel capitale dell'impresa. L'ingresso avviene mediante diverse forme tecniche: Equity (ingresso nel capitale), prestito obbligazionario convertibile (remunerazione finanziaria e poi ingresso nel capitale a rapporti di cambio prestabiliti), finanziamento mezzanino (mezzanine financing) che rappresenta un finanziamento in parte a tasso fisso ed in parte a tasso "agganciato" alle performances dell'azienda, debiti subordinati e postergati ecc. Spesso, l'investimento avviene mediante un mix dei diversi strumenti citati.

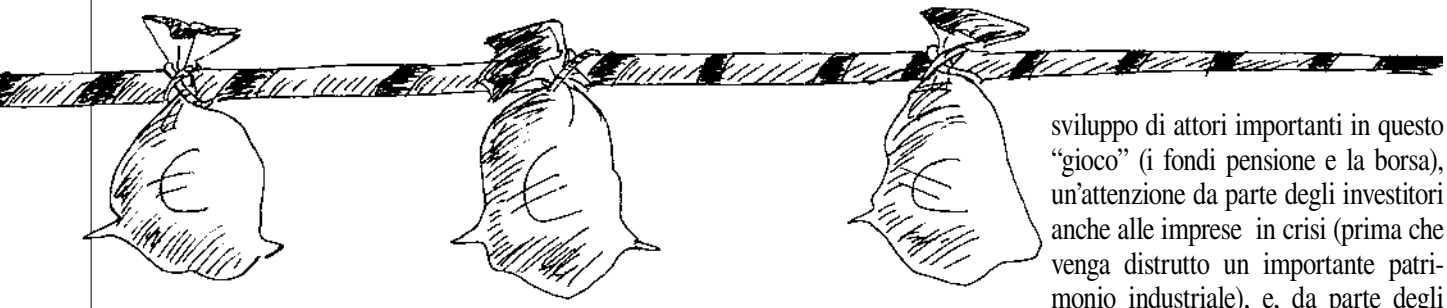
Altra variabile fondamentale nel private equity è la gestione dei rapporti tra i soci, che deve avvenire fin da subito in un'ottica di assoluta trasparenza e mediante la gestione di una adeguata struttura di "corporate governance", cioè mediante regole precise e funzionali ad entrambe le compagini sociali, volte alla regolamentazione della nomina e del funzionamento del consiglio di amministrazione, dell'assemblea dei soci e del collegio sindacale o organo di controllo, e alla gestione di un altro momento molto importate: il disinvestimento. Infatti connaturata al private equity vi è poi la fuoriuscita (dove è auspicato un realizzo di capital gain) dell'investitore (venture capitalist). Normalmente la fuoriuscita avviene mediante la vendita dei titoli del venture capitalist al gruppo imprenditoriale originario o ad un'altra impresa industriale o ad un altro investitore istituzionale, o a vecchi e nuovi soci derivanti da un'operazione di concentrazione di diverse imprese di settore nel frattempo intervenuta, oppure, nei casi più "virtuosi", mediante la quotazione in Borsa. Quest'ultima modalità (visto che anche una quota di minoranza può essere collocata sul mercato) permette alla "vecchia" compagine sociale di mantenere il controllo e al venture capitalist di ottenere, normalmente, un realizzo molto soddisfacente. D'altro canto la preventiva partecipazione di un venture capitalist "anticipa" tutti quei meccanismi di trasparenza e "cogestione" legati alla quotazione.

Ancorché mi sia limitato a descrivere sinteticamente i meccanismi e le "ricette" del private equity, appare evidente la differenza di approccio che l'imprenditore che cede le proprie quote (normalmente solo parte di esse) e l'investitore nel capitale di rischio (che le acquista) devono avere rispetto al comportamento dell'imprenditore e dell'istituto di credito nelle tradizionali forme di finanziamento: la condivisione del rischio ed il cointeresse alla crescita del valore portano i due soggetti ad una stretta collaborazione dove l'investitore porta, direttamente ed attraverso consulenti di prim'ordine, oltre che risorse finanziarie, competenze manageriali evolute di marketing, finanza, strategia, organizzazione e importanti contatti imprenditoriali. Il rapporto, come detto, di forte collaborazione, non è tuttavia il rapporto "tradizionale" tra due soci, in quanto l'investitore normalmente non entra nella gestione operativa dell'impresa (confida che il socio/imprenditore originario lo faccia meglio da solo), ma si limita alle scelte strategiche principali, pur pretendendo trasparenza, lealtà e pur applicando strumenti di controllo. Ovviamente, sopratutto nelle imprese famigliari, l'ingresso del venture capitalist comporta delle modifiche importanti tra cui: la netta separazione tra patrimonio familiare e quello aziendale, la prassi della revisione del bilancio, l'introduzione del budgeting e del controllo di gestione, l'elaborazione di relazioni periodiche di performances. Un rapporto con un investitore del capitale di rischio comporta, quindi, forte collaborazione tra le due compagini sociali (vecchia e nuova) a tracciare una strategia comune meglio sfruttando opportunità d'integrazione con imprese del settore, già eventualmente partecipate dal venture capitalist, mediante acquisizioni, fusioni, joint venture. Porta, inoltre, visto il meccanismo che prevede l'ingresso di un nuovo socio, a maggiore fluidità nella compagine sociale, con l'eventuale semplificata liquidazione della quota di alcuni tra i vecchi soci, se non più interessati a partecipare. Porta un contributo a realizzare una gestio-





ne più professionale e manageriale attenuando gli eventuali condizionamenti provenienti dalla sfera personale e familiare; e meglio regolamentando i rapporti impresa/famiglia, porta ad una crescita del potere contrattuale dell'impresa grazie alla presenza dell'investitore di rischio come azionista, normalmente, di minoranza, ma di rilievo. Di norma comporta un miglioramento dell'immagine dell'impresa sopratutto nel mondo finanziario, incrementando la possibilità di accesso al credito, migliora la capacita di attrarre manager capaci ed esperti. Da tutto ciò conseguono, per certi versi, ricadute oggettivamente "salutari" che riducono i difetti "endemici" di talune imprese italiane quali per esempio l'eccessivo sottodimensionamento e "provincialismo", che, nel mercato globalizzato, sembrano non pagare più. Consegue l'attenuazione della commistione dei patrimoni personali con quelli aziendali, che molte volte ha portato, come si suol dire ad "imprese povere ed a imprenditori ricchi". Porta ad evitare politiche fiscali rischiose o non sempre trasparenti, operate in certi settori, anomalia che non migliora certo il sistema Paese e la concorrenza. Porta a gestire l'azienda mediante managers capaci ed aggiornati, che aiutano l'imprenditore e permettono talvolta di escludere dalla gestione, quando opportuno, membri della famiglia non sempre e per forza "adeguati alla situazione". Comporta lo sviluppo di strumenti e procedure di gestione e controllo più evoluti ed adeguati ad imprese moderne. Ovviamente, e come sempre, c'è "il rovescio della medaglia". L'imprenditore non potrà più permettersi di gestire l'azienda in assoluta indipendenza, quindi non potrà cambiare strategia produttiva, commerciale di gestione, senza condividerla con il socio venture capitalist (talvolta ciò può "imbrigliare" gli imprenditori più "creativi" e con maggiore propensione al rischio). La gestione manageriale e "densa" di procedure, pur portando a miglioramenti da certi punti di vista, comporta talvolta "appesantimenti" di costi e minore efficienza (soprattutto dove il venture capitalist per controllare "meglio" l'imprenditore eccede in procedure di controllo rispetto a procedure di gestione). Inoltre, l'obiettivo del capitale di rischio: ottimizzazione del profitto e della crescita di valore nel medio termine, può comportare logiche ed approcci gestionali, finanziari, fiscali talvolta aggressivi e basati su elaborati modelli di business plan a più variabili connesse (finanziarie, di mercato ed operative gestionali, fiscali ecc.) dove la modifica e lo scostamento dal modello, vuoi per il verificarsi di un evento imprevisto, vuoi per errore, può comportare gravi tensioni nella gestione del "business" e tra i soci. In ogni caso statistiche comprovate, applicate ad operazioni effettuate in USA, Europa, ed anche specificamente in Italia, hanno dimostrato che le operazioni effettuate mediante il capitale di rischio hanno portato, nelle imprese target, ad una crescita del fatturato, delle posizioni di mercato, dei margini e dell'occupazione, dimostrando la valenza del private equity quale "volano" di crescita economico/sociale. In questo momento è a mio avviso utile che le parti in causa (Governo, operatori specializzati ed imprenditori) facciano la propria parte per sviluppare, tra gli altri, questo meccanismo di crescita, che, come già ampiamente sottolineato può aiutare a superare alcuni tra i problemi più evidenti delle imprese italiane (nanismo, carenza di gestione manageriale e di competenze ed eccessivo ricorso al debito), sfruttando nel contempo, con meccanismi più efficienti, il grande intuito e la capacità, che contraddistinguono i nostri imprenditori. Per fare ciò servono incentivi specifici da parte del Governo, una politica di sviluppo di attori importanti in questo "gioco" (i fondi pensione e la borsa), un'attenzione da parte degli investitori anche alle imprese in crisi (prima che venga distrutto un importante patrimonio industriale), e, da parte degli imprenditori, una consapevolezza delle potenzialità del modello e del fatto che un'impresa che oggi è soddisfacente o eccellente, domani può perdere "lo smalto", se, anche rinunciando alla gestione "esclusiva", non si ricorra a leve importanti per lo sviluppo. La posta in gioco è troppo alta per tutti, per non meritare, quanto meno, una riflessione.



Federico Venturi
Dottore Commercialita